

DANMARKS NATIONALBANK

Kvartalsoversigt – August 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 - August 1994

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
Direkte investeringer ved udgangen af 1991	13
Småpengekort v/Jan Thorndal, Pengepolitisk Kontor	26
Internationale overvejelser vedrørende betalingssystemer v/Jesper Berg, Pengepolitisk Kontor	32
European exchange rate cooperation, af nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer	40
The Exchange Rate Mechanism after the Basle/Nyborg Agreement, af vicedirektør Henning Dalgaard	47

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 faktorer 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 faktorer 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
Nettoutilgang 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 maj til begyndelsen af august 1994.

Valutaforholdene

Valutamarkederne var karakteriseret af en svækket dollar og stabile kursrelationer mellem kernelandene inden for EMS. En række europæiske valutaer uden for EMS blev kraftigt svækket over for D-mark, en udvikling der accelererede mod midten af august, hvor også kronen blev berørt.

Hovedvalutaerne

På baggrund af den fortsatte nedgang i ledigheden og en stigende kapacitetsudnyttelse hævede Den Amerikanske Forbundsbank medio maj sine pengemarkedsrenter med $\frac{1}{2}$ pct. nogle få dage efter en tysk rentesænkning af samme størrelsesorden. Medio august hævedes de amerikanske pengemarkedsrenter påny med $\frac{1}{2}$ pct. I løbet af juli blev det korte rentespænd mellem USA og Tyskland omtrent elimineret, jf. side 31 i tabel- og figurafsnittet. På trods heraf svækkedes dollaren fortsat over for D-mark fra godt 1,65 D-mark pr. dollar primo maj til under 1,55 medio juli, jf. figur 1. Faldet i dollaren i 1. halvår 1994 var et brud med den tendens til en stigende dollarkurs, der havde ledsaget indsnævringen af det korte rentespænd mellem de to lande siden efteråret 1992.

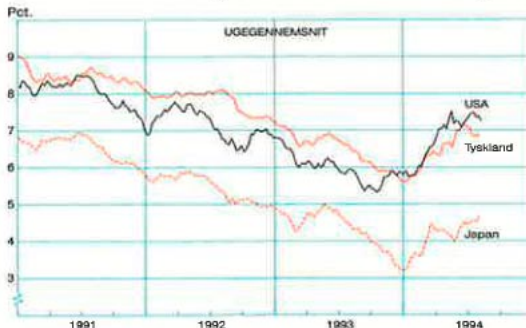
I forhold til yen svækkedes dollaren yderligere fra et niveau omkring 105 yen pr. dollar medio maj til et historisk lavpunkt under 98 medio juli. Forholdet mellem yen og D-mark har været forholdsvis stabilt.

Svækkelsen af dollaren i perioden maj-juli førte til en række koordinerede interventioner fra centralbankernes side, men beløbene var forholdsvis små, og der var ingen tilkendegivelser omkring situationen på valutamarkedene i kommunikéet fra G7-topmø-

D-mark og yen i forhold til dollar Figur 1



Obligationsrenter Figur 2



Anm.: 10-årige statsobligationer.

det i Napoli den 8.-9. juli. Fra midten af juli styrkedes dollaren lidt over for såvel D-mark som yen, men mod midten af august fandt der en betydelig opgang i D-markens sted.

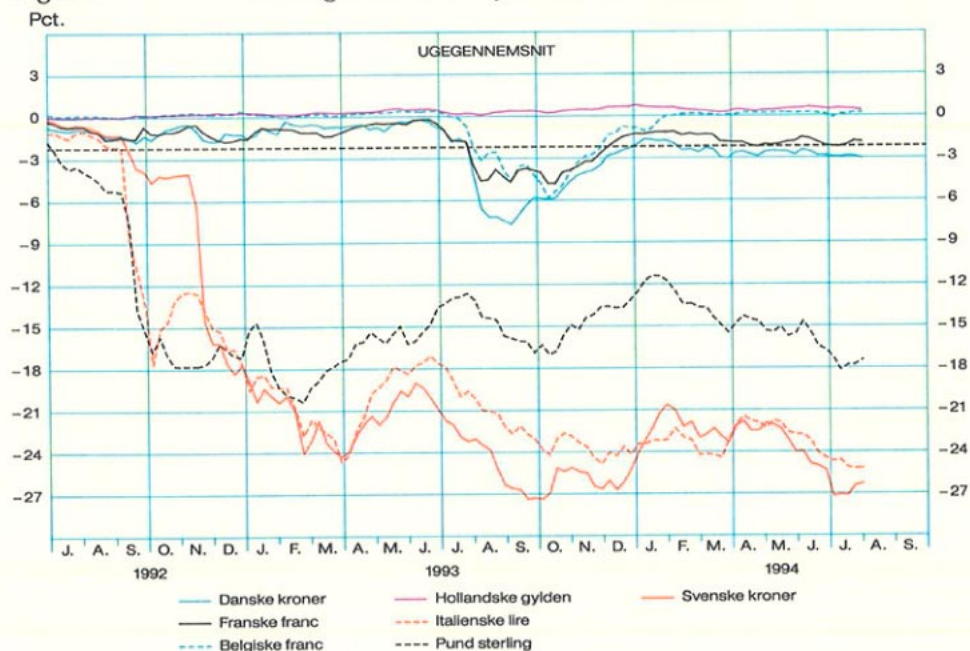
Den amerikanske obligationsrente har siden maj ligget stabilt mellem 7 og 7½ pct. efter en stigning på over 1 pct. siden årsskiftet, jf. figur 2. Indeværende års opgang i den lange rente i Japan har været af samme størrelsesorden. I Tyskland steg obligationsrenten fra godt 5½ pct. ved årsskiftet til 7¼ pct. medio juni, hvorefter den gradvis faldt til 6¾ pct. i midten af juli. Derefter indtraf påny en stigning til et niveau omkring 7¼ pct. medio august.

Det europæiske valutasamarbejde (EMS)

Efter nedsættelsen af diskonto- og lombardsatserne med ½ pct. den 11. maj holdt Den Tyske Forbundsbank disse rentesatser uændrede hen over sommeren. Renten på genkøbsforretninger med bankerne blev gradvist nedsat fra knap 5,5 pct. primo maj til 4,85 pct. i midten af august. Det fortsatte rentefald er muligjort af et aftagende inflationspres i den vesttyske økonomi. År-til-år stigningen i forbrugerpriserne var i juli 2,9 pct. sammenlignet med 4,3 pct. et år tidligere. Afdæmpningen af lønstigningerne er ligeledes fortsat ind i 1994. Pengemængdevæksten afsvækkedes i maj og juni, men ligger dog fortsat klart over målzonen på 4-6 pct., som Forbundsbanken på sit rådsmøde den 21. juli valgte at fastholde.

Figur 3

Udvalgte valutaer i forhold til D-mark



Anm.: Ændring i forhold til D-mark centralkursen ultimo juni 1992. For svenske kronor dog ECU centralkursen.

Kronen befandt sig i det meste af perioden fra medio februar til begyndelsen af august i intervallet mellem 391 og 393 kroner pr. 100 D-mark, en anelse over den fra før 2. august 1993 gældende interventionsgrænse på 390,16 kroner pr. 100 D-mark. Franske og belgiske franc samt hollandske gylden har i samme periode ligeledes holdt en nogenlunde uændret kurs over for D-mark tæt på niveauet fra før sammenbruddet af EMS, jf. figur 3. Midt i august blev de fleste EMS-valutaer svækket i forhold til D-mark.

Målt ved den effektive kurs, hvor kurserne i forhold til de vigtigste valutaer sammenvejes med handelsmønsteret for industrivarer, er kronen steget omkring 2 pct. siden april. I forhold til sommeren 1992 er den effektive kronekurs dermed steget med omkring 5 pct., hvilket svarer til udviklingen i de effektive kurser for Tyskland, Holland, Belgien og Frankrig.

Belgiske franc var under et vist pres i en kort periode i begyndelsen af juli, hvor valutamarkederne fokuserede på landets store offentlige gæld, der udgør omkring 140 pct. af BNP og dermed ligger betydeligt over niveauet i andre EU-lande. Pengemarkedsrenterne steg i forbindelse hermed forbigående fra 5½ til 7½ pct., jf. figur side 32 i tabel- og figurafsnittet.

Øvrige europæiske valutaer

Fra maj til medio august svækkedes svenske kroner med omkring 7 pct. over for D-mark og lidt mindre over for danske kroner. Siden sommeren 1992 er den svenske krone dermed faldet med mere end 25 pct. over for disse valutaer. De seneste måneders svækkelse af svenske kroner skal ses i sammenhæng med finansmarkedernes fokus på landets budgetproblemer op til det kommende parlamentsvalg i september. I 1993 havde Sverige et underskud på de offentlige finanser svarende til 13 pct. af BNP, hvilket er usædvanligt højt blandt OECD-landene.

Uanset svækkelsen af den svenske krone befandt pengemarkedsrenten i Sverige sig omkring 7 pct., indtil Riksbanken den 11. august annoncerede en mindre forhøjelse af de toneangivende satser.

Den 1. juni 1994 havde Riksbanken indført et nyt system til styring af de korte renter bestående af en genkøbsrente omgivet af et loft og gulv i form af en udlåns- og indlånsrente. Sammenlignet med den tidligere rentetrappe, hvor renten blev ændret i trin af minimum ¼ pct. point, muliggør det nye system en mere præcis fastlæggelse af den korte rente.

Det britiske pund har de seneste måneder fortsat den faldende tendens over for D-mark, der blev indledt i februar. Frem til midten af august mistede pundet over 7 pct. af sin værdi over for D-mark.

Italien har været præget af politisk uro og en stigende usikkerhed på de finansielle markeder om mulighederne for at gennemføre de kommende års påkrævede finanspolitiske stramninger. Fra midten af april blev liren svækket med knap 5 pct. over for D-mark til et niveau over 1000 lire pr. D-mark ved udgangen af juli. Den 11. august annoncerede Banca d'Italia en forhøjelse af

diskontoen med $\frac{1}{2}$ pct. til $7\frac{1}{2}$ pct., hvilket dog ikke umiddelbart kunne stoppe lirens faldende tendens.

Den globale udvikling i obligationsrenterne siden årsskiftet

Siden efteråret 1993 har den amerikanske obligationsrente været stigende i takt med den gunstigere konjunkturudvikling og en frygt for øget inflation, der er blevet forstærket af dollarfald og stigende råvarepriser.

Fra årsskiftet er de lange renter ligeledes steget i Vesteuropa og Japan. En del af denne opgang afspejler formentlig, at obligationsmarkederne under frie kapitalbevægelser har en tendens til at følges ad. Dertil kommer, at rentestigningen til dels kan ses som en korrektion af udviklingen i 1993, hvor obligationsrenterne faldt i takt med fortsatte nedjusteringer af forventningerne til dette og det kommende års vækst, jf. tabel 1. Konjunkturudviklingen i første halvår af 1994 har givet grundlag for en opjustering af de økonomiske prognoser igen.

Blandt de europæiske lande er der store forskelle med hensyn til størrelsen af indeværende års rentestigning. Særligt kraftig har denne været i Sverige, hvor obligationsrenterne medio august var $11\frac{3}{4}$ pct. mod 7 pct. ved årsskiftet. Det lange rentespænd over for Tyskland er dermed udvidet fra $1\frac{1}{2}$ til $4\frac{1}{2}$ pct.

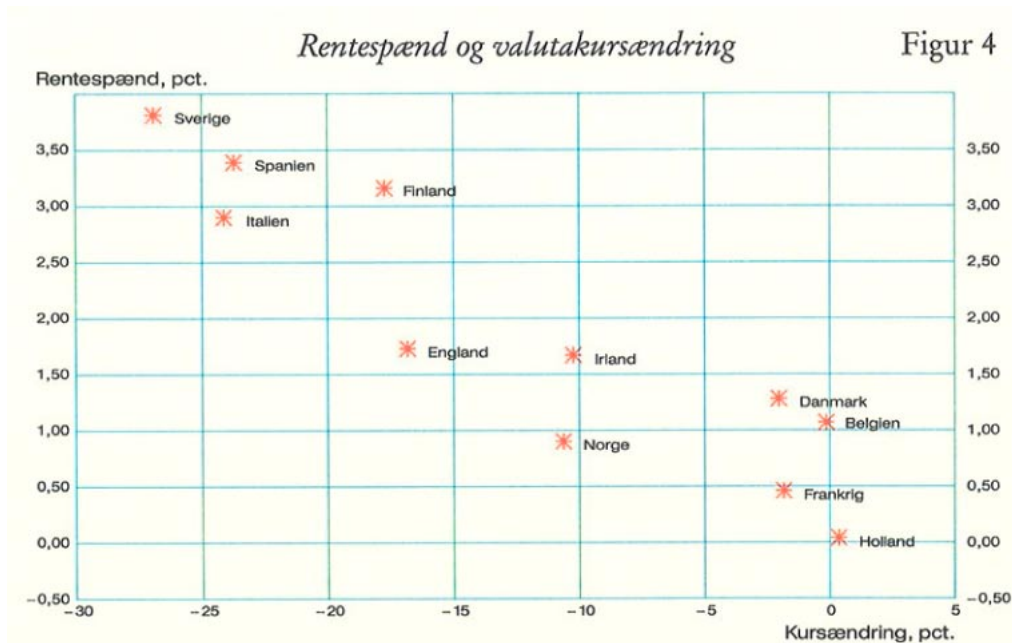
Der synes at være en bemærkelsesværdig sammenhæng mellem de seneste års valutakursudvikling og det lange rentespænd over for Tyskland, jf. figur 4. Lande som Sverige, Spanien, Italien og Finland, som har tilladt store fald i deres valuta i forhold til D-mark siden midten af 1992, har også de største obligations-

Tabel 1 *Udviklingen i OECD's vækstskøn*

	1993	1994				1995	
		Dec. 92	Juni 93	Dec. 93	Juni 94	Dec. 93	Juni 94
		Vækst i procent i forhold til året før					
USA	3,0	3,1	3,1	3,1	4,0	2,7	3,0
Japan	0,1	3,1	3,3	0,5	0,8	2,3	2,7
Tyskland	-1,3	2,9	1,4	0,8	1,8	2,2	2,6
heraf vestlig del	-1,9	2,4	1,0	0,4	1,2	1,7	2,0
Frankrig	-0,9	2,8	1,5	1,1	1,8	2,7	2,9
Italien	-0,7	1,7	1,7	1,7	1,5	2,3	2,6
Storbritannien	1,9	2,4	2,9	2,9	2,8	2,9	3,2
Norge	2,2	3,7	2,9	3,2	4,3	3,8	2,9
Sverige	-2,1	1,3	1,4	1,5	2,7	2,2	2,9
Finland	-2,6	4,1	1,7	-0,3	1,9	2,4	4,7
Danmark	1,4	2,4	2,8	2,5	4,0	2,8	3,5
EU	-0,4	2,5	1,8	1,4	1,9	2,5	2,8
OECD-Europa	-0,2	2,5	1,8	1,5	1,9	2,6	2,8
OECD i alt	1,2	2,9	2,7	2,1	2,6	2,7	2,9

Kilde: Danmarks Statistik og OECD, Economic Outlook, diverse numre.

Anm.: Vækst i real BNP.



Anm.: Rentespænd angiver obligationsrentespænd til Tyskland den 5. august 1994. Kursændring angiver procentvis ændring i D-mark kurs fra juni 1992 til juli 1994.

rentespænd over for Tyskland. Andre forhold må dog også tillægges vægt. De nævnte lande har således nogle af de største budgetproblemer i Vesteuropa. Store devalueringer og massive offentlige budgetunderskud skaber traditionelt øgede inflationsforventninger hos de finansielle markedsdeltagere og dermed tendens til stigende obligationsrente.

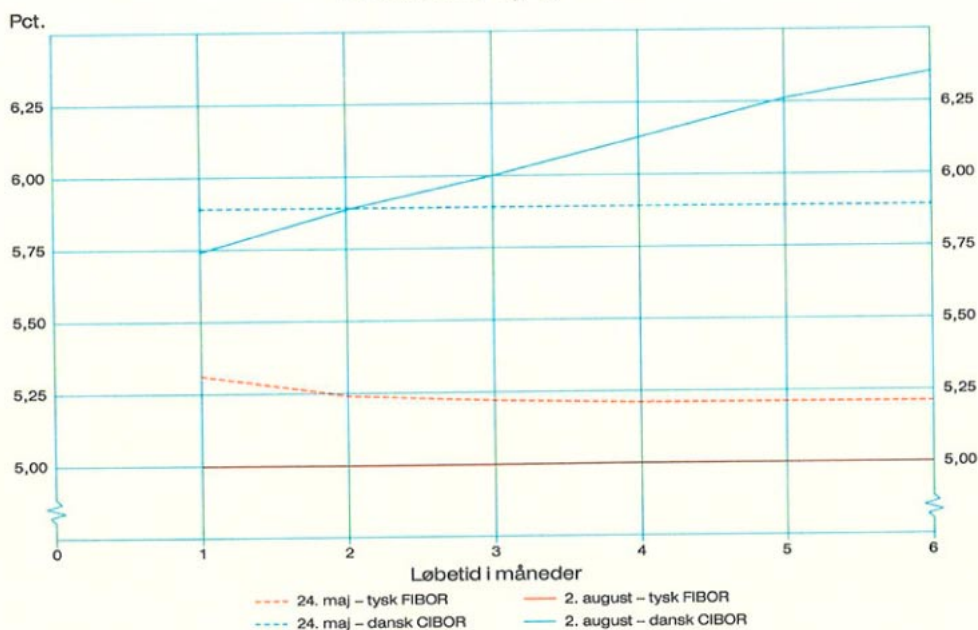
Renteudviklingen i Danmark

Nationalbanken nedsatte diskonto og foliorente med 0,25 pct. til 5,00 pct. med virkning fra 13. maj. Pengeinstitutterne justerede deres udlånsrenter svarende til diskontosænkningen, men lod en række af indlånsrenterne forblive uændrede.

I maj blev renten på indskudsbeviser og genkøbsforretninger nedsat ad to gange fra 5,8 pct. til 5,6 pct. Pengemarkedsrenterne fulgte i første del af måneden Nationalbankens officielle satser, men herefter steg den usikrede 3-måneders pengemarkedsrente fra godt 5,5 pct. til knap 6,25 pct. i slutningen af juni, hvorefter der opstod tendens til rentefald. Renten på indskudsbeviser og genkøbsforretninger nedsattes med 0,1 pct. i første del af juli til 5,5 pct. 3-måneders renten faldt til godt 5,75 pct. i begyndelsen af august, men steg derefter kraftigt i forbindelse med svækkelsen af kronen og var medio august omkring 6,5 pct.

Renterne på pengemarkedet har i de senere år været lavere, jo længere løbetid forretningerne har, og der har således været forventninger om rentefald. Siden maj har pengemarkedsrenterne været stigende med løbetiden, jf. figur 5, svarende til, at der ikke er forventninger om yderligere rentefald.

Figur 5 *Rentestruktur på pengemarkedet i Danmark og Tyskland*



I den forløbne del af 1994 er de helt korte renter på det tyske pengemarked faldet kraftigere end de længere pengemarkedsrenter, og renterne er nu omtrent ens uanset løbetid. Spændet mellem den danske og den tyske 3-måneders rente er udvidet fra 0,5 pct. i begyndelsen af maj til over 1½ pct. medio august. Udvidelsen af rentespændet og den stejlere danske rentekurve er forekommet i en periode, hvor markederne har fokuseret på de stadig mere positive prognoser for væksten i Danmark.

Den effektive rente på danske 10-årige statsobligationer steg fra midten af maj til begyndelsen af juli med 1,25 pct., men faldt derefter med 0,5 pct. til knap 8 pct. i begyndelsen af august. Den danske obligationsrente fulgte dermed udviklingen i de øvrige kernelande i det europæiske valutakurssamarbejde, men udsvingene var mere udtalte. Rentespændet over for Tyskland var således udvidet til 1,5 pct. i begyndelsen af juli, men faldt til godt 1 pct. ved månedens udgang. I begyndelsen af august steg den tyske rente igen, og rentespændet blev samtidig udvidet, så den effektive rente på 10-årige statsobligationer medio august var omkring 8¾ pct. Rentestrukturen på obligationsmarkedet er som på pengemarkedet stigende.

Den effektive rente på 30-årige realkreditobligationer med en kupon på 6 pct. har generelt været ¾ pct. højere end renten på statsobligationer.

Interessen for at omlægge eksisterende realkreditlån til lavere forrentede lån er aftaget i takt med stigningen i obligationsrenterne. Omfanget af førtidige indfri-

elser tyder på, at omtrent halvdelen af de konverterbare lån med en kuponrente på 9 pct. eller derover er blevet omlagt.

Som følge af rentestigningen blev mindsterenten for blåstemplede obligationer hævet fra 5 pct. til 6 pct. pr. 1. juli. Mindsterenten er den laveste tilladte kuponrente på nyemitterede værdipapirer, som personligt skattepligtige kan erhverve uden skattepligt for kursgevinster.

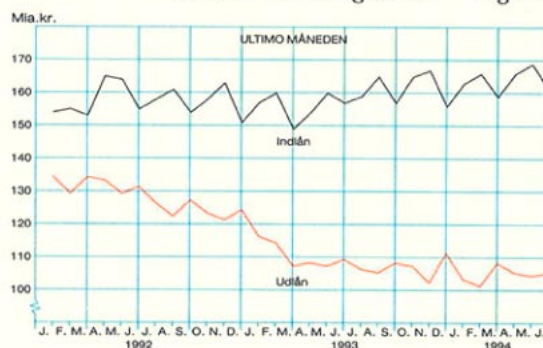
Pengeinstitutternes balancer

Udlån til indlændinge fra pengeinstitutternes inden- og udenlandske enheder var omtrent konstante i 2. kvartal, når der ses bort fra sæsonmæssige udsving. De seneste års faldende tendens synes således brudt. Andelen af udlån i valuta, der især er faldet siden udvidelsen af udsvingsgrænserne i det europæiske valutasamarbejde sidste år, reduceredes yderligere, mens udlån i kroner steg.

Udlån til husholdningerne faldt fra begyndelsen af 1991 frem til foråret 1993 og har siden været konstante. Forøgelsen af opsparingen fra 1986 har medført en betragtelig konsolidering i husholdningerne. Privates indlån fratrukket lån i pengeinstitutterne steg kraftigt frem til sommeren 1993, jf. figur 6, og det seneste års stærke forbrugsudvidelse har kunnet finde sted uden øget låntagning i pengeinstitutterne. Dette må dog også ses på baggrund af, at realkreditlån som følge af renteutviklingen blev særligt billige. Siden sidste sommer er husholdningernes lån i realkreditinstitutterne steget med 20-25 mia.kr.

Udlån til erhvervene, der begyndte at falde i 1992, stabiliseredes i 2. kvartal i år. Samtidig har erhvervene ikke øget låntagningen i realkreditinstitutterne og fra andre finansieringskilder siden sidste sommer. Den afdæmpede konjunkturudvikling i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne muliggjorde en betydelig konsolidering i erhvervene. Investeringerne var beskedne, og opsparingen steg markant. Erhvervene har derfor nu indlån svarende til deres lån i pengeinstitutterne, jf. figur 7. Den afdæmpede udvikling i udlån til erhverv er bemærkelsesværdig i lyset af styrken af konjunkturopsvinget. Det skyldes i en vis udstrækning forbigående faktorer som nedbringelse af lagrene, men også at der i de senere år har været en betydelig forøgelse af den underliggende indtjening i store dele af erhvervslivet. I starten af konjunkturopsvinget i første del af 1980'erne var

Privates indlån og udlån Figur 6



Anm.: Udlån er ikke korrigeret for tab og hensættelser. Indlån er eksklusive indskud i medfør af særlovgivning så som gevinst-, bolig-, børne- og pensionsopsparing samt etableringskonti. Sådanne indskud fra private var knap 106 mia.kr. ved udgangen af 1. kvartal i år mod knap 93 mia.kr. to år tidligere.

erhvervene også i stand til selv at finansiere forøgelsen i investeringerne uden at låne i pengeinstitutterne eller benytte anden fremmed finansiering, men fra et lavere investeringsniveau end det nuværende.

Pengeinstitutternes udlån til udlændinge har udviklet sig parallelt med tilbagesalget af kroneobligationer fra udlandet. Udlandets køb af danske kroneobligationer frem til januar 1994 var i vidt omfang finansieret ved låntagning i danske pengeinstitutter i form af genkøbsforretninger i obligationer. Disse lån blev afviklet i forbindelse med tilbagesalget af obligationerne, som bragte udlandets beholdning tilbage på niveauet fra sidste forår.

Figur 7 *Erhvervenes indlån og udlån*



Anm.: Udlån er ikke korrigeret for tab og hensættelser. Indlån er eksklusive indskud i medfør af særlovgivning så som investeringskonti. Særlige indlån fra erhverv har siden 1992 været i størrelsesordenen 15-20 mia.kr.

institutterne som følge af konverteringsbølgen købte flere realkreditobligationer end normalt. Omkring halvdelen af realkreditobligationerne var udtrukne, og køb heraf svarede reelt til placeringer i korte pengemarkedspapirer. I den forløbne del af 1994 har institutterne købt statspapirer for betragtelige beløb, hvilket må ses i sammenhæng med tilbagesalget fra udlandet. Beholdningen af statspapirer er nu tilbage på niveauet sidste forår. Som følge af det aftagende konverteringsomfang faldt beholdningen af realkreditobligationer fra 1. kvartal til 2. kvartal, men er fortsat lidt større end normalt.

Forskydningerne i udlandets og pengeinstitutternes obligationsbeholdninger medførte i de sidste måneder af 1993 og begyndelsen af 1994 en kraftig forøgelse af væksten i pengemængden, der siden er aftaget. Ved udgangen af juni var pengemængden knap 5 pct. højere end året før.

Betalingsbalancens løbende poster

Den sæsonkorrigerede vareeksport eksklusive skibe steg med 1 pct. i 1. kvartal 1994 efter en kraftig opgang de to foregående kvartaler. Målt i forhold til året før var stigningen over 8 pct. Eksportpriserne er i samme periode faldet med 1 pct., hvorfor fremgangen i mængder har været ca. 7 pct. En væsentlig del af fremgangen kan henføres til øgede leverancer til Baltikum og det øvrige Østeuropa.

Importen eksklusive skibe mv. steg godt 5 pct. i 1. kvartal 1994. Målt i forhold til samme kvartal året før var stigningen på mere end 9 pct. Den øgede import afspejler omsvinget i konjunktoren.

Samhandel mellem EU-landene

Tabel 2

	1992					1993				
	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	I alt	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	I alt
	Milliarder ECU									
Samhandel opgjort som:										
Intra-EU import	185,1	183,0	166,5	182,0	716,6	160,4	160,8	145,0	166,5	632,7
Intra-EU eksport	181,4	178,2	161,9	176,0	697,4	166,4	165,2	152,7	174,9	659,2
Forskel, procent	+ 2,0	+ 2,7	+ 2,8	+ 3,4	+ 2,8	- 3,6	- 2,7	- 5,0	- 4,8	- 4,0

Kilde: EUROSTAT – news release, No. 29/94, 21. juni 1994.

På trods af den hastigere vækst i importen end i eksporten blev det sæsonkorrigerede handelsoverskud eksklusive skibe i gennemsnit på 3 mia.kr. i årets tre første måneder, hvilket er lidt mere end et år tidligere. Dette skyldes, at værdien af eksporten stadig overstiger værdien af importen med omkring 15 pct.

Handelstallene for april viste en stigning i importen på 3 pct. i forhold til gennemsnittet for 1. kvartal. Eksporten var derimod stort set uændret. Handelsoverskuddet var på 2,2 mia.kr., ca. 0,8 mia.kr. under gennemsnittet for 1. kvartal.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster androg i årets første 4 måneder 8,3 mia.kr. mod 11,5 mia.kr. i de samme måneder året før.

Danmarks Statistik har endnu visse indkøringsproblemer med det nye system for udenrigshandelsstatistikken (INTRASTAT), der blev iværksat i EU-landene ved årsskiftet 1993 i forbindelse med etablering af det indre marked. Dermed er også handelstallene for indeværende år i et vist omfang baseret på skøn med deraf følgende usikkerhed.

Problemer med INTRASTAT-systemet genfindes i andre lande. I juni regnede OECD med, at importen af industrivarer i mængder hos Danmarks handelspartnere faldt med ¾ pct. i 1993. En opgørelse fra EU's statistikbureau, EUROSTAT, tyder imidlertid på, at de anvendte tal for EU-landenes import er for lave, jf. tabel 2. I 1992 lå samhandelen mellem EU-landene opgjort fra importsiden knap 3 pct. over samhandelen opgjort fra eksportsiden. Denne forskel skal ses i sammenhæng med, at importen måles inklusive forsendelsesomkostninger mv. I 1993 var opgørelsen fra eksportsiden derimod 4 pct. større end opgørelsen fra importsiden, og der var ikke tale om en indsnævring af denne forskel i årets løb. Tallene opgjort fra eksportsiden vurderes af EUROSTAT som værende de mest pålidelige.

Med baggrund i tabellen kan man forsigtigt anslå importen mellem EU-landene til at være undervurderet med over 5 pct. i 1993. Det er derfor sandsynligt, at importvæksten på aftagermarkederne for den danske industrieksport i 1993 skal opjusteres til en positiv vækst på omkring 1 pct., svarende til sidste års fremgang i den mængdemæssige danske industrieksport. Alt i alt tyder tallene dermed på, at de danske markedsandele i 1993 blev fastholdt.

Materiale fra EUROSTAT har længe indikeret, at det navnlig er Tysklands import, der er undervurderet i 1993, og i begyndelsen af august blev denne da også opjusteret med godt 4 pct. Eksporten blev dog samtidig opjusteret tilsvarende. Der foreligger ingen oplysninger om, hvorvidt den danske EU-import er for lav, ligesom det er uvist i hvilket omfang problemerne med undervurderingen af EU-landenes import er fortsat ind i 1994.

Det er beklageligt, at handelstallene (og dermed også betalingsbalancen) fortsat er forsinkede og behæftede med større usikkerhed end sædvanligt netop i en periode, hvor et kraftigt konjunkturopsving finder sted. Den manglende kvalitet af de europæiske handelsstatistikker vanskeliggør ligeledes en vurdering af konsekvenserne for handel og økonomisk vækst af de seneste års store indbyrdes forskydninger i valutakurserne.

Kapitalbevægelserne

Nedgangen i valutareserverne på godt 9 mia.kr. og betalingsbalanceoverskuddet på godt 7 mia.kr. i 1. kvartal modsvarede stort set af en offentlig kapitaleksport på 17 mia.kr., der i alt væsentlighed skyldes tilbagebetalinger af statslige udlandslån. Netto var privatpersoners og virksomheders udlandsbetalinger dermed stort set i balance.

I månederne april til juli blev valutareserverne yderligere formindsket med 1½ mia.kr., så de ultimo juli udgjorde 63,9 mia.kr. I samme periode tilbagebetalte staten udlandslån for 4½ mia.kr.

Efter et stort udenlandsk nettokøb af danske kroneobligationer på 70 mia.kr. i perioden september 1993 til januar 1994 vendte udviklingen i februar. I perioden frem til udgangen af juli var der et tilbagesalg af kroneobligationer fra udlandet på knap 80 mia.kr., som i vidt omfang gav anledning til modgående ændringer i pengeinstitutternes udlandsstilling, da en del af udlandets beholdning af kroneobligationer som nævnt er dækket via kronelån i danske pengeinstitutter eller valutaterminsforretninger. Tilbagesalget har været forholdsvis moderat de seneste måneder, hvilket skal ses i lyset af udvidelsen af det danske obligationsrentespænd over for Tyskland.

Det seneste halve års store bruttokapitalbevægelser påvirkede ikke kronens kurs over for D-mark og gav ikke anledning til intervention på valutamarkedet til støtte for kronen.

Det store aktiesalg til udlandet i 2. kvartal, jf. side 11 i tabel- og figurafsnittet, skal ses i sammenhæng med en større dansk aktieemission.

Aktivitets- og prisudviklingen

Forbrugerpriserne for 2. kvartal viste en årsvækst på 2,0 pct., og dermed en opgang i stigningstakten fra 1,8 pct. i 1. kvartal. Nettoprisindekset, der viser udviklingen i forbrugerpriserne fraregnet moms og afgifter, steg 1,6 pct. år-til-år i 2. kvartal mod 1,3 pct. kvartalet før.

Stigningen i obligationsrenten siden maj genfindes kun i mindre udstrækning

for så vidt angår indeksobligationer. Denne udvidelse af spændet mellem den effektive rente på nominelle obligationer og indeksobligationer tyder på forventninger om en øget inflation hos investorerne. På baggrund af den hidtidige udvikling i forbrugerpriserne synes der dog at være tale om en overreaktion, da den underliggende inflation indtil nu har været for nedadgående. Fraregnes således prisvirkningen fra importerede varer, energi og varer underlagt særlig prisdannelse (fødevarer, bolig og offentlige tjenester), var der faktisk en nedgang i de markedsbestemte prisstigninger i 2. kvartal, jf. posten „Andre faktorer” i tabel 3.

Efter en vækst på godt 5 pct. gennem 2. halvår af 1993 steg den samlede produktion mere moderat i årets første kvartal – knap ½ pct. Produktionen ligger dermed allerede nu 3½ pct. over gennemsnittet af 1993.

I år regner regeringen med, at finanspolitikken stimulerer økonomien svarende til en ekstravækst på omkring 1 pct. Finanspolitikken er dermed blevet klart konjunkturmedløbende, hvorfor det er afgørende, at der som planlagt finder en stramning sted næste år, så en stabil løn- og prisudvikling kan fastholdes og de offentlige finanser forbedres i overensstemmelse med målsætningen om ligevægt over et fuldt konjunkturforløb.

Den sæsonkorrigerede arbejdsløshed faldt i april med 1.000 personer. I maj og juni er ledigheden faldet med yderligere godt 9.000 personer. Sammenlignes juni 1994 med juni 1993 ses navnlig en nedgang i ledighedsprocenterne i de jyske

Udvikling i nettopriserne

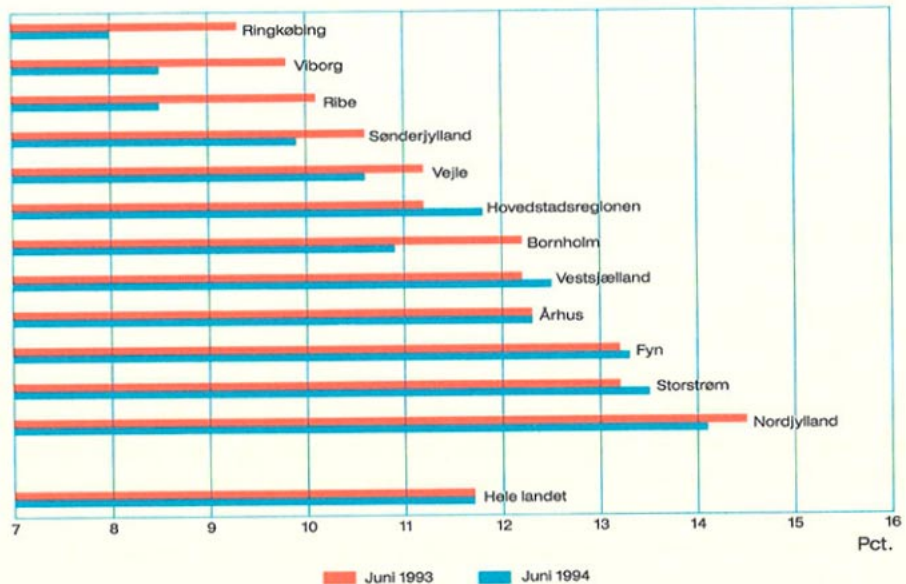
Tabel 3

	Netto- pris- indeks	Energi	Import ¹⁾	Indenlandske priser				
				I alt	Føde- varer	Bolig- post	Offent- lige ydelser	Andre faktorer ²⁾
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 2. kv. .	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
2. — .	1,6	- 1,5	2,2	1,7	2,4	1,6	1,6	1,5

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

²⁾ Posten „Andre faktorer” har en overvægt af tjenesteydelser, der traditionelt stiger mere i pris end varer, hvorfor vækstraten overvurderer den underliggende inflation, jf. artiklen „Prisstigninger og inflation” af Anders Møller Christensen i Kvartalsoversigten, februar 1994.

Figur 8

Arbejdsløshed opdelt efter amter

amter, jf. figur 8. Samtidig har den kraftigste reduktion fundet sted i de regioner, hvor ledigheden i forvejen var under landsgennemsnittet. Der er ligeledes store branchemæssige forskelle i ledigheden. Der kan derfor blive behov for en justering af arbejdsmarkedspolitikken, hvis lokale flaskehalse opstår.

Lønstigningerne i udlandet er fortsat moderate. Sammenvejet med vægtene fra det effektive kronekursindeks var år-til-år stigningen i udlandets timelønninger godt 3 pct. i 1. kvartal 1994. Som følge af omlægninger af statistikken foreligger endnu ingen lønoplysninger for Danmark for 1994.

Direkte investeringer ved udgangen af 1991

Der er tale om direkte investeringer, når en investor fra et land ejer over 10 pct. af egenkapitalen i et selskab i et andet land. De fleste direkte investeringer har form af helejede datterselskaber. Filialer sidestilles med helejede datterselskaber. Ud over egenkapital medtages i begrebet direkte investeringer lånekapital mellem koncernforbundne virksomheder. I omstående boks er redegjort nærmere for begrebet direkte investeringer.

Grundlaget for den foreliggende opgørelse af direkte investeringer er en spørgeskemaundersøgelse, som Nationalbanken har foretaget af den private sektors samlede aktiver og passiver over for udlandet ved udgangen af 1991, jf. artiklen i Kvartalsoversigten, maj 1994, „Revideret opgørelse af Danmarks udlandsgæld”.

Det er første gang, der foreligger en omfattende og detaljeret opgørelse af erhvervslivets direkte investeringer i udlandet, mens udenlandske direkte investeringer i dansk erhvervsliv ved udgangen af 1976 og 1986 har været belyst af Danmarks Statistik. Danmark kommer hermed på linje med andre OECD-lande, hvad publicerede opgørelser af direkte investeringer angår.

Resultater af undersøgelsen

Ved udgangen af 1991 var den regnskabsmæssige værdi af direkte investeringer i udlandet 90½ mia.kr. og af udenlandske direkte investeringer i dansk erhvervsliv 87 mia.kr. Størstedelen heraf var egenkapital, og resten, 20-25 pct., var lånekapital.

Sættes de samlede direkte investeringer i forhold til bruttonationalproduktet i 1991, fås et groft udtryk for erhvervslivets internationalisering. Således opgjort var dansk erhvervsliv placeret midt i feltet af OECD-lande sammen med USA, Frankrig, Tyskland og de nordiske lande. Holland, Schweiz og England efterfulgt af Belgien/Luxembourg havde væsentligt større direkte investeringer. Det høje niveau for direkte investeringer i disse lande hænger formodentlig sammen med, at de er relativt små (bortset fra England) og har store, højt udviklede/specialiserede erhvervsvirksomheder, og at de har en del „gennemtræksinvesteringer”, dvs. udenlandsk ejede holdingselskaber, der videreinvesterer i andre lande. De sydeuropæiske lande havde derimod kun meget små udadgående investeringer, mens de indadgående investeringer i disse lande var lidt under eller på niveau med midtergruppen af lande. Det kan hænge sammen med, at erhvervslivet i de sydeuropæiske lande ikke er så højt udviklet/specialiseret, og at lønniveauet er noget lavere.

Definition af direkte investering

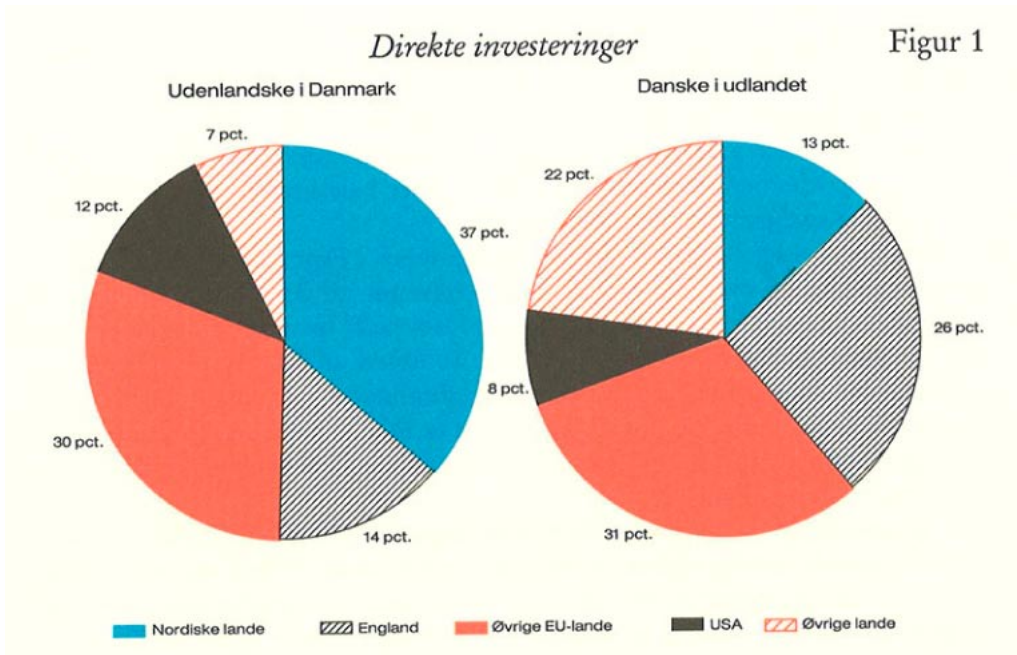
Ved direkte investering forstås ejerandel i et selskab i et andet land end det land, hvor investor er hjemmehørende. Ejerandelen skal have et sådant omfang, at investor har en vedvarende interesse i og kan øve indflydelse på selskabets ledelse og drift. Små ejerandele klassificeres som porteføljeinvesteringer. Som tommelfingerregel betragtes en ejerandel eller besiddelse af stemmerettigheder på mindst 10 pct. som direkte investering. Der kan være – og har i praksis været nogle få – undtagelser i begge retninger. Endvidere medtages investering i fast ejendom til ikke-erhvervsmæssig anvendelse (sommerhuse mv.) som direkte investeringer.

Ud over ejerandele (egenkapital) klassificeres alle øvrige finansielle mellemværender, herunder leverandørkreditter, mellem koncernforbundne virksomheder som direkte investering. Således medtages også lån og leverandørkreditter mellem søsterselskaber og andre selskaber med indirekte ejerrelationer som direkte investeringer. For så vidt angår direkte investering i bankvirksomhed medtages dog alene mellemværender i form af egenkapital.

Filialer i andre lande sidestilles med helejede datterselskaber, og det samlede nettomellemværende medregnes som egenkapital.

Principielt opgøres direkte investeringer til markedsværdi, men i praksis er dette kun muligt for direkte investeringer i børsnoterede selskaber. Grundlaget for den foretagne opgørelse har således været virksomhedernes regnskabsmæssige egenkapitaler konsolideret efter indre værdis metode. For de – få – børsnoterede selskaber, der er omfattet af undersøgelsen, er der efterfølgende foretaget korrektioner i forhold til børsværdierne.

Ved udlænding forstås virksomheder eller personer hjemmehørende i udlandet. Danske statsborgere, der er emigreret til udlandet, er således udlændinge.



I figur 1 er landefordelingen af udenlandske direkte investeringer i Danmark henholdsvis danske i udlandet sammenfattet. En væsentlig del af investeringerne ind i Danmark er kommet fra nærtliggende lande, ikke mindst fra de nordiske, mens danske virksomheder i højere grad har investeret i EU-lande, især England, samt i ikke ubetydeligt omfang i mere fjerntliggende lande, bl.a. de såkaldte ny-industrialiserede lande i Asien.

Sammenlignes de udadgående og de indadgående investeringer fordelt på brancher, er det karakteristisk, at mens danske industrivirksomheder, øvrige servicevirksomheder og ikke mindst banker havde foretaget betydeligt større investeringer i udlandet, end udenlandske investorer havde kanaliseret til disse brancher i Danmark, havde udlændinge investeret kraftigere i Danmark inden for råstofudvinding, handel og reparation samt forsikring end indlændinge havde investeret i udlandet inden for disse brancher.

Blandt de 12.000 enkeltvirksomheder, som Nationalbanken tilsendte et spørgeskema, havde ca. 6.000 virksomheder eller virksomhedsgrupper aktiver eller passiver over for udlandet, men kun ca. 2.250 virksomheder eller virksomhedsgrupper i Danmark havde mellemværender i form af direkte investeringer.

Knap halvdelen af disse virksomheder eller virksomhedsgrupper havde udadgående direkte investeringer fordelt på ca. 3.700 datterselskaber og filialer i forskellige lande eller brancher. Helejede datterselskaber og filialer udgjorde størstedelen af de direkte investeringer både opgjort i beløb og antal. En tredjedel af virksomhederne er etableret inden for handel og reparation – typisk små direkte investeringer i salgsselskaber med især det formål at fremme eksporten fra Danmark.

Den anden halvdel, godt og vel, af de 2.250 virksomheder eller virksomhedsgrupper i Danmark med direkte investeringer var ejet fra udlandet. Størstedelen af disse var ligeledes helejede datterselskaber og filialer. Hertil kommer et stort antal koncernmellemværender, herunder leverandørkreditter, som disse virksomheder havde med søsterselskaber fordelt over hele verden, men beløbsmæssigt var disse mellemværender netto små.

Størrelsesmæssigt havde 23 virksomhedsgrupper i Danmark egenkapitalinteresser i udlandet på over 500 mill.kr. hver. Omvendt var der 21 udenlandsk ejede virksomheder eller virksomhedsgrupper i Danmark, hvor den udenlandske andel af egenkapitalen oversteg 500 mill.kr. Summen af disse store investeringer udgjorde for såvel de udadgående som indadgående 55-60 pct. af de samlede egenkapitaler i form af direkte investeringer. Det er ikke indtrykket, at størrelsesfordelingen af direkte investeringer er mere skæv i Danmark end i andre lande, som vi normalt sammenligner os med.

I opgørelsen af de indadgående investeringer indgår udenlandske ejerandele af børsnoterede danske selskaber. Disse ejerandele under ét kan opgøres til knap 9 mia.kr. ved udgangen af 1991. Sammen med skønnet over udlændinges beholdning af danske aktier i form af porteføljeinvesteringer (overvejende børsnoterede) på 17 mia.kr. ved udgangen af 1991, var den samlede udenlandsk ejede beholdning af danske børsnoterede aktier således henved 26 mia.kr.

Landefordeling

Den detaljerede landefordeling af direkte investeringer fremgår af tabel 1. Investeringerne er fordelt på egenkapitalandele og på øvrige mellemværender (koncernlån, leverandørkreditter mv.), opgjort netto. De væsentligste otte lande, ordnet efter summen af udadgående og indadgående investeringer, var:

	Danske i udlandet Milliarder kroner	Udenlandske i Danmark Milliarder kroner
England	24	12
Sverige	7	21
USA	7	10
Holland	5	11
Norge	4	9
Tyskland	7	6
Frankrig	5	6
Schweiz	5	4

England skiller sig ud dels ved at ligge på en klar førsteplads (mens Tyskland og Frankrig er nede på 6. og 7. pladsen), dels ved at danske virksomheder har placeret dobbelt så meget i engelske virksomheder, som engelske investorer har placeret i Danmark.

Af tabel 1 fremgår det bl.a., at de samlede svenske direkte investeringer i Dan-

Landefordeling af direkte investeringer ultimo 1991 Tabel 1

	Danske i udlandet			Udenlandske i Danmark		
	Egen- kapi- tal	Øvrige mellem- værender, netto	I alt	Egen- kapital	Øvrige mellem- værender, netto	I alt
	Milliarder kroner					
Finland	0,3	0,3	0,6	1,1	0,6	1,7
Island	0,1	0,0	0,1	—	—	—
Norge	2,7	1,0	3,6	6,5	2,6	9,1
Sverige	4,9	2,3	7,3	16,0	5,0	21,0
<i>Nordiske lande i alt</i>	<i>8,0</i>	<i>3,6</i>	<i>11,7</i>	<i>23,7</i>	<i>8,2</i>	<i>31,8</i>
Belgien	0,4	0,3	0,7	0,2	2,3	2,6
England	18,2	5,3	23,5	10,1	1,8	11,9
Frankrig	3,1	1,8	4,9	5,5	0,9	6,4
Grækenland	0,1	0,0	0,1	—	0,0	0,0
Holland	3,1	1,4	4,5	5,3	5,3	10,6
Irland	3,1	— 1,1	1,9	0,0	0,5	0,5
Italien	0,3	0,4	0,7	0,1	0,3	0,5
Luxembourg	4,8	— 5,3	— 0,6	0,7	0,2	0,8
Portugal	0,8	0,2	1,0	0,0	0,0	0,0
Spanien	1,2	0,8	2,0	0,0	0,0	0,0
Tyskland	3,5	3,6	7,1	4,4	1,2	5,6
Sommerhuse mv. i udlandet* .	5,5	0,0	5,5	•	•	•
<i>EU-lande i alt</i>	<i>44,0</i>	<i>7,3</i>	<i>51,3</i>	<i>26,3</i>	<i>12,5</i>	<i>38,8</i>
Østeuropæiske lande	0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1
Gibraltar	0,7	0,2	0,8	—	0,0	0,0
Schweiz	4,6	0,6	5,1	2,5	1,7	4,2
Østrig	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
Øvrige europæiske lande	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1
Canada	2,3	0,3	2,6	0,0	0,0	0,1
USA	4,9	2,2	7,1	11,1	— 0,9	10,3
Mexico	0,3	0,0	0,3	—	0,0	0,0
Centralamerikanske lande	— 0,6	2,9	2,4	0,4	0,3	0,7
Brasilien	0,4	0,1	0,5	—	0,0	0,0
Øvrige sydamerikanske lande .	0,4	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Liberia	0,2	0,1	0,3	0,0	—	0,0
Øvrige afrikanske lande	0,2	0,3	0,5	—	0,0	0,0
Australien	0,6	0,1	0,7	0,0	0,0	0,0
New Zealand og Oceanien ...	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Hong Kong	0,6	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Japan	0,8	0,7	1,4	0,4	0,1	0,5
Malaysia	1,0	0,1	1,1	0,0	0,0	0,0
Singapore	0,8	0,2	1,1	0,0	0,0	0,0
Thailand	0,5	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Øvrige lande i Asien	0,7	0,3	1,0	0,5	0,0	0,5
I alt	71,0	19,5	90,5	65,3	22,0	87,2

mark androg 21,0 mia.kr., hvoraf 5,0 mia.kr. var lånemellemværender. Omvendt udgjorde de danske investeringer i Sverige 7,3 mia.kr. Når de svenske investeringer i Danmark er så relativt store, skyldes det ud over den funktion, Danmark har haft som brohoved mellem Sverige og EU, at SAS's investeringer i fly og anden realkapital i Danmark i statistikken er medregnet som en svensk direkte investering i en filial i Danmark.

I opgørelsen af danske investeringer i udlandet indgår indlændinges friværdisomme mv. i udlandet med 5,5 mia.kr. Da privatpersoner i praksis ikke har medvirket i Nationalbankens spørgeskemaundersøgelse, har det kun været muligt at opgøre disse aktiver skønsmæssigt med udgangspunkt i de gennem årene registrerede betalinger til udlandet vedrørende ikke-erhvervsmæssig ejendom. Betalingstallene indikerer, at størstedelen af disse ejendomme er beliggende i EU-området (især Spanien og Frankrig).

Ved opgørelsen af de direkte investeringer er der taget hensyn til, at der mellem den direkte investor og de virksomheder, der investeres i, kan være op til flere led (datter- og datter/datterselskaber), jf. bemærkningerne i indledningen om holdingselskaber i bl.a. Holland. Omkring 3 mia.kr. af de amerikanske investeringer i Danmark var således foretaget gennem selskaber i bl.a. Holland og Belgien. I tabel 1 er investeringerne fra USA således 3 mia.kr. højere, end de ville have været, hvis der kun havde foreligget oplysninger om direkte ejerskab. Investeringerne i Danmark fra Holland og Belgien er tilsvarende lavere. Ændringerne i landfordelingen af de udadgående investeringer, når der på samme måde tages hensyn til datter/datterselskaber, er ikke tilsvarende store.

I enkelte tilfælde er de udadgående øvrige mellemværender (koncernlån mv.) anført med negative beløb. Dette skyldes især, at finansielle datterselskaber i Luxembourg og Irland havde optaget lån på de internationale lånemarkeder og videreudlånt disse midler til moder- eller søsterselskaber i Danmark.

I tabel 5 og 7 (se side 24-25) er de direkte investeringer for de ovenfor nævnte otte lande med de største direkte investeringer ind i og ud af Danmark desuden fordelt efter hovedbranchegrupper. For eksempel var to tredjedele af de danske investeringer i England foretaget inden for finansiell virksomhed og øvrige erhverv, som bl.a. indeholder transport og øvrig servicevirksomhed, mens kun knap halvdelen af de samlede udadgående investeringer var foretaget inden for disse brancher.

Branchefordeling

Af de 90,5 mia.kr., som de danske investeringer i udlandet androg ved udgangen af 1991, var 20,8 mia.kr. investeringer inden for industri, jf. tabel 2. Udenlandske investeringer i dansk industri beløb sig kun til 15,1 mia.kr.

Under danske investeringer i fast ejendom i udlandet indgår 5,5 mia.kr. vedrørende sommerhuse mv., jf. ovenfor. Ses der bort herfra, men med tillæg af investeringer i bygge- og anlægsvirksomhed (byggegrunde mv.) androg de udadgående danske investeringer i fast ejendom mv. 7,3 mia.kr. Disse investeringer er

Branchefordeling af direkte investeringer ultimo 1991 Tabel 2

	Danske i udlandet			Udenlandske i Danmark		
	Egen-kapital	Øvrige mellem-værender, netto	I alt	Egen-kapital	Øvrige mellem-værender, netto	I alt
	Milliarder kroner					
Landbrug mv.	0,7	0,5	1,2	0,1	0,1	0,1
Råstofudvinding	0,3	0,1	0,4	5,7	0,0	5,8
Nærings- og nydelsesmiddelindustri ..	3,1	1,7	4,8	2,6	0,9	3,6
Kemisk industri	3,1	1,6	4,7	2,9	1,3	4,2
Maskinindustri	2,8	1,0	3,8	5,9	- 2,0	3,9
Øvrig fremstillingsvirksomhed	6,0	1,5	7,5	2,3	1,2	3,4
<i>Industri i alt</i>	<i>14,9</i>	<i>5,8</i>	<i>20,8</i>	<i>13,7</i>	<i>1,4</i>	<i>15,1</i>
Bygge- og anlægsvirksomhed	2,9	1,3	4,1	0,8	0,4	1,2
Handel og reparation	7,2	6,5	13,7	17,0	10,2	27,2
Hotel og restauration	1,6	0,5	2,2	- 0,4	2,5	2,1
Transport og kommunikation	4,9	5,0	9,8	6,9	0,9	7,7
Forsikring	3,7	- 0,2	3,5	9,5	0,2	9,8
Banker	7,5	•	7,5	0,8	•	0,8
Anden finansiel virksomhed	7,2	- 3,0	4,3	4,7	3,7	8,5
Fast ejendom	7,9	0,8	8,7	1,3	0,6	1,9
Øvrige tjenester	10,6	1,1	11,7	4,4	1,4	5,9
Øvrige erhverv	1,5	1,2	2,7	0,6	0,5	1,2
<i>I alt</i>	<i>71,0</i>	<i>19,5</i>	<i>90,5</i>	<i>65,3</i>	<i>22,0</i>	<i>87,2</i>

dermed små sammenlignet med tilsvarende svenske investeringer, idet ca. 40 pct. af de udadgående svenske direkte investeringer var sket inden for disse brancher.

De danske udadgående investeringer er i tabel 2 branchefordelt efter branchen for den virksomhed, der er investeret i. I tabel 6 (se side 24) er der foretaget en opgørelse af de udadgående investeringer fordelt efter både branchen i Danmark og i udlandet. Det fremgår således, at kun 13 mia.kr. eller godt 60 pct. af de samlede danske investeringer i industri i udlandet var foretaget af industrivirksomheder i Danmark, og at størstedelen af resten kom fra handels- og reparationsvirksomheder i Danmark. Omvendt havde danske industrivirksomheder som led i opbygningen af et distributionsapparat i udlandet investeret knap 6 mia.kr. i virksomheder inden for handel og reparation.

Finansiell virksomhed omfatter ud over kreditinstitutter og forsikringsselskaber mv. også holdingselskaber, der typisk er moderselskaber for ikke-finansielle selskaber. Investeringer i udlandet fra holdingselskaber i Danmark udgjorde godt 8 mia.kr. af de 16 mia.kr., som den finansielle sektor i Danmark havde investeret i udlandet. Af de udenlandske investeringer i anden finansiel virksomhed i Danmark på 8,5 mia.kr., jf. tabel 2, vedrørte de 4,5 mia.kr. holdingselskaber.

Oplysningerne om branchefordeling er for så vidt angår branchen i Danmark (både for danske virksomheder med investeringer i udlandet og for udenlandsk ejede virksomheder i Danmark) opgjort ved anvendelse af oplysninger fra Danmarks Statistiks erhvervsregister. Virksomheder, der opererer inden for flere brancher, er rubriceret efter den dominerende branche. De fleste oliekoncerner indgår således under handel og reparation, selv om nogle selskaber i koncernen driver efterforskning og raffinaderier, hvilket er forklaringen på den høje andel af norske investeringer i handel og reparation i Danmark, jf. tabel 7 (se side 25).

For de udadgående investeringer er branchefordelingen baseret på oplysninger direkte fra virksomhederne.

Ejer- og størrelsesforhold samt overskud

I tabel 3 er der foretaget en opgørelse af de direkte investeringer fordelt efter ejerandele og efter egenkapitalen i den virksomhed, der er investeret i, jf. bemærkningerne i indledningen.

Tabel 3 *Direkte investeringer fordelt efter ejerandel og størrelse af egenkapitalen ultimo 1991*

	Danske investeringer i udlandet			Udenlandske investeringer i Danmark		
	Antal ¹⁾	Egen- kapital	Øvrige mellem- værender, netto	Antal ²⁾	Egen- kapital	Øvrige mellem- værender, netto
		Milliarder kroner			Milliarder kroner	
<i>Ejerandel:</i>						
Nul (søsterselskaber)	91	•	0,5	1 742	•	1,2
Mellem 0,1 og 9,9 pct.	18	1,5	0,0	11	0,3	0,0
Mellem 10,0 og 49,9 pct.	377	8,2	0,8	153	7,2	0,4
50 pct.	169	0,8	0,4	61	1,9	0,1
Mellem 50,1 og 99,9 pct.	338	14,5	2,7	119	8,2	0,7
100 pct.	2 811	45,9	15,1	1 012	47,7	19,5
I alt	3 804	71,0	19,5	3 098	65,3	22,0
<i>Heraf filialer</i>	249	2,9	•	78	12,7	•
<i>Egenkapitalstørrelse:</i>						
Negativ	662	- 5,6	9,5	172	- 2,6	3,9
Nul	230	•	2,9	1 742	•	1,2
Mellem 0,1 og 49,9 mill.kr.	2 664	18,6	9,1	1 004	9,7	7,8
Mellem 50,0 og 499,9 mill.kr.	228	27,7	4,4	159	21,3	5,9
500,0 mill.kr. eller derover	20	30,2	- 6,4	21	37,0	3,1
I alt	3 804	71,0	19,5	3 098	65,3	22,0

¹⁾ Fordelt på 1.184 selskaber i Danmark. Eksklusive sommerhuse mv. i udlandet.

²⁾ Heraf 67 selskaber i udlandet, der sammen med mindst ét andet udenlandsk selskab havde ejerandele i et dansk selskab, således at 1.289 selskaber i Danmark var helt eller delvist ejet af udlændinge.

Det fremgår bl.a., at 20 udadgående investeringer fra Danmark enkeltvis oversteg 500 mill.kr. i egenkapital. Ses derimod på den egenkapital, de enkelte virksomhedsgrupper i Danmark havde anvendt på deres samlede direkte investeringer i udlandet, havde 23 virksomhedsgrupper hver for sig investeret mere end 500 mill.kr. i udlandet eller tilsammen godt 39 mia.kr. af de 71 mia.kr.

Knap 250 udenlandsk ejede virksomheder i Danmark havde samtidig udadgående investeringer. Af de 71 mia.kr. i udadgående investeringer i form af egenkapital hidrørte 8 mia.kr. fra sådanne virksomheder.

Antallet af udenlandsk ejede virksomheder i Danmark skal ses i lyset af, at virksomhederne så vidt muligt har indberettet konsolideret. Der er således flere etablerede virksomheder i Danmark end de nævnte 1.289 virksomheder (jf. note 2 i tabellen), der direkte eller indirekte mere eller mindre er ejede fra udlandet.

Tabel 8 (se side 25) indeholder en opgørelse af antallet af direkte investeringer fordelt efter branche. Sammenlignes med tabel 2 fremgår det, at der i gennemsnit fra udlandet var investeret mere egenkapital pr. virksomhed i Danmark (knap 50 mill.kr.) end danske virksomheder havde investeret pr. virksomhed i udlandet (20 mill.kr.). Selv om de anførte beløb skal tages med forbehold, jf. bemærkningerne om konsolidering af antal virksomheder, afspejler denne forskel især, at danske virksomheder havde etableret et stort antal salgsselskaber i udlandet med relativ lille egenkapital som led i afsætningen af dansk eksport. Gennemsnitsinvesteringerne inden for finansiell virksomhed samt råstofudvinding i Danmark var derimod som ventet relativt store.

I tabel 4 er foretaget en opgørelse af den andel af overskuddet i virksomheder, hvor der er foretaget direkte investeringer, som ejerne har modtaget, enten i form af udbytte eller i form af andel i værditilvæksten (konsolideringen) i virksomhederne. De meget store tab, der er registreret i 1991 både af danske investeringer i udlandet og i udenlandsk ejede virksomheder i Danmark, skal ses i lyset af, — at der også for andre lande har kunnet iagttages ugunstige regnskabsresultater for året 1991,

Andel af overskud i regnskabsåret 1991

Tabel 4

	Danske direkte investeringer i udlandet	Udenlandske direkte investeringer i Danmark
	Millioner kroner	
I alt	- 239	1 766
<i>Heraf:</i>		
Udloddet	2 023	3 694
Til konsolidering (ikke-udloddet):		
Overskudsvirksomheder	5 469	4 771
Underskudsvirksomheder	- 7 731	- 6 699

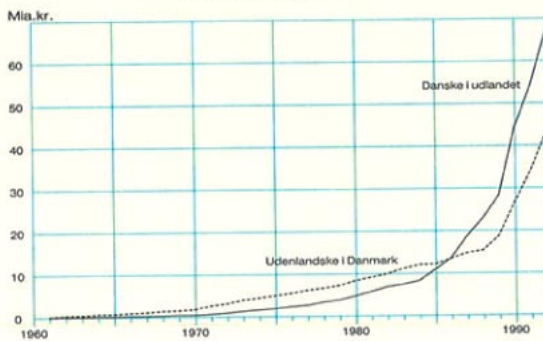
- at observationer for et enkelt år ikke må stå alene (tilsvarende opgørelser planlægges fremover til gennemførelse årligt), og
- at enkelte udenlandsk ejede selskaber i Danmark havde meget store tab på investeringer i udlandet, som er slået igennem på begge sider.

Sammenligning med andre opgørelser

Opgørelser af direkte investeringer mellem Danmark og udlandet har tidligere stort set alene været baseret på de årligt registrerede kapitalbevægelser. I figur 2 er foretaget en akkumulering af disse kapitalbetalinger siden 1960. Denne akkumulering indeholder kun betalinger, der har medført ændringer i egenkapitalforholdene, men ikke konsolidering eller valutakurs- og inflationsjusteringer af egenkapitalen.

De i denne undersøgelse pr. ultimo 1991 opgjorte regnskabsmæssige værdier af de direkte investeringer i form af egenkapital (71 mia.kr. for de udadgående og 65

Figur 2 *Akkumulerede direkte nettoinvesteringer 1960-91*



mia.kr. for de indadgående) er trods tabsgivende investeringer begge veje, som ventet større end de akkumulerede registrerede betalinger. Alligevel er det indtrykket, at de regnskabsmæssige værdier undervurderer de reelle værdier, jf. nedenfor, og at de udadgående investeringer er mere undervurderet end de indadgående investeringer. De udadgående investeringer lå således kun

godt 5 pct. over det akkumulerede niveau, mens de indadgående investeringer lå omkring 50 pct. over det akkumulerede niveau.

En væsentlig årsag til denne undervurdering kan tilskrives en forsigtig regnskabspraksis. Grundmaterialet giver ikke mulighed for at kvantificere denne værdiprosblematik, men det er indtrykket, at opjustering til markedsværdier (teoretisk børsnotering, jf. foranstående boks med definition af direkte investeringer) ville medføre en større opjustering af de danske ejerandele i udlandet end af de udenlandske investeringer i Danmark.

Statistik over direkte investeringer til og fra Danmark har som nævnt hidtil kun kunnet baseres på de registrerede betalinger. Mens dansk statistik først i opgørelser fra og med 1992 ud over egenkapitaloverførsler medtager koncernlån som direkte investering, har disse mellemværender på linje med opgørelser af ikke-udloddede overskud gennem mange år indgået i andre landes opgørelser af direkte investeringer. Sammenligning af statistik fra forskellige lande over direkte investeringer har derfor tidligere tenderet mod at undervurdere de danske ni-

veauer. Jævnfør bemærkningerne i indledningen viser det sig således også, at Danmark målt ved de nu foreliggende regnskabsmæssige værdier ligger midt i feltet af OECD-lande.

I forhold til opgørelsen af de direkte investeringer i Danmarks status over for udlandet, jf. tabellen side 12 i Kvartalsoversigten, maj 1994, er de udadgående investeringer i nærværende opgørelse forhøjet med 6,9 mia.kr., svarende til de danske pengeinstitutters investeringer i udlandet. Disse investeringer indgår i statusundersøgelsen som en del af pengeinstitutternes udlandsstilling, men er medtaget her, da der er tale om direkte investering. Der er således ikke tale om en justering af det i maj-oversigten angivne niveau for de direkte investeringer og dermed i Danmarks samlede nettopassiver over for udlandet.

I nærværende opgørelse er koncernlån mv. regnet netto. I forhold til maj-opgørelsen, der fuldt ud var opgjort på bruttobasis, er de udadgående øvrige nettoaktiver på 19,5 mia.kr. fremkommet ved fra bruttoaktiver på 30,5 mia.kr. at fratrække passiver på 11,0 mia.kr., jf. bl.a. den ovenfor omtalte låntagning i finansielle datterselskaber i udlandet. De indadgående øvrige nettopassiver på 22,0 mia.kr. er sammensat af bruttopassiver på 32,7 mia.kr. med fradrag af 10,7 mia.kr. i aktiver, bl.a. i form af tilgodehavender hos de udenlandske ejere og søsterselskaber vedrørende leverede varer og tjenesteydelser.

Tabel 5 *Danske direkte investeringer i udlandet
fordelt på branche og udvalgte lande ultimo 1991*

	Landbrug og råstof	Industri	Handel og reparation	Bygge og anlæg/Fast ejendom	Finansiel virk- somhed	Øvrige erhverv	I alt
	Milliarder kroner						
Norge	0,2	0,4	1,0	0,7	0,2	1,1	3,6
Sverige	0,0	0,7	1,9	0,3	0,2	4,2	7,3
England	0,1	4,5	1,3	1,9	5,6	10,0	23,5
Frankrig	0,1	1,5	0,9	0,4	1,8	0,2	4,9
Holland	0,0	1,1	0,6	0,8	0,3	1,6	4,5
Tyskland	0,1	2,1	1,7	1,9	0,6	0,6	7,1
Øvrige EU-lande	0,0	2,4	1,1	6,0 ¹⁾	0,4	1,4	11,3
Schweiz	—	0,8	0,9	0,0	3,3	0,2	5,1
USA	0,1	1,0	2,4	0,2	1,0	2,4	7,1
Øvrige lande	1,0	6,2	1,9	0,6	1,6	4,8	16,1
I alt	1,6	20,8	13,7	12,8	15,2	26,4	90,5

¹⁾ Heraf skøn over sommerhuse mv. 5,5 mia.kr.

Tabel 6 *Danske direkte investeringer i udlandet
fordelt på branche ultimo 1991*

	Branche i Danmark						
	Landbrug og råstof	Industri	Handel og reparation	Bygge og anlæg/Fast ejendom	Finansiel virk- somhed	Øvrige erhverv	I alt
	Milliarder kroner						
<i>Branche i udlandet</i>							
Landbrug og råstof	0,1	0,2	1,0	—	0,2	0,2	1,6
Industri	0,1	13,0	4,2	1,2	1,7	0,5	20,8
Handel og reparation	0,1	5,8	5,7	0,1	0,7	1,4	13,7
Bygge og anlæg/Fast ejendom .	0,0	1,9	0,6	8,9 ¹⁾	1,2	0,2	12,8
Finansiel virksomhed	0,0	1,3	0,4	2,8	7,4	3,4	15,2
Øvrige erhverv	0,0	1,2	10,6	0,3	4,7	9,6	26,4
I alt	0,2	23,3	22,5	13,3	15,9	15,3	90,5

¹⁾ Heraf skøn over sommerhuse mv. 5,5 mia.kr.

*Udenlandske direkte investeringer i Danmark
fordelt på branche og udvalgte lande ultimo 1991*

Tabel 7

	Landbrug og råstof	Industri	Handel og reparation	Bygge og anlæg/Fast ejendom	Finansiell virk- somhed	Øvrige erhverv	I alt
	Milliarder kroner						
Norge	0,1	0,9	6,9	0,1	0,3	0,9	9,1
Sverige	0,0	3,3	2,6	1,1	5,6	8,4	21,0
England	0,2	1,9	3,1	0,2	5,1	1,4	11,9
Frankrig	—	2,5	0,4	0,3	2,2	0,9	6,4
Holland	3,2	1,3	3,3	0,3	2,1	0,4	10,6
Tyskland	0,1	1,6	2,6	0,2	0,4	0,8	5,6
Øvrige EU-lande	0,1	0,6	2,4	0,1	0,4	0,7	4,4
Schweiz	—	1,2	1,8	0,7	0,3	0,3	4,2
USA	2,2	- 0,2	2,9	0,1	2,5	2,8	10,3
Øvrige lande	0,0	2,0	1,3	0,1	0,2	0,2	3,8
I alt	5,9	15,1	27,2	3,2	19,1	16,8	87,2

*Antal direkte investeringer (etableringer) fordelt
på branche ultimo 1991*

Tabel 8

	Danske i udlandet		Udenlandske i Danmark
	Branche i udlandet ¹⁾	Branche i Danmark ²⁾	Branche i Danmark ³⁾
Landbrug mv.	78	22	9
Råstofudvinding	19	8	22
Nærings- og nydelsesmiddelindustri	187	193	33
Kemisk industri	197	368	63
Maskinindustri	191	637	117
Øvrig fremstillingsvirksomhed	343	323	69
Industri i alt	918	1 521	282
Bygge- og anlægsvirksomhed	238	131	27
Handel og reparation	1 263	726	554
Hotel og restauration	48	25	17
Transport og kommunikation	317	199	58
Forsikring	41	28	28
Banker	29	25	7
Anden finansiell virksomhed	137	565	89
Fast ejendom	118 ⁴⁾	99	39
Øvrige tjenester	204	245	100
Øvrige erhverv	303	119	57
I alt	3 713	3 713	1 289

¹⁾ Antal etableringer i forskellige lande med forskellig branche, eksklusive mellemværender med søsterselskaber. Har samme danske virksomhed således to selskaber i samme land inden for samme branche, er der foretaget konsolidering til én samlet registrering.

²⁾ Som note 1, men fordelt efter branchetilknytningsforhold i Danmark.

³⁾ Jævnfør note 2 i tabel 3.

⁴⁾ Eksklusive sommerhuse mv.

Småpengekort

v/Jan Thorndal, Pengepolitisk Kontor

Indledning

Inden for de seneste ti år er der sket en markant ændring i danskernes brug af betalingsinstrumenter. Tidligere var checken stort set eneste alternativ til kontant betaling, men i dag anvendes betalingskort hyppigere end checks. Hverken checks eller betalingskort har dog kunnet fortrænge kontanterne som det mest benyttede betalingsmiddel til mindre betalinger.

Det bredt anvendelige småpengekort er et nyt betalingsinstrument, som er udviklet inden for de seneste år. Småpengekort er netop tænkt som et alternativ til brug af kontanter ved mindre betalinger.

I efteråret 1992 implementeredes det danske småpengekortprojekt DANMØNT. Efter en vellykket testperiode er den landsdækkende udbygning af systemet nu i gang.

Småpengekort

Småpengekort er en fællesbetegnelse for forudbetalte kort. Der skelnes overordnet mellem to korttyper, henholdsvis kort til brug i lukkede systemer og kort til brug i åbne systemer.

Det lukkede småpengekortssystem er det mindst avancerede. I det lukkede system er småpengekortet øremærket til betaling for én bestemt serviceydelse. Telefonkort og kort til offentlig transport er velkendte eksempler på denne type kort.

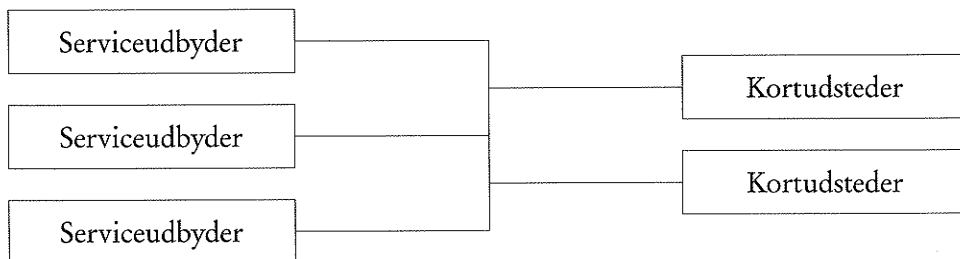
Det lukkede småpengekortssystem



I det lukkede kortsystem er kortudsteder og serviceudbyder normalt samme virksomhed, fx et telefonselskab. Fordelen ved det lukkede system er, at det er simpelt, billigt og let at sætte i drift. Den afgørende ulempe er, at det enkelte småpengekort har en meget begrænset anvendelighed.

I det åbne småpengekortssystem er småpengekortet bredt anvendeligt og kan således benyttes til betaling af en række forskellige serviceydelser. Det bredt anvendelige småpengekort går også under betegnelsen den elektroniske pung.

Det åbne småpengekortsystem



Det åbne småpengekortsystem er kendetegnet ved, at der er flere serviceudbydere og en eller flere kortudstedere (kortsælgere), som er uafhængige af hinanden. Den helt store fordel ved det åbne system er småpengekortenes generelle anvendelighed. Til gengæld kræver det åbne system en stor systemsikkerhed og en velfungerende clearingfunktion.

Selve småpengekortet vil normalt være et plastickort med samme dimensioner som et normalt betalingskort. Teknisk set kan kortet enten være et magnetstribe-kort eller et chipkort. Chipkortet er det foretrukne i småpengekortsystemer, hvilket ikke mindst skyldes, at chipkortet både teknisk og sikkerhedsmæssigt er magnetstribe-kortet overlegent.

Chipkortet findes i to versioner, henholdsvis som et hukommelseskort og processorkort. Hukommelseskortet er forholdsvis simpelt. Kortet kan kun oplades med værdi én gang og derefter løbende holde rede på kortets tilbageværende værdi. Processorkortet er langt mere avanceret. Et sådant kort kan genoplades, ligesom det kan indeholde andre funktioner end småpengefunktionen. Processorkortet kan fx samtidig fungere som småpengekort, adgangskort og abonnementskort.

EU-centralbankernes rapport om småpengekort

I februar 1993 nedsatte EU-centralbankerne en særlig arbejdsgruppe, som havde til opgave at undersøge de centralbankmæssige konsekvenser af småpengekort til brug i åbne systemer (den elektroniske pung). Resultatet af dette arbejde fremgår af en rapport om forudbetalte kort¹⁾, som blev godkendt af EMI-rådet og offentliggjort i maj 1994.

Rapportens hovedkonklusion er, at det alene skal være tilladt for kreditinstitutter at udstede småpengekort.

De enkelte EU-centralbanker kan dog under særlige omstændigheder dispensere fra dette krav og tillade udstedere, som ikke er kreditinstitutter. Det forudsættes dog i sådanne tilfælde, at systemet alene opererer i hjemlandet, at udstederen

¹⁾ Report to the Council of the European Monetary Institute on Prepaid Cards, 1994.

er underkastet behørig regulering, samt at udstederen er under tilsyn af samme myndighed, som i det pågældende land fører tilsyn med kreditinstitutter.

Konklusionen bygger på en analyse af de centralbankmæssige implikationer af småpengekortet. Analysen er opdelt i 3 områder: implikationer for overvågningen af betalingssystemerne, implikationer for pengepolitikken og konsekvenser af en reduktion i brugen af mønt og sedler.

Med hensyn til overvågningen af betalingssystemerne er indfaldsvinklen, at centralbankerne har en generel forpligtelse til at sikre stabiliteten og effektiviteten af de respektive landes betalingssystemer. Centralbankerne koncentrerer sig normalt ikke om systemer til detailbetalinger. Det er dog vigtigt, at sådanne systemer fungerer tilfredsstillende. I modsat fald kan der være en risiko for, at den generelle tillid til betalingssystemerne og betalingsmidlerne svækkes. Af denne grund bør der stilles krav både til udstederen og til betalingsinstrumentet.

Udstedelse af småpengekort (til brug i åbne systemer) kan i princippet sidestilles med modtagelse af indlån fra offentligheden. Der kan argumenteres for, at udstedelse af småpengekort også reguleringsmæssigt skal sidestilles med modtagelse af indlån og således kun skal være tilladt for kreditinstitutter. Alternativt kan det vælges at underkaste udstedere af småpengekort en passende, tilsvarende regulering, specielt med hensyn til likviditetskrav.

Omkring selve småpengekortet og kortsystemet bør der stilles krav til sikkerheden for at forhindre anvendelse af falske kort.

Den pengepolitiske betydning må forventes at blive beskeden, idet småpengekortet i realiteten blot erstatter andre former for penge, dvs. sedler, mønt og anfordringsindlån. På sigt kan der blive behov for at inkludere den udestående kortværdi i pengemængdebegrebet, men dette er mere af statistisk end egentlig pengepolitisk betydning.

Småpengekortet må isoleret set forventes at påvirke møntomløbet kraftigere end seddelomløbet. Småpengekortets påvirkning af seddel- og møntomløbet må dog ses i sammenhæng med påvirkningen fra andre betalingsinstrumenter, herunder især betalingskort. Det forekommer sandsynligt, at den samlede effekt af de nye betalingsinstrumenter bliver en gradvis reduktion i den relative brug af sedler og mønt. Da seddel- og møntomløbet er uforrentet, vil en eventuel reduktion i denne størrelse indebære et fald i centralbankernes og det offentliges „møntningsgevinst”.

DANMØNTsystemets udvikling

De første tanker om et dansk småpengekort blev offentliggjort i april 1989 i en rapport, der var udarbejdet af KTAS, HT og PBS i fællesskab¹⁾. Ifølge rapporten har et bredt anvendeligt småpengekort en række generelle fordele: Kortet er bekvemt for forbrugeren, det medfører en øget omsætning (i automater), det kan distribueres rationelt, og det indebærer en reduceret småpengehåndtering. Endvi-

¹⁾ KTAS - HT - PBS Rapport om småpengekort, 1989.

dere er kortsystemer kun i ringe grad udsat for hærværk. Ved siden af disse generelle fordele så de tre parter bag rapporten forskellige individuelle fordele ved småpengekortet: KTAS ville under alle omstændigheder skifte fra de sårbare mønttelefoner til korttelefoner, HT ønskede at skifte til billetteringsteknik på basis af plastickort, og PBS ønskede et system til små betalinger, som var billigere end Dankort-systemet. I rapporten konkluderedes det derfor, at KTAS, HT og PBS havde en specifik interesse i, at der blev udviklet et bredt anvendeligt dansk småpengekort, og at parterne ville have fordel af at samarbejde på en række områder.

Som en udløber af rapporten blev der i januar 1990 indgået en samarbejdsaftale mellem KTAS, på vegne af telefonselskaberne, og PBS, på vegne af pengeinstitutterne. Målet var i første omgang at konkretisere tankerne om det generelt anvendelige småpengekort.

I juni 1991 stiftedes aktieselskabet DANMØNT med henblik på den egentlige udvikling og implementering af småpengekortsystemet. KTAS og PBS indskød hver halvdelen af aktiekapitalen.

I perioden 1. september 1992 – 1. marts 1993 blev DANMØNT-systemet testet i Næstved. Testfasen forløb vellykket, og efter dens afslutning er systemets landsdækkende udbygning påbegyndt. I dag er DANMØNT-systemet til stede i 27 byer, inklusive København, og der er i alt 338 brugssteder.

Der er på nuværende tidspunkt udstedt ca. 147.000 DANMØNT-kort til en værdi af godt 14 mill.kr. Til sammenligning kan det nævnes, at møntomløbet i øjeblikket udgør 2,9 mia.kr. og seddelomløbet 28,5 mia.kr.

Indtil videre har alle DANMØNT-kort været ikke-genopladelige hukommelseskort, men det er planen at introducere det genopladelige processorkort i 1995.

DANMØNT-systemets opbygning

DANMØNT-systemet er et praktisk eksempel på et åbent småpengekort-system. Systemets opbygning kan illustreres som vist på omstående side:

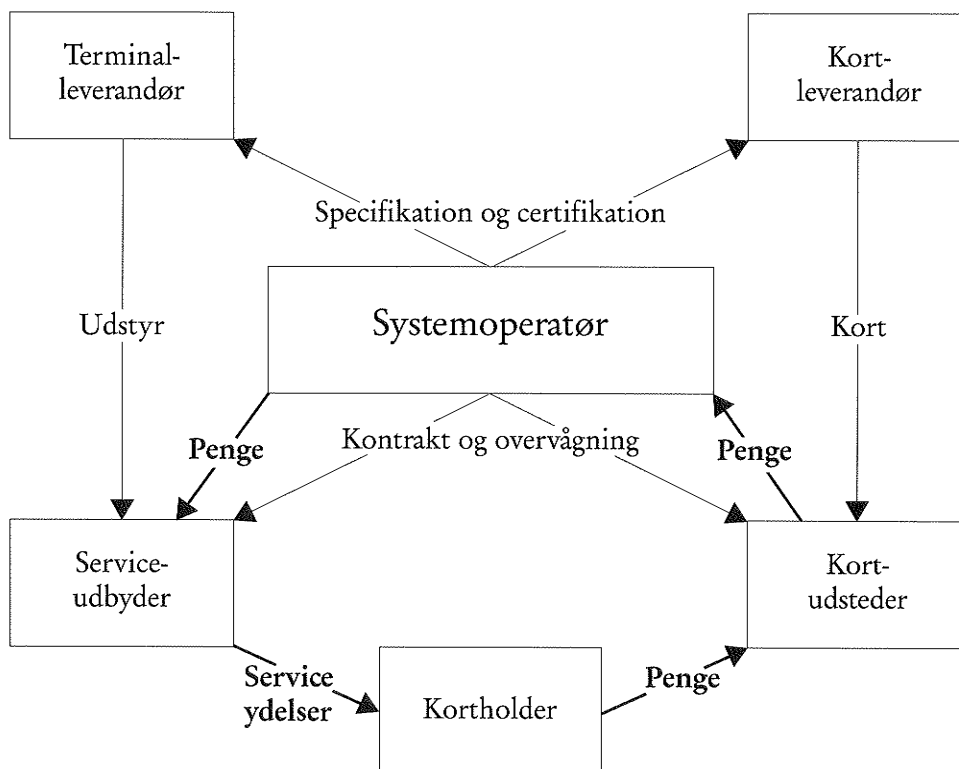
Systemoperatøren er systemets centrale aktør. Funktionen varetages af aktieselskabet DANMØNT. Systemoperatøren har to primære ansvarsområder. Det ene område er ansvaret for systemdriften, og det andet er ansvaret for specifikation og certifikation (godkendelse).

For så vidt angår systemdriften er systemoperatøren ansvarlig for det samlede DANMØNT-systems funktionalitet, herunder overvågning af systemsikkerheden, samt for clearing og afregning mellem kortudstedere og serviceudbydere.

Ansvaret for specifikation og certifikation indebærer, at systemoperatøren udfærdiger de tekniske specifikationer for kort og terminaler, som samtlige leverandører skal leve op til. Samtidig skal systemoperatøren certificere alt udstyr før ibrugtagning og al kortproduktion før opstart. DANMØNT producerer således selv hverken terminaler eller kort.

Kortudstederen (sælgeren) er ansvarlig for udstedelse, dvs. salg af kort. Kortudstederen vil typisk være et pengeinstitut eller et telefonselskab. Kortsalget kan

DANMØNT-systemets opbygning



ske fra kortudstederens egne afdelinger eller fra andre kortsalgsteder, fx kiosker, servicestationer eller detailbutikker. Kortudstederen skal aftage sine kort fra en af DANMØNT certificeret kortleverandør.

Kortleverandøren, der er certificeret af DANMØNT, fremstiller kort efter de givne specifikationer og leverer dem til kortudstederen til videresalg.

Serviceudbyderen (betalingsmodtageren) er forpligtet til at benytte udstyr, der er certificeret af DANMØNT og ligeledes forpligtet til at acceptere alle DANMØNT-kort. Principielt er der ingen begrænsninger i forbindelse med at blive serviceudbyder i DANMØNT-systemet. Det er dog en forudsætning, at serviceudbyderen har indgået kontrakt med DANMØNT.

Terminalleverandøren, der er certificeret af DANMØNT, fremstiller terminaler og udstyr efter de givne specifikationer og leverer dem til serviceudbyderne.

Kortholderen køber DANMØNT-kortet på et kortsalgsted og anvender det valgfrit blandt serviceudbyderne.

Da DANMØNT-systemet er et åbent småpengekortsystem, er det nødvendigt med en clearingfunktion, som sikrer, at de korrekte beløb bliver afregnet til ser-

viceudbyderne. Som nævnt ovenfor er det DANMØNT, der som systemoperatør er ansvarlig for clearingfunktionen i DANMØNT-systemet.

I praksis modtager DANMØNT den oprindelige, pålydende værdi af kortene fra kortudstederne i forbindelse med, at kortene bliver produceret hos kortleverandørerne. DANMØNT sørger herefter for korrekt afregning over for serviceudbyderne, efterhånden som kortene anvendes til betaling for serviceydelser.

Det er således systemoperatøren, som forvalter de forudindbetalte midler, ligesom det er systemoperatøren, som kortholderne har et krav på. Kortudstederne i DANMØNT-systemet er ikke på noget tidspunkt i besiddelse af de forudindbetalte midler. I DANMØNT-systemet er systemoperatøren derfor også ud fra en tilsynsmæssig betragtning den mest interessante aktør.

DANMØNT-systemet har en meget høj grad af systemsikkerhed. Dette afspejler sig blandt andet i, at DANMØNT fører et register over samtlige cirkulerende DANMØNT-kort på basis af en nummerering af de enkelte chips. Registret indeholder oplysninger om hvert enkelt korts tilbageværende værdi, og registret ajourføres løbende. Registret vil afsløre, hvis der anvendes et falsk kort, eller hvis et eksisterende kort sammenlagt anvendes for et større beløb end den oprindelige, pålydende værdi. Det skal bemærkes, at al registrering finder sted på baggrund af chip-numre. Det enkelte småpengekort er derfor stadig fuldstændig anonymiseret.

Regulering af DANMØNT

DANMØNT-kortet er på linje med andre betalingskort omfattet af Lov om betalingskort. Der er dispenseret fra de af lovens bestemmelser, som ikke umiddelbart er relevante i forbindelse med småpengekort.

Herudover fører Finanstilsynet tilsyn med den overordnede systemsikkerhed i DANMØNT-systemet. Dette tilsyn er af samme karakter som det tilsyn, Finanstilsynet fører med pengeinstitutternes edb-centraler og PBS.

Det er endvidere besluttet, at aktieselskabet DANMØNT tillige skal underlægges Finanstilsynets almindelig tilsyn. Industriministeriet forventer at fremlægge forslag til et nyt afsnit i Lov om visse kreditinstitutter, der specielt rettes mod udstedere af småpengekort. Beslutningen om at føre tilsyn med udstedere af danske småpengekort skal bl.a. ses i lyset af konklusionen i den ovenfor beskrevne rapport fra EU-centralbankerne.

Internationale overvejelser vedrørende betalingssystemer

v/Jesper Berg, Pengepolitisk Kontor

Når en kunde med konto i en bank betaler med check, Dankort eller lignende til en kunde med konto i en anden bank, medfører det en overførsel af penge fra den første bank til den anden bank. Til at foretage sådanne overførsler er der i alle lande opbygget en infrastruktur, som den almindelige kunde normalt ikke stifter bekendtskab med. Infrastrukturen har i mange år hver dag medvirket til gennemførslen af betalinger for meget store beløb uden problemer. Gennem de seneste år er man imidlertid i stigende grad blevet opmærksom på, at konsekvenserne af et sammenbrud i denne infrastruktur kunne blive alvorlige.

Denne erkendelse er bl.a. kommet til udtryk i en række rapporter fra G-10¹⁾ og EF's centralbankchefkomité. I rapporterne analyseres problemerne, og der opstilles minimumsstandarder for betalingssystemer. EF's centralbankchefkomités rapporter om betalingssystemer omhandler også andre aspekter vedrørende betalingssystemer, herunder konsekvenserne af det indre marked samt forberedelsen af den økonomiske og monetære union.

Det danske betalingssystem er blandt verdens mest moderne. Som på alle andre områder er der imidlertid løbende behov for justeringer. Overvejelserne herom må bl.a. tage udgangspunkt i den internationale udvikling, herunder at landegrænserne ikke er samme barriere som tidligere. Det er endnu for tidligt at sige, hvilke konkrete ændringer man kan forvente, men konsekvenserne for den almindelige bankkunde vil næppe være mærkbare.

Nedenfor skitseres strukturen i det danske betalingssystem, arbejdet i internationale fora opsummeres og hovedtræk af udviklingen i andre lande beskrives. Dernæst gennemgås de områder, hvor justeringer i den danske infrastruktur forekommer nødvendige.

Det danske betalingssystem²⁾

I det danske betalingssystem foregår afviklingen af pengeinstitutternes indbyrdes mellemværender over deres konti i Danmarks Nationalbank. Nationalbanken har således en central rolle i betalingssystemet. Tilsvarende forhold gør sig gældende i andre lande.

¹⁾ De ti største industrilande og Schweiz.

²⁾ For en mere detaljeret gennemgang kan henvises til „Payment Systems in EC Member States”, Basel 1992. Finansrådets publikation „Pengeinstitutternes åbne infrastruktur - Betalingsformidling”, København 1994, er en let tilgængelig gennemgang af betalingssystemet set fra et pengeinstitutperspektiv.

Centralbankernes rolle i betalingsformidlingen

For almindelige bankkunder synes seddeludstedelse utvivlsomt at være centralbankernes primære funktion i betalingsformidlingen. Centralbankerne har imidlertid også en anden vigtig opgave i forbindelse med betalingsformidling som følge af rollen som bankernes bank.

Historisk har tildeling af seddelmonopolet medvirket til at gøre centralbankerne til bankernes bank. Centralbankerne kan som de eneste tilføre likviditet, idet likviditet har form af fordringer på centralbankerne.

Centralbankernes rolle i betalingsformidling fremgår mere eller mindre eksplicit som en central del af formålsbestemmelserne i lovteksterne om centralbanker. I lov om Danmarks Nationalbank anføres således i formålsparagraffen, „at opretholde et sikkert pengevesen her i landet samt at lette og regulere pengeomsætning”. I Maastricht-traktaten nævnes som en af opgaverne for den europæiske centralbank „at fremme betalingssystemernes smidige funktion”.

Centralbanker beskrives ofte som „lender of last resort” for bankerne/banksystemet. Rollen som „lender of last resort” kan opdeles i tre – i et vist omfang sammenhængende – funktioner. Alle tre funktioner vedrører tilførslen af likviditet, men under forskellige omstændigheder.

Den første funktion er at sikre en tilstrækkelig likviditet i pengeinstitutsektoren som helhed (systemlikviditet).

Den anden funktion er tilførsel af likviditet til et enkelt pengeinstitut, der ikke selv kan fremskaffe likviditet til trods for, at systemlikviditeten er rigelig.

Den tredje funktion er tilførsel af likviditet inden for dagen til systemet som helhed med henblik på at lette afviklingen af betalinger mellem pengeinstitutterne. Det er denne og hertil knyttede funktioner, der er genstand for diskussion i artiklen.

Nationalbankens deltagelse i afviklingen sker hovedsagelig gennem tre systemer.

For det første DN-Forespørgselsservice, hvor pengeinstitutterne afvikler større interbank-betalinger (engrosbetalinger), fx pengemarkedstransaktioner og overførsel af større aftaleindlån. Der er tale om et såkaldt realtidsbruttoafviklings-system, dvs. at hver enkelt transaktion bogføres for sig i umiddelbar forlængelse af overførselsanmodningen. Pengeinstitutterne har via en skærmterminal direkte adgang til deres konti i Nationalbanken. Et pengeinstitut kan således fra sin egen terminal overføre betalinger fra sin konto til andre pengeinstitutters konti. Betalingerne kan gennemføres på et hvilket som helst tidspunkt mellem kl. 9 og 15.30. Nationalbanken accepterer for de fleste pengeinstitutter usikret kredit i løbet af dagen inden for visse grænser. Ved dagens slutning skal kreditten være dækket ind.

For det andet sumclearingen (check- og PBS-clearingen), hvor detailbetalinger afvikles mellem pengeinstitutterne, herunder checks og Dankort-transaktioner. Sumclearingen er et nettingsystem, hvor kun nettobeløbet for det enkelte pengeinstitut afregnes. Nettobeløbene gøres op én gang dagligt, hvorefter de bogføres på pengeinstitutternes konti i Nationalbanken. Pengeinstitutterne bogfører selv de underliggende detailtransaktioner før åbningstid og før bogføring af nettobeløbene i Nationalbanken. Nationalbanken har i praksis accepteret de træk på Nationalbanken, som sumclearingen har resulteret i.

For det tredje VP-clearingen, hvor betalingerne af handelen med værdipapirer afvikles. Afviklingen sker én gang om dagen og i form af nettobeløb. VP-clearingen er således også et nettingsystem. Afviklingen baseres på Værdipapircentralens opgørelse af betalingerne og sker umiddelbart efter kl. 9. Nationalbanken har også her – dog kun for de fondshandlere, der er pengeinstitutter – accepteret de træk på Nationalbanken, som VP-clearingen har resulteret i. Øvrige fondshandlere skal stille sikkerhed for clearingen.

Træk ud over de tidligere omtalte grænser for usikret kredit i løbet af dagen (i forbindelse med sumclearingen og VP-clearingen) skal hurtigt dækkes ind.

Beløb og antal transaktioner for de forskellige systemer fremgår af tabellen.

Det ses, at sumclearingen er præget af et stort antal transaktioner, men det gen-

*Beløb og transaktioner i de forskellige
betalingssystemer pr. dag i 1992*

	DN-Forespørgsels- service	Sumclearingen	VP-clearingen
Samlet beløb i millioner kroner ..	64.585	7.245	31.051
Antal transaktioner	1.407	1.474.075	13.043
Gennemsnitligt beløb i kroner ..	45.902.630	4.915	2.380.664

nemsnitlige beløb er relativt lille. I DN-forespørgselsservice er der betydeligt færre transaktioner, men det gennemsnitlige beløb er anseeligt. VP-clearingen ligger både for antal transaktioner og gennemsnitlige beløb mellem de to andre systemer. For alle systemer gælder, at de samlede beløb i løbet af en dag er betragtelige.

I alle systemer har man accepteret deltagelse af udenlandske pengeinstitutter, dog kun såfremt det udenlandske pengeinstitut er etableret i Danmark. Herudover har børsrådgivningsvirksomheder og enkelte andre kunnet deltage i DN-Forespørgselsservice og VP-clearingen, men kun pengeinstitutter har adgang til kreditfaciliteterne i Nationalbanken.

Drøftelserne i internationale fora

Risici i betalingssystemerne har gennem de seneste år været genstand for drøftelser centralbankerne imellem i forskellige fora. Sandsynligheden for et sammenbrud i et betalingssystem er lille, men konsekvenserne kan være alvorlige. Risikobegrænsning tillægges derfor stor vægt.

I G-10 sammenhæng konkretiseredes centralbankernes overvejelser om nettingsystemer i den såkaldte „Angell-rapport”¹⁾. Ved netting afvikles en række transaktioner ved nettobeløbet af transaktionerne (jf. sum- og VP-clearingerne). Netting kan antage mange former, fx bilateral netting (mellem to parter) og multilateral netting (mellem flere parter). Netting kan, afhængig af form og omstændigheder, medvirke til en reduktion af risici, da antallet af fordringer reduceres. I et nettingsystem opsamles typisk transaktioner over en vis periode. Hvis alternativet til netting er afvikling i realtid (fx gennem realtidsbruttoafviklingssystemer), indebærer netting en periode med øgede kreditrisici. Herudover er de juridiske konsekvenser af en konkurs af en deltager i et nettingsystem ofte vanskeligt overskuelige. Reduktionen i antallet af fordringer kan nemlig vise sig juridisk uholdbar.

For centralbankerne er det især et hensyn at undgå problemer for det finansielle system som helhed. Et pengeinstituts manglende evne til at afholde sine forpligtelser kan medføre, at andre pengeinstitutter heller ikke kan opfylde deres forpligtelser. Risiciene herfor kaldes „systemrisici”.

På den baggrund opstilledes i G-10-regi minimumsstandards for nettingsystemer, de såkaldte „Lamfalussy-standards”²⁾. Lamfalussy-standardsene sigter især på, at deltagerne skal kunne forstå og styre de forskellige risici. Der stilles bl.a. krav om, at det juridiske grundlag er afklaret, og at systemerne uden større forsinkelse skal kunne holde til, at den største deltager ikke gennemfører sine betalinger.

I EF-regi har man arbejdet videre med problemkredsen. Dette arbejde har bl.a.

¹⁾ „Report on Netting Schemes”, Basel, 1989. Både i denne rapport og den i note 2 nævnte rapport var udgangspunkter nettingsystemer for valutakontrakter, men analysen er lige så relevant for betalingssystemer.

²⁾ „Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries”, Basel, 1990.

*Minimumsstandarder for nettingsystemer
(„Lamfalussy-standarder”)*

- I. Nettingsystemer skal have et velfunderet juridisk grundlag i alle relevante retsområder.
- II. Deltagere i nettingsystemer skal have en klar forståelse af det pågældende systems påvirkning af hver af de finansielle risici, der berøres af nettingprocessen.
- III. Multilaterale nettingsystemer skal have klart definerede procedurer for styring af kreditrisici og likviditetsrisici, der specificerer de respektive ansvar for administratoren af systemet og deltagerne. Disse procedurer skal også sikre, at alle parter har både tilskyndelse til og mulighed for at styre og begrænse hver af de risici, som de har, og at grænser sættes på det maksimale niveau for de kreditrisici, der kan skabes af hver deltager.
- IV. Multilaterale nettingsystemer skal som minimum kunne sikre den daglige afvikling uden forsinkelse i tilfælde af, at deltageren med den største negative position ikke er i stand til at afvikle denne.
- V. Multilaterale nettingsystemer skal have objektive og offentliggjorte adgangskriterier, som sikrer fair og åben adgang.
- VI. Alle nettingsystemer skal sikre den operationelle holdbarhed af de tekniske systemer og tilstedeværelsen af back-up faciliteter, der kan gennemføre det daglige transaktions behov.

været drevet af to forhold. For det første, at 2. Bankharmoniseringsdirektiv muliggør grænseoverskridende deltagelse i betalingssystemer. Et pengeinstitut behøver således ikke at være etableret i Danmark for at deltage i det danske betalingssystem. For det andet, at et centralt element i ØMU vil være et sammenhængende system for overførsel af betalinger landene imellem.

EF-centralbankerne har aftalt, at værtslandets centralbank har ansvaret for overopsyn med betalingssystemet i det pågældende land. I følge 2. Bankharmoniseringsdirektiv er pengeinstitutter under hjemlandstilsyn. Der er derfor fastlagt en række procedurer for udveksling af oplysninger mellem værtslands og hjemlands myndigheder både under normale forhold og i krisesituationer.

EF-centralbankerne har endvidere skitseret en række principper for harmonisering af betalingssystemerne¹⁾.

¹⁾ „Minimum Common Features for Domestic Payment Systems”, Basel 1993.

Den grænseoverskridende adgang gør det hensigtsmæssigt at fastlægge nogle generelle fælles kriterier for adgangsbetingelser. Dermed mindskes risikoen for, at lempelige adgangskrav i et system gennem grænseoverskridende deltagere øger risiciene i et andet system. Endvidere begrænses mulighederne for diskrimination. Et af principperne er derfor, at med få undtagelser bør kun pengeinstitutter deltage direkte i betalingssystemerne. De mere konkrete adgangskriterier kan inkludere én eller flere af følgende betingelser: tilstrækkelig finansiel styrke, et vist minimum af betalinger, betaling af et deltagergebyr, teknisk og kreditmæssig godkendelse af ejer/operator af systemet samt at værtslandets centralbank kan godkende deltagelsen. Adgangsbetingelserne for alle systemer skal være offentligt tilgængelige, objektive og der må ikke diskrimineres på basis af nationalitet.

Med henblik på at mindske risiciene anbefales det, at der i hvert land er et realtidsbruttoafviklingssystem, samt at centralbankerne reducerer adgangen til usikret kredit. Nettingssystemer, der håndterer større betalinger, bør opfylde Lamfalussey-standarderne, og sikkerheden i andre betalingssystemer bør generelt forbedres. Endelig stilles forslag omkring juraen i betalingssystemer, åbningstider og prisstruktur.

Arbejdet med et sammenhængende system for betalinger mellem ØMU-landene, primært med henblik på den tredje fase af ØMU, er endnu på et foreløbigt stade. Uafhængigt af, at Danmark har en særstatus vedrørende ØMU's tredje fase, kan også dette arbejde få betydning for Danmark. Det er sandsynligt, at et fremtidigt system vil blive udformet med henblik på afvikling af engros-betalinger og vil bygge på en sammenkobling af nationale realtidsbruttoafviklingssystemer, samt at afviklingen vil foregå via konti i de nationale centralbanker.

Udviklingen i andre lande

I stort set alle centralbanker pågår der for tiden overvejelser om tilpasninger af de nationale betalingssystemer, bl.a. med udgangspunkt i arbejdet i de internationale fora. Det er kun et fåtal af lande, der som Danmark har et realtidsbruttoafviklingssystem. I en række lande arbejder man imidlertid på indførelsen af sådanne systemer.

I de fleste eksisterende og kommende realtidsbruttoafviklingssystemer yder centralbankerne kun kredit mod sikkerhed. I de lande, hvor der fortsat ydes usikret kredit, går udviklingen mod en begrænsning af denne. Dette gælder fx i USA og Sverige.

I Schweiz har man et realtidsbruttoafviklingssystem, hvor centralbanken ikke bidrager med likviditet inden for dagen. Det er endvidere planen at knytte dette system sammen med realtidsafvikling af værdipapirer. Erfaringerne fra Schweiz har været, at afviklingen i visse tilfælde ikke er forløbet gnidningsfrit. På den anden side har det også vist sig, at pengeinstitutterne har ændret adfærd. Der har således været et væsentligt fald i behovet for likviditet i forbindelse med afvikling af betalinger mellem pengeinstitutterne.

De færreste lande har endnu færdiggjort deres overvejelser omkring adgangskrav. I Sverige har Riksbanken dog for nylig tilkendegivet, at man åbner for deltagelse for pengeinstitutter, der ikke er etableret i Sverige. Dette er en medvirkende årsag til Riksbankens bestræbelser på at eliminere usikret kredit.

På det juridiske område er der en tendens til et klarere juridisk grundlag for betalingssystemerne. Således er det i stadig flere lande nu sådan, at netting-aftaler kan opretholdes ved en deltagers konkurs.

Justeringer i lyset af internationale overvejelser

De internationale drøftelser og udviklingen i andre lande giver anledning til overvejelser om justeringer i det danske betalingssystem. Nedenstående er opstillet en mulig handlingsplan for det danske betalingssystem i lyset af den internationale udvikling.

En handlingsplan for det danske betalingssystem

- | | |
|---------------------------|--|
| <i>Adgangskrav:</i> | - Tilpasses til grænseoverskridende deltagelse.
- Baseres på EF-centralbankernes anbefalinger. |
| <i>Risikostyring:</i> | - Sikres at sumclearing og VP-clearingen overholder Lamfalussy-standarderne.
- Reduktion af Nationalbankens kreditrisici. |
| <i>Juridisk grundlag:</i> | - Et klarere grundlag, herunder for netting. |

Det danske betalingssystem tager ikke højde for grænseoverskridende deltagelse, hvorfor det bliver nødvendigt at tilpasse adgangskravene. Det forekommer i den forbindelse naturligt at tage udgangspunkt i de principper, som EF-centralbankerne har skitseret.

På linje med udviklingen i andre lande synes der i Danmark at være behov for en klargøring og en begrænsning af risiciene i betalingssystemet.

Sumclearingen og VP-clearingen er nettingssystemer, og det bør sikres, at de overholder Lamfalussy-standarderne. Det betyder bl.a., at der bør overvejes procedurer for håndtering af situationer, hvor en clearingdeltager ikke er i stand til at honorere de krav, som clearingen medfører for den pågældende deltager.

De usikrede kreditfaciliteter, som Nationalbanken stiller til rådighed for betalingsafviklingen, og dermed også Nationalbankens kreditrisici, er relativt større end i andre lande. Herudover anbefaler EF-centralbankerne som nævnt en reduktion af centralbankernes usikrede kredit. Endelig forekommer den nuværende eksponering også uhensigtsmæssig ved en mere åben adgang til det danske betalingssystem.

En eventuel reduktion af adgangen til usikret kredit bør naturligvis ske under hensyntagen til, at afviklingen af betalinger i det daglige kan ske forholdsvis

gnidningsfrit. I vurderingen bør indgå både behovet for kredit inden for dagen og mulighederne for sikkerhedsstillelse.

Endelig vil et mere eksplicit juridisk grundlag for betalingssystemet være særdeles hensigtsmæssigt. Mere åbne adgangskrav vil således stille øgede krav til et klarere juridisk grundlag, herunder med henblik på at minimere problemerne ved konflikt mellem dansk og udenlandsk ret. På linje med udviklingen i andre lande bør man også seriøst overveje behovet for en bedre juridisk underbygning af netting.

European exchange rate cooperation

Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer¹⁾

Initiatives towards monetary union

European exchange rate cooperation during the 1972-93 period is unique in international monetary history.

It has been and will undoubtedly continue to be subject of a vast number of studies and differing interpretations.

I have attended the development at close range during the whole period, and have often had the advantage of discussing important issues with André Szász.

We have, of course, not always agreed, but we often had similar appraisals of basic problems.

The European exchange rate cooperation cannot be analysed solely as a regional fixed exchange rate system or a truncated Bretton Woods arrangement.

It had obviously that aspect, too, in that it has been considered an advantage for the participants to have fixed exchange rates vis-à-vis their major trading partners.

Within the EC, now the European Union, the driving force has, however, to a much larger extent been connected with the political aim of creating a monetary union among member countries. By strengthening monetary policy coordination and the scope for multilateral surveillance, a common exchange rate arrangement should, so to speak, become the spearhead of European economic and, eventually, political integration.

It has been considered a dogma that a fixed exchange rate system was a necessary condition for the development towards a monetary union—but of course not a sufficient condition—that would include the more ambitious requirements, namely the political will to converge in various politically sensitive areas.

All in all, however, fixed rates became the basis to build on.

Over time, four periods or waves of political initiatives can be distinguished as endeavours to move towards monetary union with a single monetary policy and irrevocably fixed exchange rates or a common currency.

The first, that was interwoven with the second, was the German initiative under Karl Schiller, Minister of Economics and Finance, to create a European system of block floating against the dollar in 1971.

¹⁾ Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyers artikel i bogen „Monetary Stability through International Cooperation. Essays in Honour of André Szász” i anledning af Szász's fratræden som medlem af direktionen i De Nederlandsche Bank.

In the end it was unsuccessful and had to yield to the attempt to re-establish the global fixed exchange rate system at the Smithsonian Agreement in December 1971.

The second was the blueprint based on the Werner Report of 1970.

This blueprint was adopted in 1971 and—in 1972—followed by the creation of the so-called snake exchange rate arrangement within the Smithsonian tunnel, and a political commitment to realize an economic and monetary union before 1980.

The objectives of the first stage of the economic and monetary union were never fulfilled and an agreement on the premises to enter into the second stage could not be reached. However, the snake survived—although in a battered form.

The third wave of initiatives came in 1978 with a German-French proposal to re-establish the European fixed rate system with participation of most EC member countries—the European Monetary System (EMS). The intention was to consolidate the arrangements and institutions no later than two years after the start of the scheme in a European Monetary Fund, which had several points of resemblance with a monetary union.

Again, the wider objective—the second stage of EMS—was withdrawn, but the exchange rate system survived.

The fourth round of political initiatives started with the Delors Committee in 1988 and was concluded with the Maastricht Treaty and the so-called Maastricht criteria.

Now, at long last the precise criteria for entering an economic and monetary union (“the EMU”) had been defined, and the road to EMU seemed to be cleared.

However, markets soon reacted and put pressure on the exchange rate system, mainly because it was increasingly considered doubtful whether there was sufficient political will to move towards EMU.

Following a year of unprecedented currency unrest and several attempts to keep the EMS intact, the authorities in Germany and France eventually gave in to market pressure and suspended the system.

Convergence and the defence of the exchange rate system

Over the years the debate about the exchange rate system and the conditions for realizing a monetary union has essentially focused on two groups of issues.

One is the yardstick for economic convergence, and the other the measures to be taken in order to defend the exchange rate system on the road towards an economic and monetary union.

On the first issue it can be said that differences of opinion were settled by agreeing on the Maastricht criteria regarding price stability, interest rate levels, public sector deficits and exchange rate behaviour. In essence, by agreeing on these criteria the stability-oriented model was adopted.

Convergence should be aimed at the best performers—and not at some kind of average among members.

Furthermore, the general philosophy implied by the Treaty was that fiscal policy should be used with great caution and that the problem of unemployment could not in a lasting way be solved by monetary and/or fiscal policy.

So much for the final criteria.

Turning to the other issue—the defence of the exchange rate system—achievement of currency stability, of course, hinges on a number of instruments.

Two of those instruments are of fundamental importance:

The first is monetary policy adjustment.

The second is the mutual commitment to unlimited short-term intervention.

To this must be added that in case of serious—or “fundamental”—disequilibrium, exchange rate adjustments must be undertaken promptly, but only as a last measure, when other instruments of adjustment fail.

The two basic instruments—monetary policy adjustments and unlimited intervention—have had features of asymmetry, which have dominated attitudes and eventually became decisive among the forces that led to the suspension of the system in August 1993.

The asymmetry regarding monetary policy adjustment is connected with the role of the Deutsche mark as anchor currency of the system.

Over the years, the Bundesbank has steadfastly pursued a counterinflationary policy—with success. Pressure from other countries to modify this policy in a way that could potentially have an adverse impact on domestic price developments and, hence, on the anchor role of the Deutsche mark has persistently been rejected.

The successful performance of the German economy and the gradual shift to similar policies by partner countries led to growing monetary stability in Europe.

However, in periods of major strains the asymmetric approach gave rise to difficulties for the decision-making process and thus the cooperative management of the system.

Limits to ex ante coordination

Until, in the final stage of EMU, a single monetary policy with a centralized decision-making process is established, the whole idea of central bank co-operation is that mutual consultation should take place before national decisions are taken.

This appears clearly from the Council Decision of 1964 which established the Committee of Central Bank Governors.

It is stated that consultations between central banks should take place “so far as possible, before any decisions are taken by the central banks”. Equally, measures should be examined before they were adopted.

The language was tightened further in the 1990 amendment, where it is specified that the Committee should “normally be consulted before the national authorities take decisions on the course of monetary policy, such as the setting of annual money supply and credit targets”.

It is important to note that it has not been possible to advance further than

Major instruments and policy measures to be applied in connection with the gradual realisation of Economic and Monetary Union

(Country: Denmark)

Instrument/policy measure	Who makes the decision? ¹⁾	Can under present provisions policies decisions be:			Can the decision-making power be transferred to Community bodies without changes in national legislation?
		communicated prior to implementation?	taken after consultation?	taken after coordination?	
Monetary policy					
Change in central bank interest rates	CB	Yes	Yes	Yes	No
Credit policy	CB+GOV	Yes	Yes	Yes	No
Reserve requirements	CB+GOV	Yes	Yes	Yes	No
Open-market operations ...	CB	Yes	Yes	Yes	No
Financing of government deficits	GOV (CB)	Yes	Yes	Yes	No
Government debt management	GOV (CB)	Yes	Yes	Yes	No
Exchange rate policy					
Change in central rates	GOV (CB)	} as a member of EMS these are common decisions			No
Change in intervention margins	GOV (CB)				No
Change in intervention credit mechanisms	CB (GOV)				No
Intervention policy	CB		Yes	Yes	Yes
Management of official reserves	CB	Yes	Yes	Yes	No
Fiscal policy					
Direct taxes	P	²⁾	Yes	No	No
Taxation of interest and capital income	P	²⁾	Yes	No	No
Indirect taxes	P	²⁾	Yes	No	No
Budget balance targets	GOV	²⁾	Yes	?	No
Other policy instruments and measures					
Incomes policy	GOV, P	²⁾	Yes	No	No

¹⁾ CB=Governor, Central Bank Board; GOV=Minister, Cabinet; P=Parliament.

²⁾ Government proposals can be notified when tabled.

consultation. In practise, ex ante agreement on major policy issues is not possible at present.

This was borne out by an investigation under the Delors Committee, where members were asked to reply to a questionnaire that was aimed at illustrating how far coordination could be carried.

The purpose was to identify how policy measures could be applied in such a way that a gradual realisation of Economic and Monetary Union could be achieved.

The questionnaire had the following form, and by way of illustration, the Danish answers to the questionnaire are presented (see table).

Even though the concepts are admittedly unclear, some conclusions can be drawn from the answers.

It seems evident that in no major policy area it would be possible to transfer decision-making power to Community bodies. This would require changes in national legislation and that is not foreseen until the final stage of EMU.

Furthermore, there are already under existing arrangements ample opportunities to consult and communicate between members. This is not surprising, given the whole idea of the Treaty of Rome.

The basic problem is, consequently, whether it is possible to come closer to the border-line where decision-making is transferred to a common body.

How far is it possible to advance on voluntary coordination?

Even though it is not meaningful to try to define the word coordination, it must at least include members' willingness to adjust their policies mutually and that some clarification is reached through the machinery of examining national policy plans.

The answers were not precise, but they convey the impression that there are narrow limits to how far ex ante coordination can be carried on a voluntary basis. It applies in particular to the anchor currency country, Germany. This has also been borne out by the behaviour pattern during recent years.

Short-term interest rates are consequently dominated by Germany and this asymmetry creates a problem because of differing national economic priorities among members. During the discussions in the Committee it has, however, generally been accepted that domestic economic pressure in Germany has justified the German monetary policy stance. Moreover, a loosening of German monetary policy with a view to easing tensions on partner countries' currency markets could erode the anchor role of the Deutsche mark to the detriment of all participants.

It seems hardly likely that coordination can be developed further until the final stage of Economic and Monetary Union is achieved, unless national legislations in the most important countries are amended.

There is much talk about cooperation and coordination of monetary policy, but the hard fact is that it is unlikely that members will go further than exchange of information and analysis of what has happened and what may happen.

In the Delors Report this question was summed up in the following way: "... under present national legislations no member country is able to transfer decision-making power to a Community body, nor is it possible for many countries to participate in arrangements for a binding *ex ante* coordination of policies"¹⁾

Intervention commitments

The second basic instrument is the commitment to unlimited mutual intervention.

The asymmetry in this respect is connected with the fact that interventions in support of weak currencies inflate the money stock in creditor countries. Normally, sales of Deutsche mark borrowed at the Bundesbank by other central banks have dominated the scene during periods of tension. Given the large amounts of intervention in the recent past, monetary policy in Germany has been affected.

The Bundesbank has often stressed that German monetary policy must be aimed at preserving price stability within Germany and that money creation in connection with interventions would run counter to this aim.

It must be recognized, however, that interventions over the last year—from the summer of 1992 to the fall of 1993—do not appear to support this view (see figure).

The graph is based on Bundesbank information and shows that the heavy interventions in September 1992 had a substantial impact on German M3, but that this was offset during the following months. The influence of the June-August 1993 interventions on M3 shows the same picture, but much less dramatic.

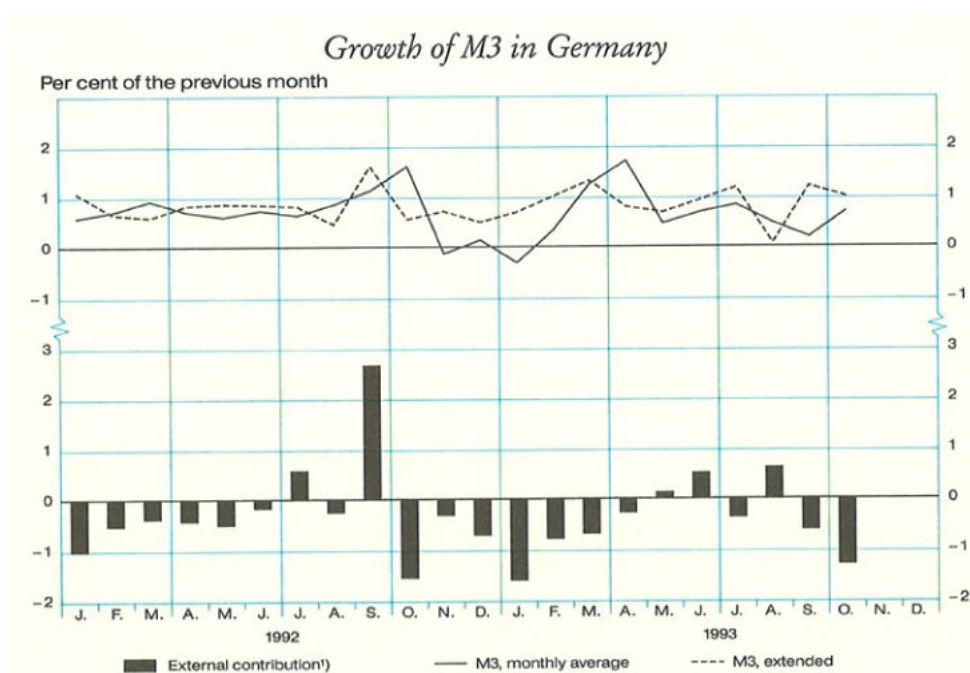
The increase in M3 is dominated by credit expansion from German banks and not by interventions in the exchange market. As the Bundesbank's own studies seem to suggest, monetary growth in Germany will only accelerate on a lasting basis if interest rates in Germany fall and/or if production and demand increase.²⁾ Thus, interventions do not seem to have a more lasting influence on monetary growth in Germany.

Conclusion

By way of conclusion, it can be said that the two asymmetries in the European Monetary System have been important in creating tensions and eventually have been decisive for the breakdown of the system.

¹⁾ Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989), Report on economic and monetary union in the European Community, (paragraph 61).

²⁾ Deutsche Bundesbank, Monthly Report, January 1993, p. 31.



Source: Deutsche Bundesbank.

¹⁾ Contribution from changes in net external assets of credit institutions and the Bundesbank.

The first is the fact that a single anchor system with only limited possibility of negotiating a common monetary policy means that participants have to adjust their monetary policy to that of the anchor.

Undeniably, this will from time to time create policy dilemmas.

The second—the intervention asymmetry—is felt to impair German monetary policy, but is probably less burdensome than often believed.

It is difficult to imagine that the first asymmetry can be solved, unless convergence reaches such a level that the singular anchor role of the Deutsche mark is substantially reduced.

The second asymmetry seems to be less of a problem and could be mitigated by changing the settlement rules in such a way that creditor countries are reimbursed in their own currencies, if they wish so.

Improved policies of convergence and amended settlement rules thus seem to be the key to re-establishing European exchange rate cooperation.

The Exchange Rate Mechanism after the Basle/Nyborg Agreement

Vicedirektør Henning Dalgaard¹⁾

Introduction

The decision by the finance ministers of the European Union and central bank governors on 2 August 1993 to widen the margins in the European Exchange Rate Mechanism to 15 per cent was the culmination of a year, where one crisis succeeded the other. In reality this decision meant that the exchange rate co-operation as we have known it for more than 20 years ceased to exist, and was replaced by something much vaguer and less binding. I shall try here to present my personal view on three questions:

- Why did the system work well for so long?
- What went wrong in 1992?
- Would it be possible—and desirable—to re-establish the system?

I shall put some weight on the practical and technical aspects of the problems, since they are not normally given much attention, but are nevertheless of considerable importance.

The main features of the ERM

Exchange rate stability always depends on the credibility of the authorities involved. The credibility of the ERM depended on the credibility of the participating countries and the credibility of the system itself.

The credibility of the exchange rate policy of a country depends on the economic situation and policies of the country. In the years prior to the summer of 1992 this credibility was strongly supported by a feeling in the market that the move towards Economic and Monetary Union was unstoppable, and that the risk of exchange rate changes therefore was minimal.

The credibility of the system was a consequence of the existing rules and understandings. The EMS Agreement between the central banks containing the rules of the system is very detailed, but there are a few simple features, which are decisive for the system's credibility.

Firstly, there is the clear and unconditional obligation to maintain exchange rates within the published limits.

¹⁾ Vicedirektør Henning Dalgaards artikel i bogen „Monetary Stability through International Cooperation. Essays in Honour of André Szász” i anledning af Szász's fratræden som medlem af direktionen i De Nederlandsche Bank.

Secondly, the ERM is a multilateral arrangement. Unilateral decisions on exchange rates are therefore, in principle, not possible. This limits of course the risk that any country would quickly decide to devalue its currency. This aspect of the arrangement was consciously enhanced by the procedure, which was decided for realignments. A realignment would take place only after a discussion in the Monetary Committee, and—more importantly—only after a meeting of all finance ministers and central bank governors had reached agreement on what to do. This procedure helped to convince the market that realignment decisions were not taken lightly, and that there was full agreement on decisions. Also the extensive procedure meant that, after a realignment another such decision was not likely to be taken in the near future because this would necessitate a new meeting of ministers and governors.

Finally, credibility was reinforced by the unlimited credit facilities made available for interventions at the margin, ensuring that a central bank would not have to stop intervening due to a shortage of funds.

In 1987 these rules were supplemented by an understanding between central banks on how exchange rates should effectively be defended—the famous Basle/Nyborg agreement.

The main idea of this understanding was that central banks should defend their currencies in a flexible way by using all available instruments, in particular:

- intervention to neutralize temporary and limited flows;
- interest rate changes to influence the cost of taking positions in a currency; and
- exchange rate movements—within the fluctuation band—to increase the exchange rate risk (the closer a currency comes to its lower limit, the bigger the likelihood that its next move will be a strengthening, provided of course that there is confidence in its central rate).

In the following years the skilful use of these instruments proved sufficient to handle many situations where pressure was built up.

It was recognized from the outset that these techniques had their limitations. If a situation developed where the market expected a substantial devaluation within a short period, it would be difficult to maintain stable rates, since even sizeable interest rate increases would weigh little compared to the expected gain.

In such a situation a country would have to improve credibility by tightening economic policy in general, especially fiscal policy. In some cases these measures might also have to be supplemented with a depreciation of the central rate.

Starting in the early eighties a practice had been developed to limit disturbances from central rate changes. Realignments were normally kept so small that speculation in a realignment would be uninteresting. With margins of 2.25 per cent, adjustments of up to 4.5 per cent would be possible without profit to speculators, provided that the devaluing currency before the realignment was near the

lower limit (which was typically the case) and that it moved close to the upper limit immediately after the realignment (which happened in many cases). Of course, exchange rate movements prior to and following realignments were not always so ideal. Nevertheless, on many occasions the modest size of realignments, combined with some shift in positions in the ERM band, gave rise to situations where speculators had little or no gain, even when they correctly foresaw a realignment.

To prevent acute exchange crises it was understood that realignments had to be timely. This meant that they should be made before the market became convinced that they were imminent.

Together, these rules and practices resulted in a situation, where realignment expectations were rare and speculations normally moderate, because the likely profit was small.

This does not mean, of course, that the system was perfect. In practice it was hardly ever possible to make a timely realignment, because the political resistance against devaluations was so strong that realignments normally took place only after severe pressure in the foreign exchange market.

Also, the ERM central banks never succeeded in agreeing on a common policy against the US dollar. As all ERM currencies necessarily had to move in step against third currencies, the result was basically that the dollar level was decided by the Deutsche mark/dollar rate.

Last, but not least, a prerequisite for fixed exchange rates was coordinated decisions on monetary policy, in particular the level of interest rates. In practice, this problem was resolved by Germany deciding on German interest rates and other countries adjusting their policies to that of Germany.

Developments in the ERM until the spring of 1992

Although there were a number of realignments in the ERM before January 1987, the rules and an increasing convergence between ERM countries ensured that they did not occur too often, and were normally modest in size. Most importantly realignments never went beyond a correction of a past deterioration of a country's competitive position. In fact in most cases the competitive position was only partly restored as countries preferred to use a relatively strong exchange rate to dampen inflation. There was never any attempt to make competitive devaluations.

From January 1987 to September 1992—that is for more than 5 years—the ERM went without realignments. In this period the Italian lira narrowed its margins from 6 per cent to 2.25 per cent, and the British pound, the Spanish peseta and the Portuguese escudo joined the system. Norway, Sweden and Finland demonstrated their interest in participating in the ERM by associating their currencies to the ECU. So on the surface the ERM did extremely well. More fundamentally, however, problems were building up.

Some of the participating currencies became increasingly less competitive. However, in the foreign exchange markets this was completely overshadowed by two factors. Firstly, the reunification of Germany weakened the German economy, relieving the pressure on the system. Secondly, confidence in the movement towards a monetary union led market participants to underestimate the exchange risk. International capital, therefore, moved to the weaker-currency countries, where interest rates were high. Without external pressure, no one wanted to take the initiative for a realignment.

At the same time different attitudes to monetary policy began to be felt. It is ironic, that at a time at which there was more convergence on inflation and growth than perhaps at any time in the history of European exchange rate co-operation, the differences in the approach to monetary policy should give rise to problems. In all countries inflation was relatively low and growth very slow. But although German inflation was only moderately higher than elsewhere, the traditional German aversion against inflation meant that Germany felt it necessary to follow a relatively tight monetary policy whereas most other member countries wanted lower interest rates.

The basic principles of the system were also undermined. The way the new members were taken into the system gave the impression that the central rates were decided by these countries alone, and that, therefore, the common commitment to these rates was smaller.

As a result of these factors, the stability of the system became very dependent on continued progress towards a monetary union.

Mounting tensions in the ERM

The troubles began on 2 June 1992, when a Danish referendum on the Maastricht Treaty resulted in a majority of no votes.

This invigorated opposition to the Maastricht Treaty in other countries, and gradually a feeling spread in the market that the establishment of EMU might not be so certain in the foreseeable future. This undermined the very high degree of credibility in the existing central rates, and the market started to look again at the fundamental economic situation in the different countries. The change of mood was reinforced by the fact that the Finnish markka had been devalued by more than 10 per cent in November 1991, the first major devaluation of a European currency for many years. This had reminded the market that major exchange rate movements were still a possibility.

During the summer the doubts about the future of EMU rose, and as the date of the French referendum on the Maastricht Treaty (20 September 1992) came closer—with increasing doubt about the result—the market became nervous.

This nervousness was first seen in the Italian market, where the lira came under pressure from early September. This looked like a traditional crisis, and

Italy reacted in the traditional way by raising interest rates, by letting the exchange rate decline within the band, and by intervening. Towards the middle of the month these interventions rose to unprecedented amounts, and it was decided to devalue the lira by 7 per cent against the other currencies.

Despite the fact that this was the most severe crisis in the ERM for many years, the decision was not taken according to the agreed procedure. No meeting was called for ministers and governors. Not even the Monetary Committee was called in. Instead the decision was taken after telephone concertation between the parties involved.

The use of this procedure was taken by the market as a sign that authorities were not willing to confront the problems of the system. Never before had a realignment decision carried so little credibility.

Only three days later the crisis re-emerged, now concentrating on the British pound, but once again also hurting the Italian lira. The major reason for this crisis was a widespread feeling in the market that two major member countries, i.e. Germany and the United Kingdom, were in basic disagreement, and that they were not willing to defend the existing central rate.

This time the reaction was fast, and very unusual. A meeting of the Monetary Committee was held, but again there was no meeting of ministers and governors. There was no attempt to seek a traditional solution with an adjustment of individual currencies. Instead the United Kingdom and Italy suspended their participation in the ERM.

One of the reasons for this dramatic decision after only a few days of tension was that capital flows—and therefore interventions—rose to a level far beyond what had been seen before.

There are many reasons for the huge capital flows.

During recent years exchange restrictions have been abolished and capital markets liberalised in most countries in the western world. As a consequence capital markets have been internationalised to an extent never seen before. Major investors like insurance companies, pension funds, investment funds, etc. have diversified their investments into a number of currencies.

Technically this has been possible because many markets have improved in liquidity, and because new information technology ensures instant information all over the world on almost any market.

With big outstanding positions, the consequences of a lack of confidence in a currency of course increase. There are much bigger positions to be unwound or hedged. And there is also a risk of much bigger speculative positions being built up in cases, in which an exchange rate adjustment is expected.

The quick and strong reactions of the market are partly the result of the fast flow of information, but even more they are a consequence of a move towards professional management of the enormous capital stock. Professional fund

managers are ready to react immediately and forcefully to hedge risks or to exploit profit possibilities.

Big and sudden capital flows were always caused by mistrust in the authorities' will—or ability—to maintain stable exchange rates.

During the last quarter of 1992 and the beginning of 1993 there were other cases of big capital flows. In these cases, however, the ordinary measures, sometimes combined with traditional adjustments of one or two currencies, were enough to quieten the situation.

During the spring of 1993 the situation seemed to normalize especially for the narrow band currencies. Tensions were decreasing in the currency markets and the exchange rates moved closer to the central rates. There was a considerable reflow of funds to countries which had been under pressure, and interest rates were declining in a number of countries to the same level as in Germany, or even lower.

The final break down of the ERM

However, in late June tensions reappeared once again. Interest rate differentials increased, and intervention became very substantial.

When tensions became acute in late July, a realignment was discussed in the weekend 31 July – 1 August. For the first time since January 1987 the full procedure was used. The possible solutions were discussed in a meeting of the Monetary Committee and the final decision was taken in a full meeting of finance ministers and central bank governors.

Unfortunately, it proved to be impossible to agree on a traditional solution, maintaining the rules of the system. After long and acrimonious discussions it was decided to maintain central rates unchanged, but to expand margins from 2.25 per cent (for Spain and Portugal 6 per cent) to 15 per cent. This was an enormous expansion of margins, allowing all countries to move much further than in any realignment since the beginning of the system in 1979. In reality it meant that the intervention limits were without relevance. There was no expectation that any of the currencies would reach the limits in the foreseeable future, and, consequently, the system of unlimited intervention credits was in practice abrogated.

In connection with the official widening of the margins, Germany and the Netherlands declared that they would nevertheless continue to observe the old 2.25 per cent margins between their currencies. As the Dutch guilder had not been near the intervention limits for more than 10 years this decision was of little practical importance.

The break down of the system came at a moment at which there was in many respects better convergence of the economies of the remaining participating countries than before, particularly concerning inflation and growth. In Germany, France, the Benelux countries, Ireland, and Denmark inflation varied

from below 2 per cent to below 4 per cent, and economic growth was also not far out of line, although regrettably at a very low level.

It is true that there was some apparent disagreement on the best monetary policy to follow as Germany seemed to prefer a somewhat stricter monetary policy than the other participating countries. The difference was, however, not that big. Germany did lower interest rates and although there was some grumbling, the other countries basically accepted to let Germany decide the speed of interest rate reductions.

At the same time it was generally recognized that the central rates between the remaining countries reflected the fundamental economic situation well. One can never tell what is the "correct" central rate between two currencies, but the existing rates were certainly well within the margin of uncertainty.

Under these circumstances, one can wonder, what caused the pressure to start in June, and especially why it intensified so much towards the end of July.

There were several reasons for this sudden turnabout in the mood of the market. The most important factor probably was that events gave the market the impression that there was a fundamental disagreement between Germany and France concerning the handling of the exchange markets. The level of activity in the German economy was seen to be improving. This of course lessened the pressure for lower interest rates in Germany, and it was feared that the Bundesbank would use this possibility for delaying further relaxation of its monetary policy. At the same time there was a widespread belief that Germany was not willing to continue to accept huge interventions, as they were seen as a threat to German monetary stability.

On the other side the French economy was seen as weakening, and the French authorities were supposed to be very eager to reduce interest rates and, therefore, presumably not willing to wait and follow the movements of the Bundesbank.

The mistrust of the market was reinforced as the market had just experienced a year, in which one government after another had made solemn statements that they would defend their currency forever, only to give in to pressure shortly after. Often these policy-reaffirmations were followed by depreciations of considerable size, giving rise to enormous profit to speculators. This led to a loss of credibility in public statements. In particular, authorities were unable to convince markets that they were willing and able to continue to maintain strict monetary policies despite their weak economies.

The market therefore got the impression that the countries with weaker currencies might not be willing to fulfil the conditions for remaining in the system, while the country with the strong currency (Germany) was wavering in its support for the system.

As a result capital flows surged in late July, leading to the decision to widen the margins.

Lessons from the crises

From the first days of the exchange rate cooperation there have been some critics, who have insisted that a system with fixed—but—adjustable exchange rates cannot survive for long, because tying exchange rates together requires more convergence and coordination than countries are willing to accept.

After the break down of the system these critics must feel that their point has been proven. But is this really the lesson from this crisis? A number of factors are relevant in evaluating the events.

Firstly, the fact that five countries lived happily with exchange rate cooperation, from the beginning in 1972 until 1993, shows that the system had some ability to survive.

Secondly, the system was not always handled well, and not always according to the agreed rules. A more convincing handling by the authorities—especially since the autumn of 1992—might have made a difference.

Thirdly, the huge capital flows that preceded the break down were caused by market expectations of aggressive interest rate reductions in a number of countries, with resulting declines in exchange rates. These soft interest rate policies have not materialized, and exchange rates have in practice only briefly and to a very limited extent moved away from the old limits. So if authorities would have had sufficient credibility at the time when they declared that they would maintain a firm monetary policy, the pressure might not have come up. It should not be forgotten that the suspicion of the market was not pure imagination, but was based on conflicting signals sent out by ministers, central banks and politicians.

Fourthly, the Deutsche Bundesbank was perhaps unnecessarily scared by the big interventions. If the central rates were reasonable—and all countries seemed to concur on this—and if the involved central banks were willing to make position-taking expensive, the flows should have been shortlived and, therefore, of little consequence for monetary conditions in Germany.

Perhaps the fundamental problem was that the system was too successful for a while—from 1987 to 1992—and that therefore all—authorities, markets, etc.—came to expect too much from it.

When the exchange rate cooperation was established no one had expected—or wanted—the system to ensure absolutely fixed exchange rates. It was acknowledged that as long as economic development differed from one country to another, exchange rate adjustments would be necessary from time to time. The benefits of the system were that it helped to concentrate the political will in the weaker countries on improving convergence with the strongest countries, and contributed to the avoidance of erratic fluctuations in exchange rates. In these two respects the system worked well. In the weaker countries it did help foster anti-inflationary policies, and exchange rates did move much more smoothly than one normally sees between floating currencies. The system also succeeded

in preventing competitive devaluations. In fact, the development since 1992 has shown how wild fluctuations in the foreign exchange markets can be without a properly working system. The two currencies which left the system—the Italian lira and the British pound—depreciated by about 25 per cent and 15 per cent respectively, although the pound has recovered somewhat lately. And even currencies remaining in the system have moved excessively: the Spanish peseta has depreciated by almost 25 per cent. Even if such exchange rate movements cannot be called competitive devaluations as the countries had to give in to market pressure, they certainly are a sign of disorderly exchange markets.

From this perspective it is regrettable that the system has been discarded so lightly, and at a moment where the need for such drastic action was not really there. Developments after 2 August confirm this view. Even without the support of the system, exchange rates moved significantly away from the former limits for only a brief period. With full support from all participating countries it should have been possible to maintain the limits.

Nevertheless, now that the system is no longer operative, it may not be so easy to reinstate it. For the time being there seems to be very little support for the idea of returning to narrow margins any time soon. Indeed, there is some thought that one might move directly from the present situation to a monetary union.

However, opinions may change again, and it may be worth giving a few thoughts to the way a system with narrow margins should work. Even if a few selected countries might be willing and able to establish a monetary union soon, a narrow margin system might be useful for those countries which could not join immediately.

Also, one should not exclude the possibility that the way to the monetary union might take longer time than hoped for. In that case there would be a risk that countries with floating exchange rates will prove to be less rigid in their anti-inflationary policies. Not immediately, of course, but who can guarantee what will happen in a few years time after the next election?

There are still good reasons to try to seek stability in exchange rates—and in particular between the currencies of the European Union, and it is still likely that the existence of a framework for cooperation, such as the ERM, will promote such stability. It would indeed be surprising, if the result were to be that the last 20 year-long struggle to make the exchange rate cooperation work were to be discarded entirely.

The importance of the ERM has extended far beyond the simple exchange rate cooperation. In fact, much of European economic policy cooperation has been centered around the ERM, and one should not underestimate the risk that this cooperation could degenerate if the ERM remains inoperative for any length of time.

Conditions for a return to ERM

It is, of course, possible to imagine different rules for an exchange rate system. Personally I see, however, no reason to discard the ERM. A lot of thought has gone into the creation of the snake system back in 1971, and the technical foundation was strong enough to survive the change into the EMS in 1979. It will not be easy to improve upon the basic rules as they are today, although naturally, there are details, which could be discussed. To make a return to the ERM with narrow margins a success requires, however, not so much changes of rules as a return to the original fundamentals of the system.

First and foremost, the central rates from the outset must be accepted by the market as being reasonable. This still leaves room for some choice, since the fixing of central rates is not an exact science, and since the acceptable level will depend on policy choices in the different countries.

The primary condition for having the market accept the central rates is that all participating countries are seen to be fully endorsing them. There should, therefore, be no unilateral fixing of central rates. It should also be made clear to the market that all governments and central banks are in full agreement on the central rates, and that all central banks are ready to defend these rates to the extent necessary, using all available instruments. This implies that countries which see their currency weaken must be willing not only to intervene, but also to increase interest rates in order to make speculation more expensive. Countries with rising exchange rates should accept even very substantial intervention sales of their currency without complaint. These points are essential, because experience has shown that crises become dangerous if only there is doubt about the will of the authorities to defend the rates.

In the perfect world, necessary interest rate changes would be distributed among strong and weak countries according to mutual agreement. In real life the system could survive as it is at present, where Germany decides its own rates and all others adjust to that. The working of the system will, of course, be facilitated to the extent that Germany finds it possible to take the situation in the ERM into consideration in setting interest rates.

As regards the use of intervention, there may be good arguments in favour of intramarginal intervention to counteract moderate and short-lived pressures. But if tensions take on a substantial size, exchange rates should normally be allowed to move to the intervention margin. Provided that there is confidence in the central rates, this will increase the exchange risk for speculators. The Danish experience confirms this reasoning. For several years Danmarks Nationalbank consistently used the whole fluctuation band. When signs of pressure appeared, the rate of the krone was allowed to move to its lowest level, with the effect that domestic customers always supported the krone as they were confident that the

central rate would be maintained and that the krone's weak position in the band was a good opportunity to sell foreign currency. Unfortunately, foreigners were not always equally convinced of the stability of the central rate. The main argument against letting the rate move to the limit, is that it is seen as a sign of weakness and that the exchange rate movement will tend to increase the problem. This attitude has developed, however, precisely because central banks have defended intramarginal rates, often at a high cost. If it was normal practice that rates were allowed to move to the margins when there was a surplus demand or supply in the market, then the drama of reaching the margin would disappear. This was by the way how the system was intended to work from the outset.

It should be important that central rates are credible, not only at the restart of the system, but also at any time in the future. It should therefore not be accepted that the credibility of exchange rates is undermined by a gradual deviation of cost developments and other macroeconomic variables. Necessary adjustments should be made in a timely manner, i.e. before sizeable speculation gets started. Great care would need to be taken to ensure that all changes are presented as agreed conclusions after careful deliberations at the highest level.

The conditions mentioned here basically mean unchanged rules, but stronger will to follow the rules. There may be other less important rules, which could be changed, for instance concerning the length and remuneration of intervention credits. Whereas the right to unlimited intervention credits is very important for the credibility of the system, the exact details matter less. With very liquid international capital markets, any ERM country is in a position where it can raise any amount of foreign currency in the international capital markets very quickly. Should potential creditor countries find quick repayment of intervention credits important to safeguard their monetary policy, official intervention credits need not run for more than a short period.

It is often said that the enormous amount of capital, which is floating around in the world, makes it impossible to defend fixed exchange rates. I do not think that this is true. Capital flows are decided by a big number of companies and persons. It seems unlikely that they would be able to gang up to bring down a currency. But if situations arise where it looks likely that the possible gain far outweighs the cost (in the form of an interest rate differential and a risk premium) many will—independently—try to get a share of the profit. So countries should take care to ensure that it never looks likely that they will have to accept a sizeable devaluation soon. This was the situation in the years from 1987 to 1992 where capital flows gave rise to few cases of serious pressure in the ERM.

So my conclusion would be that the break down of the ERM was not due to technical problems, but to a lack of political will to fulfil the conditions which would allow the system to work. It might even have been sufficient if public statements had been more supportive.

It will be more difficult, but not impossible, to re-establish the system, provided that the political will is there. This may be unlikely for the time being, but the advantages of a system to promote exchange rate stability are big enough to make it worth—while hoping for a new political initiative. Perhaps an opportunity will arrive when the European economies start to expand again, hopefully in the not too distant future.

Tabeller og figurer

Ultimo ¹⁾	Aktiver				Passiver			
	Danmarks internationale likviditet ²⁾		Udlån ³⁾ 4)	Obligationer og aktier ⁵⁾	Seddel- og mønt-omløb	Indlån ³⁾ 6)	Indskuds-beviser ³⁾	Staten
	Guld	Netto- fordringer på ud- landet mv.						
Millioner kroner								
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
April	4 241	60 536	65 233	38 519	30 329	2 712	35 401	58 088
Maj	4 241	60 374	76 560	41 530	30 793	15 875	24 487	68 645
Juni	4 240	60 493	64 038	51 101	31 458	15 924	28 146	61 626

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene 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 genkøbs-konti.

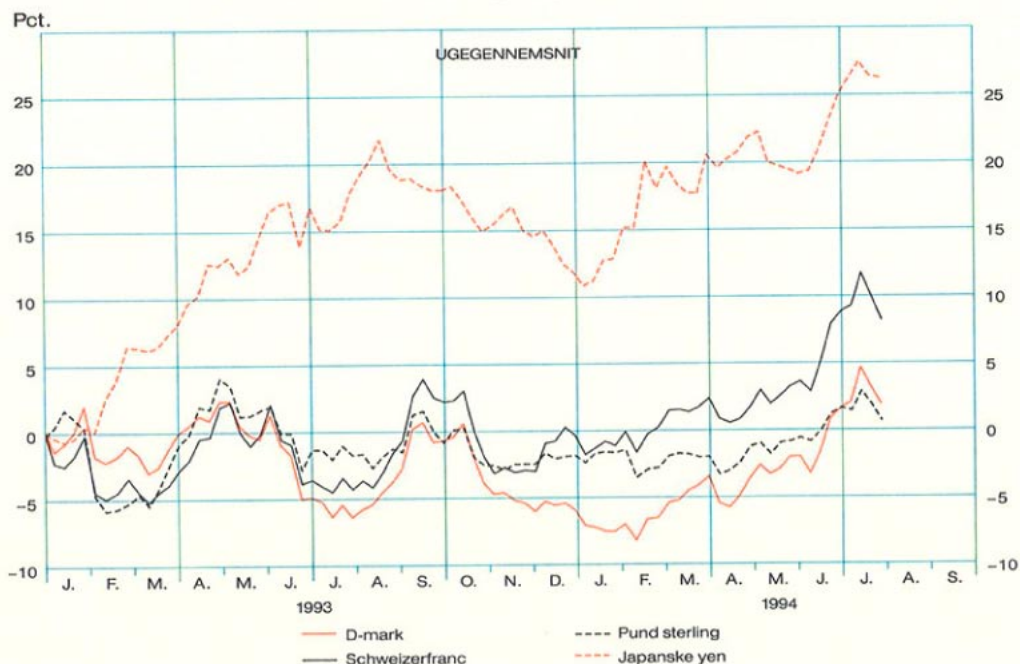
	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
<i>ECU (XEU)</i>			<i>SDR (XDR)</i>			<i>US-dollar (USD)</i>			
1990.....	787,37	798,00	778,15	838,80	873,45	817,14	618,53	667,60	563,60
1991.....	791,55	797,40	785,15	874,70	929,13	814,57	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 2. kvrt. ..	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
2. — ..	755,31	759,98	750,71	921,09	939,94	900,37	650,63	672,15	619,80
April ...	757,97	759,98	756,78	935,33	939,94	930,19	666,59	672,15	657,90
Maj	754,45	756,76	753,28	918,46	923,66	912,18	649,08	655,55	643,50
Juni	753,91	756,91	750,71	911,85	921,60	900,37	639,00	655,00	619,80
Juli.....	750,78	751,52	749,88	898,99	909,99	886,44	616,97	629,45	600,80
<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 2. kvrt. ..	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
2. — ..	978,62	992,56	961,22	391,85	393,58	390,30	83,37	85,13	80,95
April ...	986,99	992,56	975,13	392,08	393,58	391,13	84,47	85,13	83,69
Maj	976,20	984,64	969,36	391,48	392,14	390,96	84,09	84,99	82,72
Juni	973,98	986,43	961,22	391,98	392,99	390,30	81,82	82,71	80,95
Juli.....	953,15	965,58	943,88	392,87	393,59	392,14	79,42	80,43	78,61
<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 2. kvrt. ..	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
2. — ..	90,33	90,60	90,06	114,52	114,95	114,06	19,034	19,112	18,961
April ...	90,40	90,56	90,31	114,44	114,91	114,30	19,043	19,112	18,987
Maj	90,32	90,42	90,14	114,33	114,65	114,06	19,020	19,043	18,998
Juni	90,27	90,60	90,06	114,74	114,95	114,53	19,040	19,087	18,961
Juli.....	89,84	90,15	89,60	114,65	115,00	114,46	19,061	19,111	18,994
<i>Schweizerfranc (CHF)</i>			<i>Hollandske gilden (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 2. kvrt. ..	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
2. — ..	462,26	468,63	457,30	349,25	350,50	348,12	0,4055	0,4131	0,3954
April ...	462,92	466,99	459,51	349,14	350,19	348,54	0,4095	0,4131	0,4043
Maj	459,27	461,48	457,30	348,83	349,67	348,42	0,4069	0,4095	0,4031
Juni	464,43	468,63	461,50	349,71	350,50	348,12	0,4009	0,4060	0,3954
Juli.....	465,55	468,69	461,87	350,25	350,83	349,55	0,3941	0,3966	0,3898

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

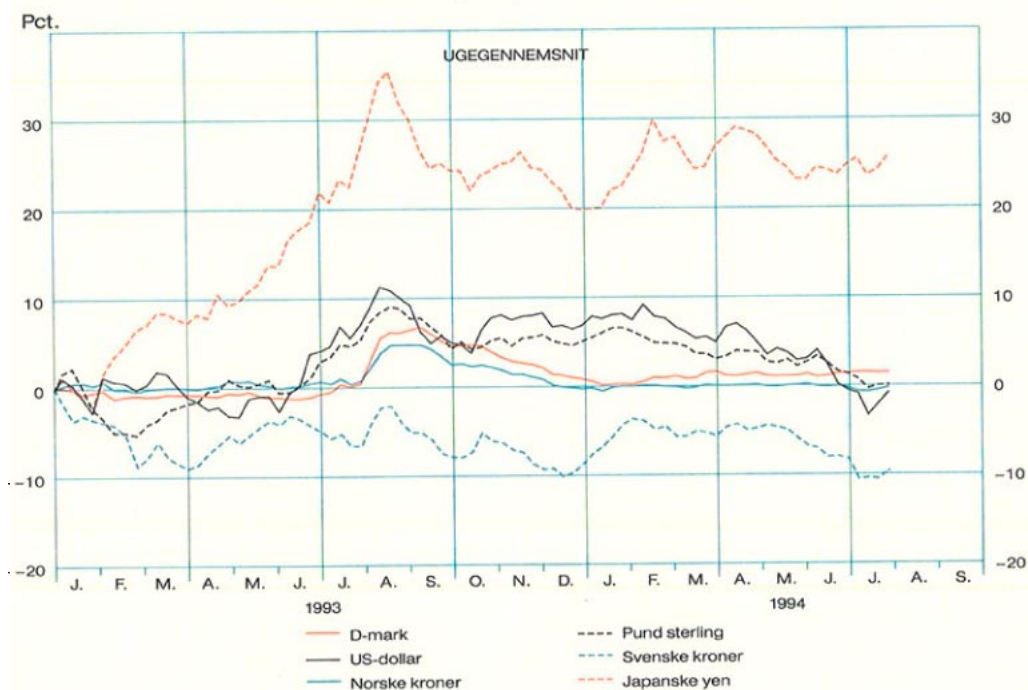
grundlag af markedskurserne. SDR-kursen er beregnet på basis af middels-/markedskursen på de valutaer, der indgår.

	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	54,304
1993 2. kv. ...	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. kv. ...	120,01	122,12	116,97	9,24	9,32	9,14	55,472	55,992	55,078
2. — ..	119,62	121,91	116,43	9,16	9,26	9,03	55,707	55,944	55,479
April ...	121,29	121,91	120,51	9,24	9,26	9,21	55,737	55,944	55,605
Maj	120,02	121,20	118,46	9,15	9,19	9,10	55,661	55,753	55,588
Juni	117,89	118,71	116,43	9,10	9,17	9,03	55,723	55,874	55,479
Juli.....	118,61	119,34	116,98	9,00	9,06	8,95	55,843	55,950	55,729
<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 2. kv. ...	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. kv. ...	4,764	4,818	4,642	3,837	3,879	3,777	501,72	519,41	476,00
2. — ..	4,775	4,847	4,717	3,802	3,877	3,741	470,88	488,33	446,32
April ...	4,821	4,847	4,793	3,840	3,877	3,825	482,37	488,33	476,54
Maj	4,754	4,811	4,717	3,792	3,815	3,768	470,24	476,94	464,29
Juni	4,755	4,790	4,717	3,781	3,822	3,741	462,05	477,97	446,32
Juli.....	4,760	4,773	4,736	3,823	3,851	3,809	446,18	455,89	434,04
<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 2. kv. ...	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. kv. ...	6,2476	6,5723	5,9846	960,47	975,22	943,72	2,698	2,719	2,670
2. — ..	6,3003	6,5070	6,1579	955,19	964,25	942,77	2,638	2,680	2,564
April ...	6,4379	6,5070	6,3779	956,58	964,25	942,77	2,673	2,680	2,666
Maj	6,2614	6,3726	6,1579	954,72	962,21	945,81	2,642	2,666	2,564
Juni	6,2229	6,3244	6,1638	954,49	963,83	947,70	2,606	2,643	2,568
Juli.....	6,2580	6,3478	6,1659	941,86	953,11	934,55	2,601	2,609	2,595
<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 2. kv. ...	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. kv. ...	475,87	494,39	459,24	383,13	395,50	370,60			
2. — ..	471,75	486,77	448,43	378,65	389,40	365,28			
April ...	477,44	486,77	466,94	379,32	383,39	374,53			
Maj	469,91	475,75	455,98	378,85	383,81	371,23			
Juni	468,77	482,93	448,43	377,92	389,40	365,28			
Juli.....	453,26	465,22	441,47	370,71	378,46	361,93			

Valutakursudviklingen i forhold til dollar

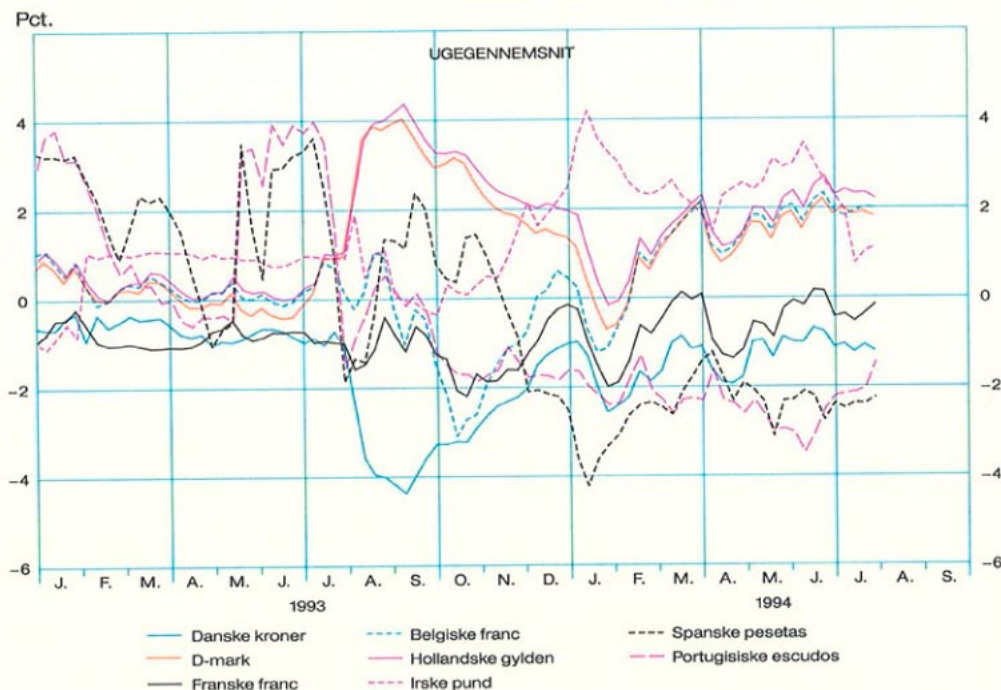


Valutakursudviklingen i forhold til danske kroner



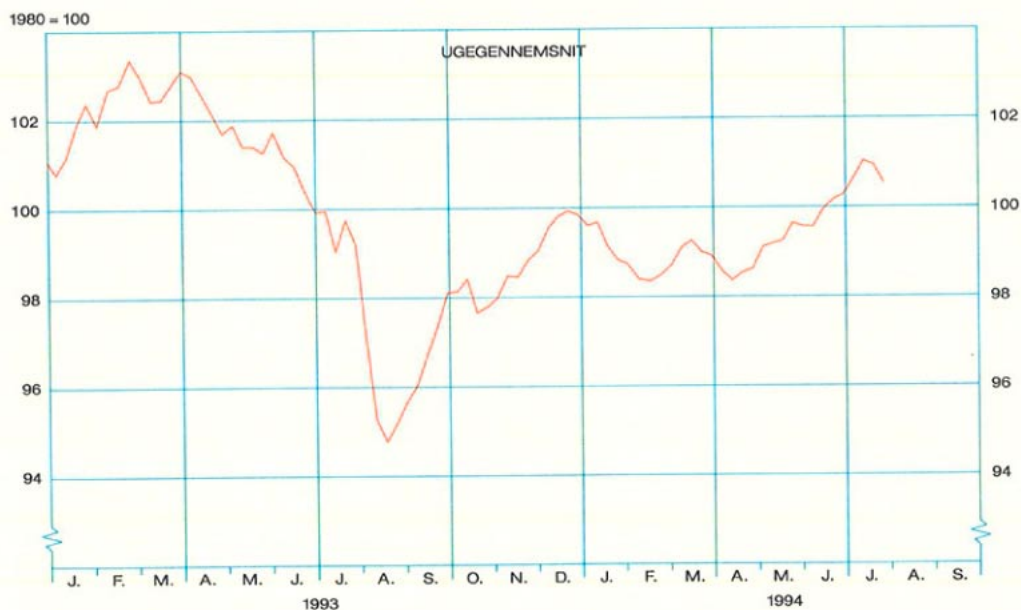
Anm.: Figurerne viser, hvor mange procent kursen på de pågældende valutaer, udtrykt i dollars respektive kroner, er ændret siden 31. december 1992.

EMS-valutaernes indbyrdes placering



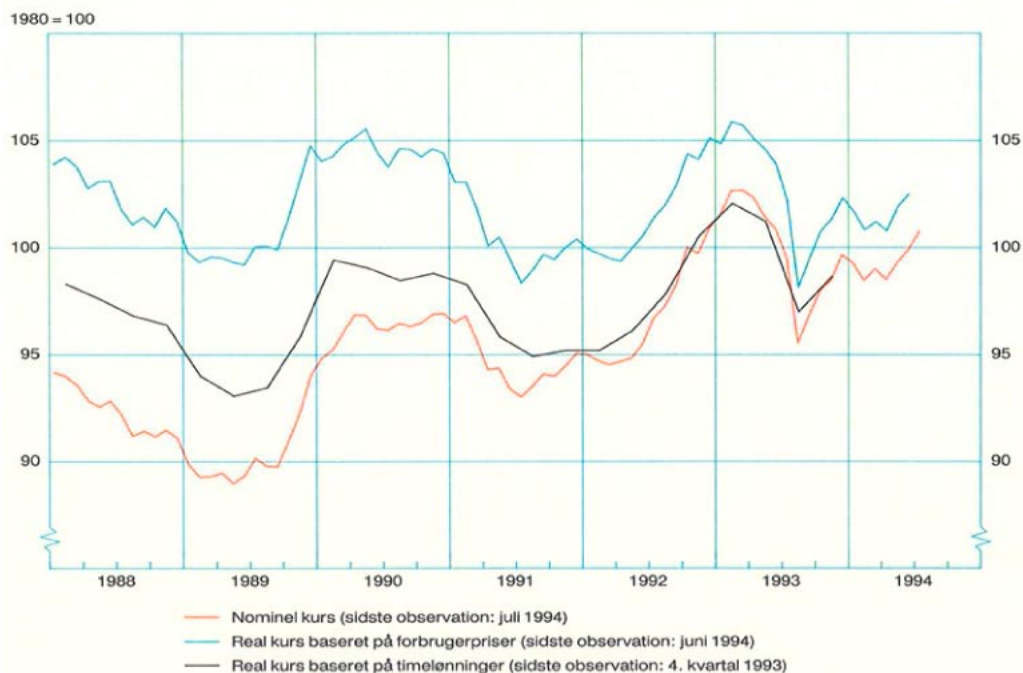
Anm.: Figuren viser EMS-valutaernes placering i forhold til midten af EMS-valutaerne, der fra og med august 1993 har udsvingsgrænser på 15 pct. Udsvingsgrænserne var til og med juli 1993 2½ pct., bortset fra spanske pesetas og portugisiske escudos, der havde udsvingsgrænser på 6 pct. Pund sterling og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

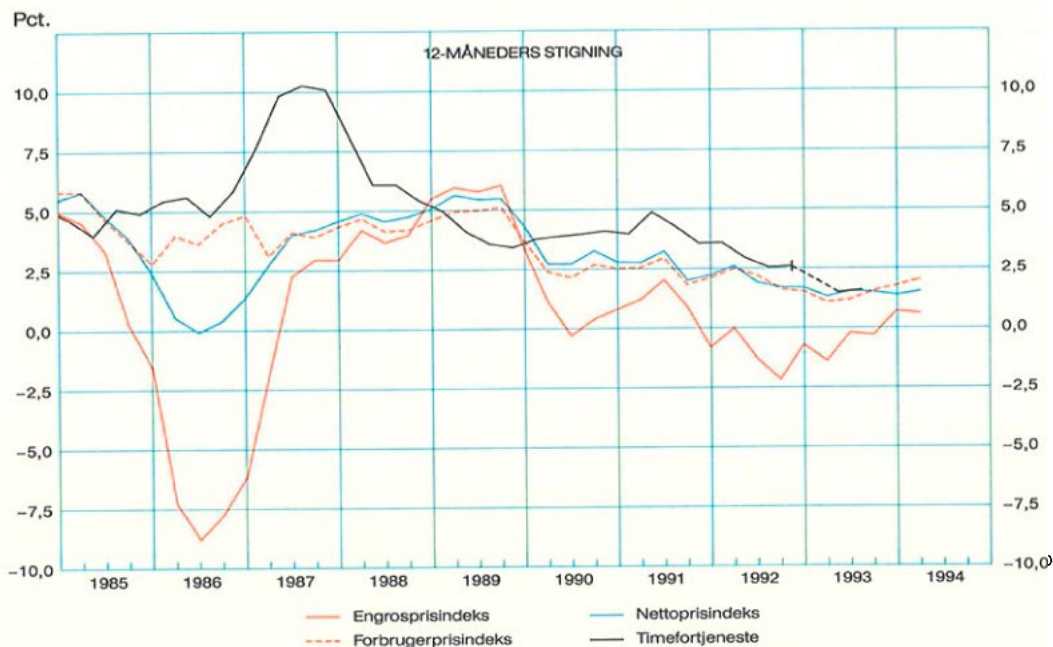
Nominel og real effektiv kronekurs



	Nominel effektiv kronekurs	Forbruger- priser i Danmark	Forbruger- priser i udlandet	Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Timeløn i Danmark, sæson- korregeret	Timeløn i udlandet, sæson- korregeret	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger
1980=100							
1988	92,3	165,0	148,8	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	183,6	99,0
1991	94,6	181,7	171,2	100,4	197,2	194,1	96,1
1992	96,9	185,5	176,8	101,6	203,8	202,3	97,5
1993	99,9	187,8	182,5	102,9	208,8	209,0	99,9
1992 4. kv. ..	100,2	186,3	178,6	104,6	205,9	205,1	100,6
1993 1. kv. ..	102,3	186,4	180,7	105,5	206,9	206,8	102,4
2. — ..	101,5	187,7	182,3	104,5	206,9	207,6	101,2
3. — ..	97,3	188,1	183,1	100,0	209,7	210,0	97,2
4. — ..	98,7	189,2	184,0	101,5	211,5	211,5	98,7
1994 1. kv. ..	98,9	189,7	185,3	101,2	...	213,8	...
2. — ..	99,3	191,5	186,7	101,7	...	...	...
1993 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	98,2	•	•	•
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	190,8	186,5	100,8	•	•	•
Maj	99,3	191,7	186,8	101,9	•	•	•
Juni	99,9	191,9	187,0	102,5	•	•	•
Juli	100,7	...	...	...	•	•	•

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				1990=100	Jan. 1975=100	1980=100	Kroner
1985.....	2,9	4,7	4,6	4,7	96,8	227,7	141	83,42
1986.....	-6,8	3,6	0,7	5,4	90,2	229,3	148	87,89
1987.....	-0,2	4,0	3,1	9,5	90,0	236,5	162	96,25
1988.....	4,0	4,6	5,0	6,3	93,6	248,4	173	102,34
1989.....	5,8	4,8	5,2	4,0	99,0	261,4	180	106,45
1990.....	1,0	2,6	3,1	3,9	100,0	269,6	187	110,65
1991.....	0,4	2,4	2,6	4,2	100,4	276,7	194	115,27
1992.....	-1,1	2,1	2,1	2,9	99,3	282,5	200	118,62
1993.....	-0,6	1,2	1,4	1,7*	98,7	286,5	...	...
1991 1. kvrt. ..	0,7	2,5	2,7	4,0	99,6	273,4	190	112,50
2. — ..	1,7	2,7	2,9	4,9	100,5	276,1	195	115,87
3. — ..	0,8	2,3	2,6	4,3	100,7	277,6	195	115,88
4. — ..	0,6	2,2	2,4	3,6	100,9	279,7	197	116,77
1992 1. kvrt. ..	-0,3	2,3	2,5	3,6	99,3	280,1	197	116,54
2. — ..	-0,3	2,4	2,5	2,9	100,2	282,9	201	119,28
3. — ..	-1,9	2,1	1,8	2,6	98,8	282,6	200	118,84
4. — ..	-2,0	1,5	1,6	2,6	98,9	284,3	202	119,81
1993 1. kvrt. ..	-0,8	1,3	1,5	...	98,5	284,3	...	...
2. — ..	-1,4	1,0	1,3	1,5	98,8	286,6	...	...
3. — ..	0,1	1,2	1,6	1,6	98,9	287,0	...	...
4. — ..	-0,1	1,5	1,4	...	98,8	288,3	...	...
1994 1. kvrt. ..	0,6	1,8	1,3	...	99,1	288,2	...	...
2. — ..	1,0	2,0	1,6	...	99,8	291,0	...	...

Anm.: Årstallene og kvartalstallene for de anførte prisindeks er gennemsnit af månedstallene.

1) Eksklusive alle indirekte skatter bortset fra told og importafgifter. Vægtene er fra og med april 1994 baseret på engrosomsætningen i 1990. De 1980-baserede indekstal er omregnet til 1990=100.

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

rekte skatter og pristilskud. Vægtene i begge indeks er siden februar 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 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
April...	4 241	53 718	3 717	707	2 914	65 297	520	64 777
Maj....	4 241	53 774	3 717	666	2 762	65 160	545	64 615
Juni....	4 240	54 278	3 717	651	2 826	65 712	979	64 733

¹⁾ Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

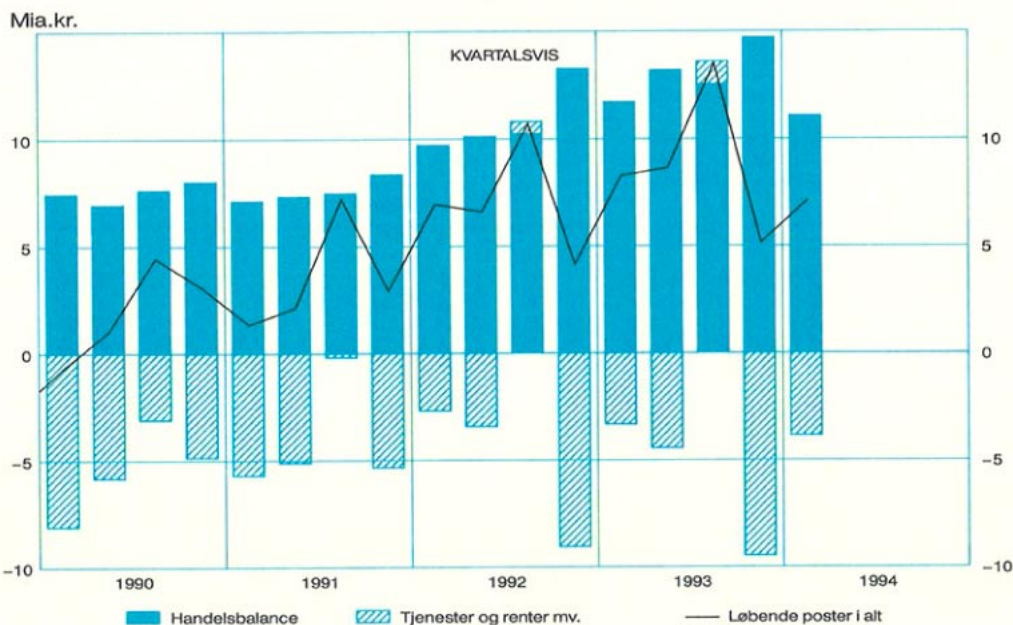
²⁾ Danmarks kvote minus Valutafondens beholdning af danske kroner.

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.

Betalingsbalancen

9



	Handelsbalance ¹⁾	Søtransport (netto)	Rejser (netto)	Renter, udbytter og lign. (netto)	Andre løbende transaktioner ²⁾ (netto)	Løbende poster i alt	Registrerede kapitalbetalinger ³⁾	Uregistrerede kapitalbetalinger ⁴⁾	Ændringer i Danmarks internationale likviditet
	Milliarder kroner						--forøgelse af passiver eller formindskelse af aktiver		
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.....	52,2	3,7	- 1,1	- 30,6	11,8	36,0	11,5	- 0,4	24,8
1992 4. kvrt. ..	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	1,9	1,0	- 5,1	3,2	13,6	5,4	0,2	8,0
4. — ..	14,7	0,9	- 0,8	- 12,5	3,0	5,3	11,3	- 7,5	1,4
1994 1. kvrt. ..	11,1	- 0,2	- 1,6	- 5,8	3,7	7,2	- 1,3	17,8	- 9,2

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								Registrerede kapitalbetalinger i alt	
		Direkte investeringer ²⁾		Porteføljeinvesteringer ³⁾	Låntagning		Långivning ²⁾	Pengeinst. udlandsstilling ⁴⁾	I alt		
		Indadgående	Udadgående		Virksomheder ²⁾	Privatpersoner					
											Milliarder kroner
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	
1993 1. kv.	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. kv.	27,8	11,4	8,7	388,8	23,7	2,7	27,9	•	463,2	491,0	
2. —	29,4	11,2	4,3	364,9	20,7	1,4	38,7	•	441,3	470,7	
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	
1993 1. kv.	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. kv.	44,8	7,0	11,7	420,1	31,1	6,0	28,4	•	504,2	549,0	
2. —	29,9	5,6	7,6	387,9	25,6	2,2	48,9	•	477,8	507,7	
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	
1993 1. kv.	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. kv.	- 17,0	4,4	- 3,0	31,3	- 7,4	- 3,3	- 0,5	59,3	18,3	1,3	
2. —	- 0,4	5,6	- 3,2	23,0	- 4,9	- 0,8	- 10,2	27,8	- 8,7	- 9,1	

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
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
2. — ..	22,9	251,3	33,7	1,1	22,9	0,8	332,7	4,4	0,6	27,1	32,2
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
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
2. — ..	7,1	277,4	41,6	0,7	30,0	0,8	357,6	5,7	0,5	24,2	30,4
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
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
2. — ..	15,8	- 26,1	- 7,9	0,4	- 7,1	0,0	- 24,8	- 1,2	0,1	3,0	1,8

	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	206,8	118,3	14,2	57,6	229,8	40,3	159,5	9,4	23,0
1992	212,1	122,7	12,6	62,6	247,3	41,0	171,5	9,4	35,2
1993	198,9	117,2	12,2	61,0	243,1	40,2	171,0	8,9	44,1
1992 4. kvt.	52,5	30,8	2,9	15,6	63,8	10,0	43,2	2,5	11,3
1993 1. kvt.	49,2	29,2	2,5	15,0	58,5	9,3	41,8	2,5	9,3
2. —	47,3	28,2	3,3	13,8	58,5	9,4	41,5	2,1	11,1
3. —	48,6	27,7	3,6	15,7	59,5	10,3	41,8	2,1	10,9
4. —	53,8	32,1	2,8	16,5	66,6	11,2	46,0	2,2	12,8
1994 1. kvt.	54,0	30,8	2,9	17,1	62,7	9,9	45,4	2,2	8,7

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

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

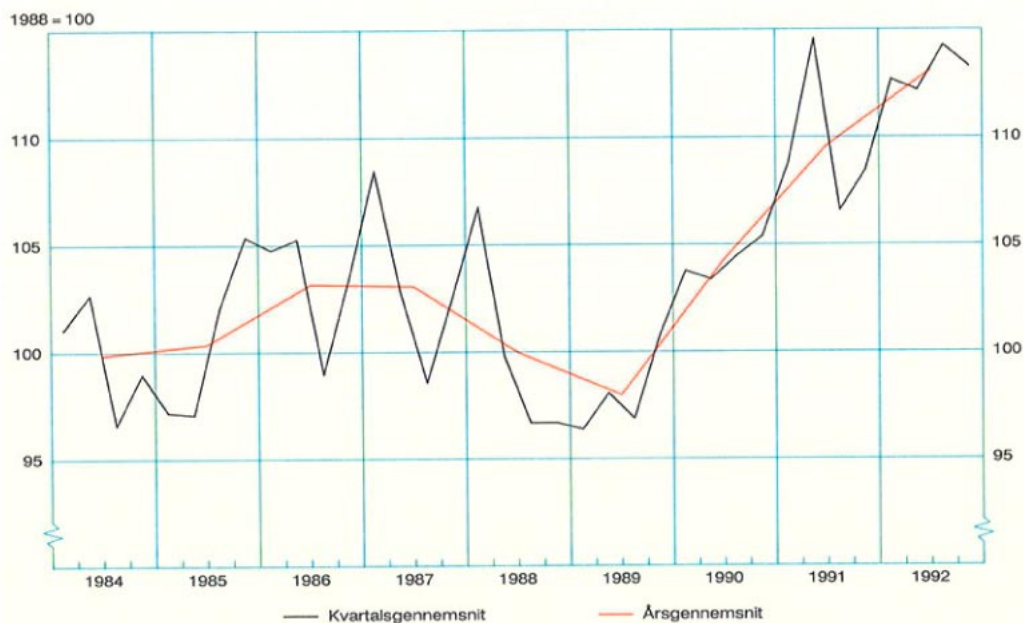
Anm.: Specialhandel, dvs. eksklusive transithandel. Eksklusive skibe og fly.

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 Kvartalsoversigten, november 1991. Yderligere information kan fås ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Økonomisk-Statistisk Kontor.
Som følge af problemerne med EU-landenes udenrigshan-

delsstatistik 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⁾²⁾	Brutto-kasse-overskud ²⁾	Afviklet ved			
				Indenlandsk låntagning			Udenlandsk låntagning ⁴⁾
				Salg af statspapirer	Træk på Nationalbanken (netto)	Andet ³⁾	
Milliarder kroner							
1984	- 43,6	100,5	- 144,1	103,9	5,1	1,9	33,3
1985	- 26,3	111,4	- 137,7	102,4	- 6,9	7,1	35,2
1986	7,8	113,0	- 105,1	58,1	- 30,5	- 0,2	77,8
1987	3,6	98,5	- 95,0	60,4	- 6,4	- 0,1	41,1
1988	- 13,5	125,5	- 139,0	94,7	22,5	- 4,4	26,2
1989	- 18,7	107,7	- 126,4	108,7	0,6	4,0	13,1
1990	- 23,2	88,8	- 112,0	101,8	- 9,8	- 0,2	20,1
1991	- 38,3	111,8	- 150,1	114,4	33,5	0,1	2,2
1992	- 35,3	108,0	- 143,3	135,0	- 19,7	0,4	27,5
1993	- 48,4	87,8	- 136,3	120,9	- 57,3	- 0,5	73,3
1994 ⁵⁾	- 51,0	81,6	- 132,6	...	...	...	...
1995 ⁵⁾	- 49,8	...	...	...	...	...	...

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 finan-

sieringsbehovet 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 maj 1994.

Statens finansieringsbehov

	Statens brutto- finansie- rings- behov	Afdrag på udenlandske statslån ¹⁾	Afdrag på inden- landske stats- papirer ¹⁾²⁾	Statens netto- finansie- rings- behov	Dækket ved				
					Nettosalg af statspapirer i kroner til ³⁾		Uden- landsk netto- låntag- ning	Salg af ECU- obligat- ioner	Netto- træk på National- banken ⁴⁾
					Private, virksom- heder og fonde mv. ³⁾	National- banken og pengeinsti- tutterne mv. ⁴⁾			
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 2. kvrt. ..	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. ..	30,4	3,8	20,5	6,2	- 18,0	31,2	- 21,9	- 0,9	15,9
2. — ..	39,7	3,4	10,4	25,3 ⁶⁾	- 4,5	21,8	- 3,7	- 0,2	12,1

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⁾ Korrigeret for opkøb af statspapirer fra og med 1. kvartal 1994.

²⁾ Inklusive tilbagebetaling af bunden opsparing i 1990, 1991 og 1992.

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.

⁶⁾ Nettofinansieringsbehovet er i modsætning til statsregnskabet opgjort eksklusivt overkurs ved opkøb af statspapirer. I 2. kvartal 1994 udgjorde overkursbeløbet 600 mill.kr.

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 opsparring.

²⁾ Beregnet ud fra Nationalbankens balance.

³⁾ Eksklusive indeståender på statens og Nationalbankens postgirokonti.

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
1993.....	9,2	5,1	14,3	0,4	27,6	15,1	43,1
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.	9,5	5,7	15,2	0,3	29,1	15,0	44,5
2. —	7,6	5,9	13,5	0,4	28,8	15,6	44,8

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	—	<u>334,4</u>	15,5	5,3	13,6	14,7	121,9	3,2	77,4	<u>586,1</u>
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	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
	April	259,7	16,2	33,5	16,9	25,8	64,6	4,1	54,5	475,3
	Maj.	262,3	16,2	22,9	17,3	26,4	61,9	3,8	53,2	464,1
	Juni	275,1	15,8	25,5	21,9	26,8	60,7	3,5	58,4	487,5

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 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
April	112,6	67,4	31,3	13,4	4,9	0,8	19,4	249,8
Maj	123,1	69,2	27,0	13,6	4,9	0,9	20,8	259,4
Juni	122,2	70,5	25,2	13,6	5,0	0,8	21,4	258,6

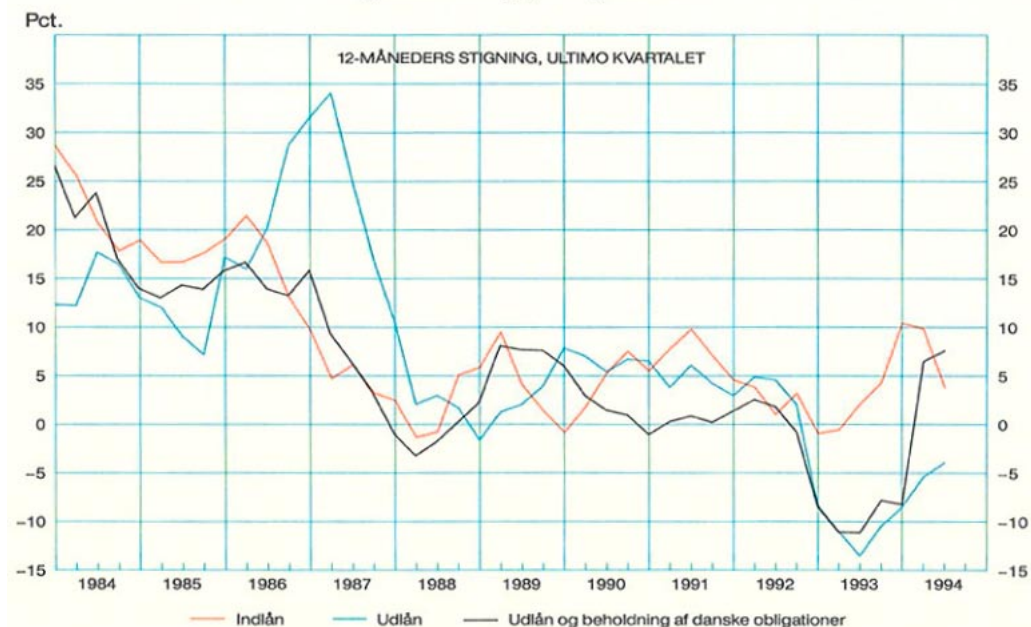
Anm.: I 1989 og 1990 er pengeinstitutternes obligationsbeholdninger påvirket af genkøbsforretninger med Nationalbanken. Fra og med 1991 eksklusive aktier i datterbanker mv.

¹⁾ Inklusive statsgælds- og skatkammerbeviser.

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 —	435,2	10,6	8,2	45,5	0,1	2,9	3,2	41,2	546,8
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 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
April	509,6	15,2	19,1	19,6	0,2	2,4	4,3	25,1	595,6
Maj.	495,3	15,0	18,3	20,5	0,2	2,3	4,4	27,3	583,3
Juni	483,9	16,7	22,9	19,2	0,2	2,8	4,0	29,3	579,1

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

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

Ultimo	Erhvervsmæssige								Ikke-erhvervsmæssige		I alt	
	Landbrug, fiskeri og råstofudvinding	Fremstillingsvirksomhed mv. ¹⁾	Bygge- og anlægsvirksomhed	Handel, transport mv.	Finansieringsvirksomhed, ejendoms-handel mv. ²⁾	Offentlig forvaltning og andre tjenesteydelser	Øvrige erhverv	I alt	I alt			
									Studielån	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
1994	Marts.....	15,9	24,7	7,9	41,0	59,9	10,7	23,4	183,4	4,0	100,6	288,0
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
1994	Marts.....	14,1	32,8	7,8	39,6	70,3	43,0	33,5	241,1	•	264,9	506,0

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	53,7	202,2	19,1	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 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
April	67,4	228,6	43,7	339,7	39,2	133,6	24,9	197,7	142,0
Maj.	57,0	222,6	38,6	318,1	39,3	127,6	24,4	191,3	126,8
Juni	63,8	205,9	36,8	306,4	42,6	118,7	22,5	183,9	122,6

Anm.: Pengeinstitutternes udlandsstilling er forskellen mellem balanceførte aktiver og passiver over for valutaudlændinge. Opførelsen er baseret på den herværende virksomhed, og mellemværender med pengeinstitutternes enheder i udlandet er

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

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

Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling

	Ud- og indlænsforretninger i valuta med danske kunder ¹⁾	Valutaterminsforetninger med ¹⁾		Ud- og indlænsforretninger 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
2. — ..	0,1	8,4	- 47,3	- 2,6	13,8	- 27,6

¹⁾ Pengeinstitutternes udlandsstilling påvirkes af inddækningen 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		
	September 1993	December 1993	Marts 1994	September 1993	December 1993	Marts 1994
	Milliarder kroner					
Valutafordeling						
<i>I danske kroner</i>						
med egne enheder	22,1	22,3	28,2	3,1	2,9	3,0
med andre banker mv.	25,0	47,6	40,7	10,7	12,4	13,9
med ikke-banker	23,0	47,2	35,2	13,6	15,5	20,0
I alt danske kroner	70,2	117,1	104,1	27,3	30,8	36,9
<i>I fremmed valuta</i>						
med egne enheder	100,3	106,8	84,6	22,5	24,6	22,9
med andre banker mv.	87,8	84,6	67,1	116,3	100,7	102,7
med ikke-banker	43,6	58,5	61,0	17,3	19,6	18,4
I alt fremmed valuta	231,7	249,9	212,7	156,0	144,9	144,0
I alt	301,8	367,0	316,7	183,3	175,6	181,0
Landefordeling						
Belgien	12,5	8,5	13,4	8,4	8,6	9,3
Tyskland	10,6	16,6	13,7	15,7	18,7	17,8
Frankrig	5,4	9,7	13,7	11,2	7,8	7,3
Grækenland	0,4	1,2	0,9	0,2	0,3	0,3
Holland	6,8	5,1	5,8	13,8	11,7	11,0
Irland	17,9	17,6	16,1	1,2	1,6	1,5
Italien	3,9	4,6	5,9	2,2	2,7	2,1
Luxembourg	19,0	31,5	22,7	16,4	18,3	18,2
Portugal	0,2	0,4	0,4	0,6	0,5	0,3
Spanien	2,2	2,2	2,2	2,1	1,8	2,9
Storbritannien	83,8	112,3	80,3	30,6	28,6	36,2
EU-lande i alt	162,8	209,7	175,1	102,5	100,7	106,9
Finland	3,3	4,8	7,2	1,5	2,2	1,0
Norge	5,0	5,5	6,7	1,2	1,8	1,5
Sverige	20,0	21,8	24,4	1,5	2,2	2,1
Nordiske lande i alt ¹⁾	28,4	32,3	38,7	4,2	6,3	4,8
Canada	0,2	0,2	1,5	1,0	0,4	0,6
Japan	3,3	3,1	4,4	0,3	0,3	0,5
Schweiz	4,7	6,8	6,5	8,9	6,5	8,8
USA	29,1	45,9	23,4	10,3	10,8	16,3
Østrig	2,4	1,7	2,3	3,2	3,2	3,3
Australien/New Zealand	0,1	0,3	1,8	0,2	0,2	0,2
OECD-lande i alt	231,2	299,9	253,5	130,5	128,4	141,2
Cayman Islands	13,1	11,8	11,6	2,0	1,9	1,6
Hong Kong	5,2	6,0	5,2	0,6	0,5	0,8
Singapore	38,0	37,1	32,7	1,3	0,8	0,8
Øvrige „Offshore Banking” centre	0,2	0,7	0,2	1,0	0,8	1,0
Øvrige Europa ²⁾	9,1	6,9	7,5	5,0	4,9	4,3
Øvrige Latinamerika	0,3	0,4	0,2	0,8	1,1	0,3
Øvrige Mellemøsten	1,7	1,4	2,5	2,5	2,2	2,0
Øvrige Afrika	0,2	0,2	0,2	0,3	0,5	0,4
Øvrige Asien	1,3	1,5	2,2	0,6	0,6	0,6
Uoplyst mv.	1,6	1,2	0,9	4,9	4,7	5,5
International udstedelse af værdipapirer ...	•	•	•	33,8	29,3	22,3
I alt	301,8	367,0	316,7	183,3	175,6	181,0

Anm.: Som indberettet til Nationalbanken af pengeinstitutter med de største udenlandske mellemværender. Opgørelsen dækker ca. 95 pct. af pengeinstitutternes samlede mellemværender med udlandet. 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.

²⁾ Inklusive Gibraltar.

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
Øvrige Europa ²⁾	5,5	5,7	5,9	5,3
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. Herværende filialer af udenlandske banker er ikke omfattet. Opgjort på koncernbasis, dvs. inklusive filialer og datterbanker i udlandet. Mellemværender mellem hovedvirksomhederne 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.

²⁾ Inklusive Gibraltar.

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 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	•	•
April...	34 392	722	2	58 696	—	- 23 584	972	•	•
Maj	23 754	13 565	1	69 200	—	- 31 882	1 496	•	•
Juni	27 613	13 934	5	57 059	—	- 15 517	1 147	•	•

¹⁾ Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

²⁾ Nominel værdi. I 1985-86 indlænsbeviser.

³⁾ Omfatter lån under lånerammerne (til og med juli 1985), lån på indlænsbeviser (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 indlænsovervåg-

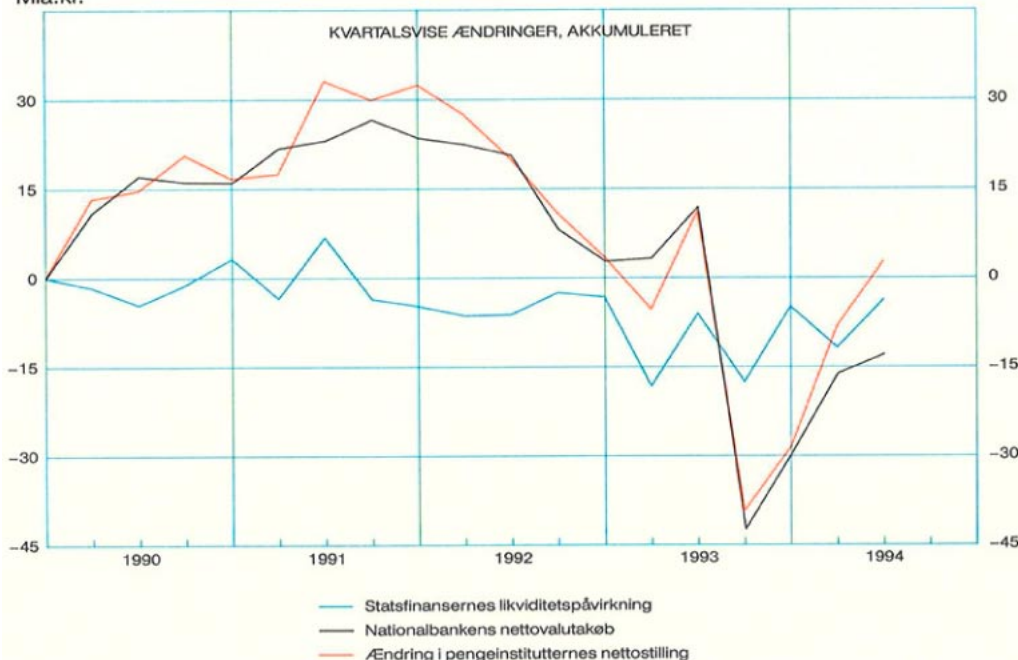
ningssystemet fastsatte basistigningstakt for de enkelte pengeinstitutters indenlandske indlån. Indlænsovervågningssystemet blev stillet i bero fra og med januar 1988 og afvikledes pr. 1. marts 1991.

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

Mia.kr.



	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb ⁴⁾	Nationalbankens obligationskøb ⁵⁾	Andre faktorer ⁶⁾	Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Korrigeret 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 3. kv. ..	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
2. — ..	36,4	- 28,3	8,1	3,2	2,6	- 2,9	10,9	- 15,5

¹⁾ Eksklusive afdrag på udenlandske statslån og opkøb af ECU-obligationer. 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 statens nettosalg af ECU-obligationer.

⁴⁾ Forbedring af Danmarks internationale likviditet korrigeret for

statens nettolåntagning i udlandet og statens nettosalg 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 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
April	27,2	270,0	29,6	113,6	440,4	9,4
Maj.	26,7	266,1	29,9	104,0	426,7	6,8
Juni	27,7	260,3	27,3	102,7	418,0	4,8

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 indlansformer 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 indlansformer 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 2. kv. ...	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
2. — ..	8,1	2,9	4,3	2,0	12,8	- 27,6	3,2	- 8,3	- 2,6

¹⁾ Korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet og statens netto-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 netto-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 3. kv. ...	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
2. — ...	301,9	192,9	110,3	384,6	20,5

Anm.: Mellemværender med valutaindlændinge 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	- 7,7	- 37,3
1992 3. kv. ...	- 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	0,1	- 11,8
1994 1. kv. ...	13,1	- 6,9	6,2	- 9,8	- 8,0	12,0	0,8	- 3,2	- 8,1
2. — ...	17,2	8,1	25,3	5,9	- 7,2	- 3,2	1,8	...	...

Anm.: Nettoudlån fra realkreditinstitutter mv. er til og med 1992 opgjort som nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer eksklusive statspapirer. I 1993 er for realkreditinstitutterne benyttet nettoudlån 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. Fra og med 1994 er for realkreditinstitutterne benyttet nettoudlån.

1) Fra og med 1. kvartal 1994 korrigeret for opkøb af statspapirer.

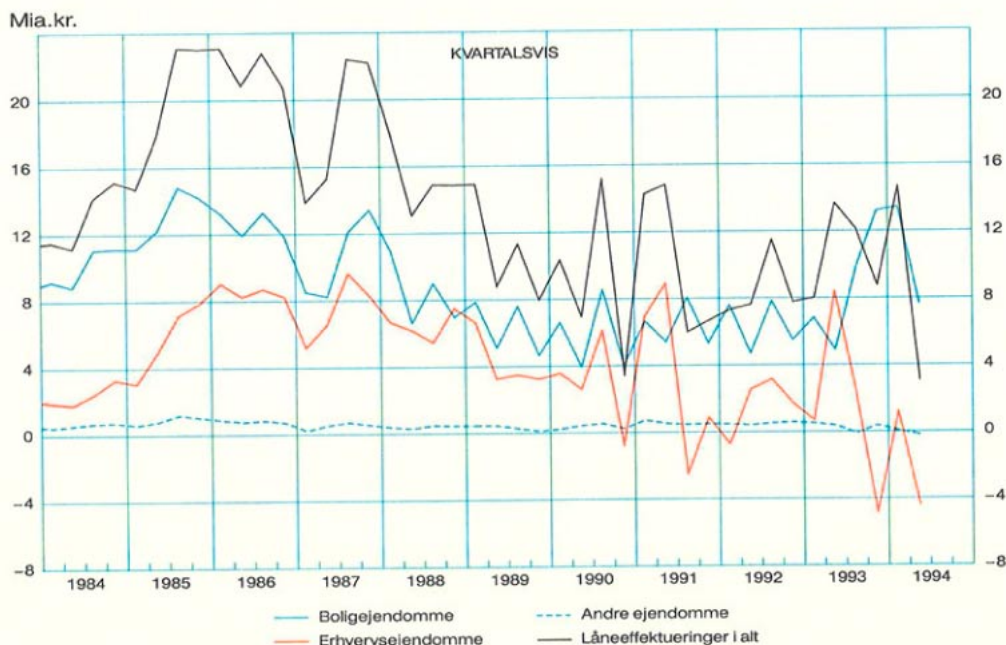
2) Statens træk på Nationalbanken korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet og statens nettosalg af ECU-obligationer.

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.

Realkreditinstitutternes låneaktivitet



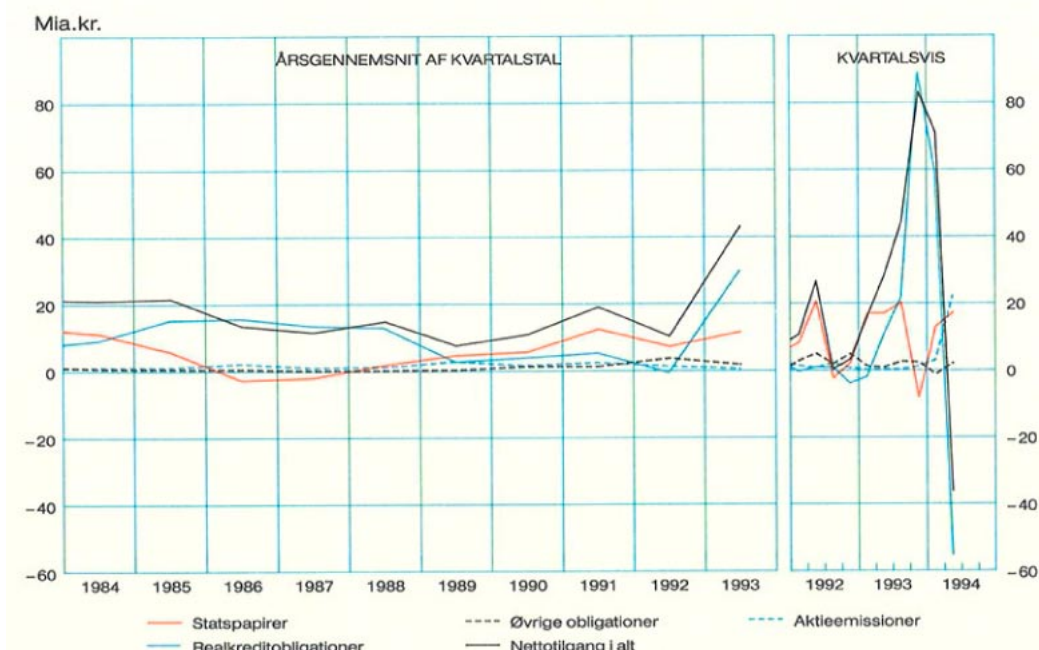
	Låneeffektueringer						
	Ejerboliger og fritids- huse ¹⁾	Udlejnings- ejendomme	Landbrugs- ejendomme	Industri og hånd- værk mv. ²⁾	Kontor og for- retning ²⁾	Andre ejendomme og grunde ¹⁾	I alt
	Milliarder kroner						
1984	32,4	7,8	3,6	2,6	3,2	2,4	52,1
1985	43,4	9,0	7,4	7,8	7,7	3,6	78,8
1986	40,1	10,2	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.	8,4	5,0	1,1	0,3	- 0,3	0,1	14,7
2. —	6,4	1,3	- 1,7	- 1,2	- 1,5	- 0,2	3,1

Anm.: Bruttonyd lån 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*



	Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi				Placeret hos					Aktie-emis-sioner
	Inden-landske stats-papirer ¹⁾	Real-kredit-obliga-tioner	Øvrige børs-noterede krone-obliga-tioner	I alt	National-banken ²⁾	Penge-institut-terne ²⁾	Sociale fonde ³⁾ og Hypotek-banken ⁴⁾	For-sikrings-selskaber og pensions-kasser	Erhvervs-virksom-heder, private mv. ⁵⁾	
Milliarder kroner										
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 3. kvrt.....	- 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
2. —	17,2	- 55,4	2,3	- 35,9	2,6	1,9	- 1,9	- 38,5		22,1

¹⁾ Inklusive statsgælds- og skatkammerbeviser. Fra og med 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 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
April	416,3	100,9	59,8	577,0	919,7	89,4	1 586,1
Maj	420,9	100,0	63,6	584,5	933,0	89,6	1 607,1
Juni	420,2	99,4	65,6	585,2	954,7	91,1	1 631,0

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- ringssæl- 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. kvtr. ..	17,7	2,4	0,2	0,7	0,1	0,3	17,2	0,4	39,0
1993 1. kvtr. ..	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.

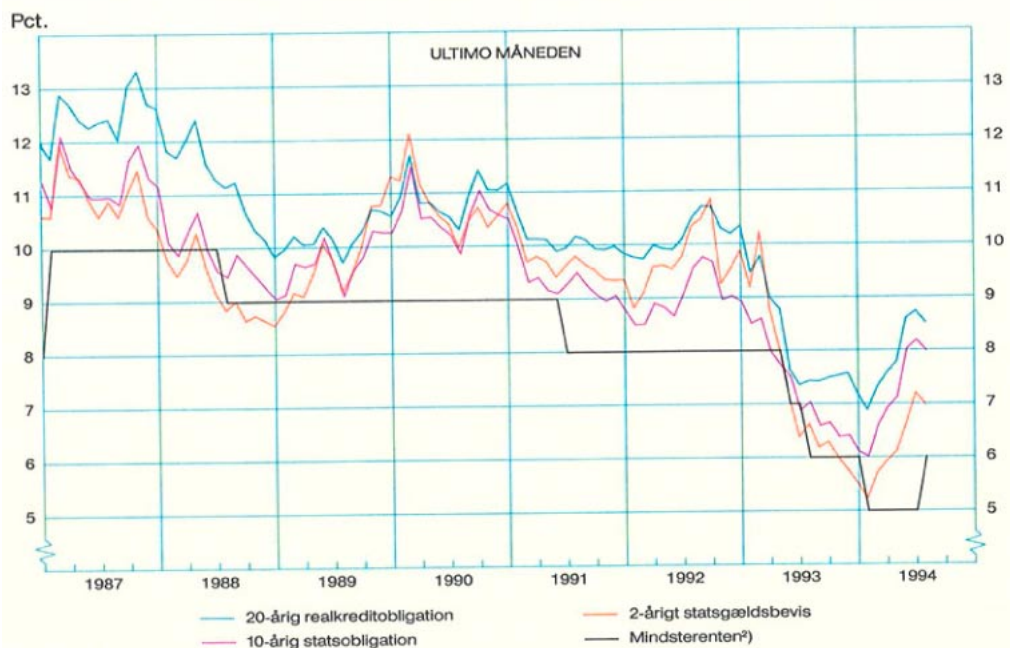
Ultimo	Aktiver							
	Kasse- behold- ning	Fonds- behold- ning	Udlån		Garanti- debitorer	Faste ejendomme, maskiner og inventar mv. ²⁾	Andet	I alt
			Erhvervs- mæssige	Ikke- erhvervs- mæssige ¹⁾				
Milliarder kroner								
1984.....	0,7	0,4	2,0	1,1	0,1	1,0	0,2	5,5
1985.....	1,7	0,1	2,8	1,9	0,1	1,4	0,3	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
Juni	0,1	0,1	7,3	6,1	0,0	0,9	0,8	15,3
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 ...	10,4	—	0,0	1,7	0,8	1,5	14,4	
Juni	11,3	—	0,0	1,6	0,8	1,7	15,3	

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

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

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

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 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
Maj	8,02	7,39	6,62	8,87	8,60	7,68	8,35	5
Juni	8,18	7,82	7,20	8,94	8,73	7,53	8,63	5
Juli	7,98	7,65	6,98	8,78	8,51	8,02	8,38	6

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.

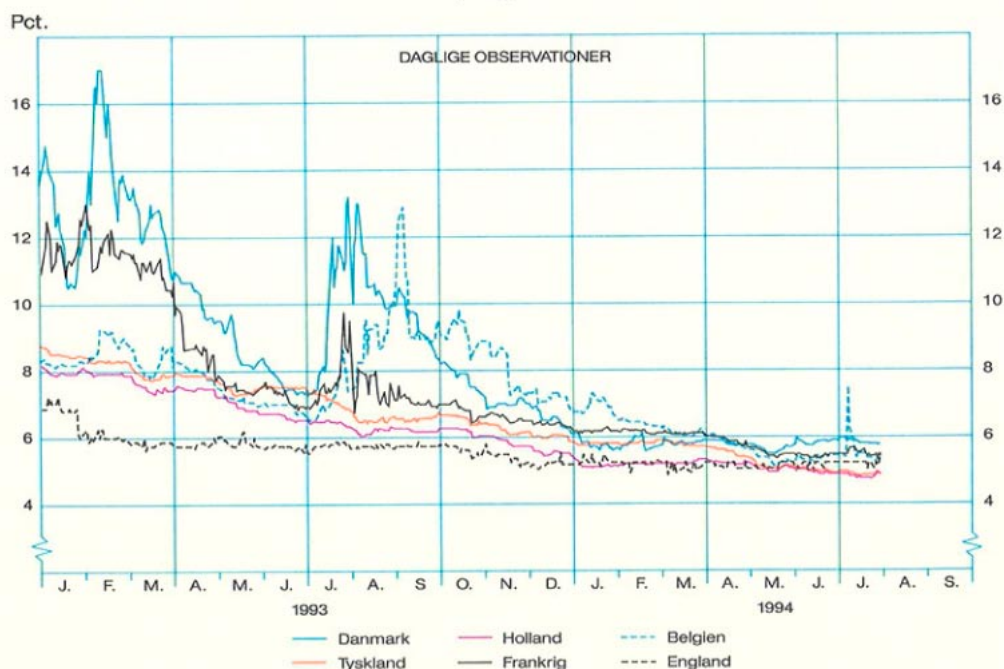
²⁾ I henhold til kursgevinstloven.

Ultimo	3-måneders eurorente					
	Danmark ¹⁾	England	Japan	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1992 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
Maj	5,8	5,1	2,1	6,9	5,0	4,5
Juni	5,9	5,1	2,1	7,0	4,9	4,6
Juli	5,8	5,4	2,1	7,3	4,9	4,8
Ultimo	Effektiv rente af 10-årige statsobligationer ²⁾					
	Danmark	England	Japan	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1992 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
Maj	8,0	8,8	4,0	9,4	7,0	7,3
Juni	8,2	8,8	4,5	10,0	7,1	7,5
Juli	8,0	8,8	4,6	10,7	6,8	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	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	<u>14,75</u>	<u>20,20</u>	<u>11,25</u>	<u>13,65</u>	<u>17,50</u>	<u>11,00</u>
	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
	Maj	5,90	6,94	5,13	5,69	5,90	5,55	5,69	5,83	5,55
	Juni	5,44	6,00	5,06	5,72	6,00	5,65	5,90	6,01	5,77
	Juli	5,40	5,81	4,94	5,59	5,85	5,45	5,89	6,02	5,76

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	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
	Maj	5,95	6,17	5,79	5,93	6,14	5,75	5,94	6,17	5,75
	Juni	5,97	6,17	5,81	6,10	6,27	5,89	6,22	6,39	6,02
	Juli.....	5,80	5,92	5,68	5,97	6,08	5,88	6,13	6,30	6,00

		4 måneder			5 måneder			6 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
		Procent p.a.								
1992	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
	Maj	5,93	6,19	5,73	5,93	6,21	5,73	5,94	6,22	5,73
	Juni	6,29	6,45	6,06	6,35	6,53	6,12	6,41	6,61	6,15
	Juli.....	6,25	6,39	6,12	6,38	6,49	6,26	6,49	6,59	6,37

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

Nationalbankens rentesatser				Pengeinstitutternes effektive rentesatser ¹⁾		
Gældende ultimo året/ fra	Diskonto	Indskud på folio ¹⁾	Genkøbs- og indskudsbevisrente ²⁾	Gennemsnit	Udlån	Indlån
					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	1993	10,5	6,5
1993 (1. jan.)	9,50	9,50	13,00	1987 1. kvrt.	13,1	7,4
19. jan.			12,00	2. —	13,6	7,5
26. —			11,50	3. —	13,5	7,4
3. feb.			13,00	4. —	13,5	7,5
4. —	11,50	11,50		1988 1. kvrt.	13,3	7,2
22. —	10,50	10,50	12,50	2. —	13,4	7,2
3. marts			12,00	3. —	13,2	6,9
10. —			11,50	4. —	13,0	6,8
19. —	10,00	10,00	11,00	1989 1. kvrt.	12,4	6,4
29. —	9,50	9,50	10,50	2. —	12,9	6,5
5. april			10,25	3. —	13,3	6,8
21. —			10,00	4. —	14,6	8,1
23. —	9,25	9,25	9,75	1990 1. kvrt.	14,9	8,5
19. maj	8,25	8,25	8,75	2. —	14,2	8,0
8. juni	7,75	7,75		3. —	13,9	7,7
10. —			8,25	4. —	13,4	7,5
17. —			8,10	1991 1. kvrt.	11,7	7,7
24. —			7,95	2. —	11,5	7,2
2. juli	7,25	7,25	7,80	3. —	11,2	6,8
15. —			9,00	4. —	11,1	6,9
19. —	9,25	9,25		1992 1. kvrt.	11,2	7,2
22. —			11,00	2. —	11,3	7,2
23. aug.			10,50	3. —	11,6	7,5
8. sept.			10,00	4. —	12,3	8,1
16. —	8,75	8,75	9,50	1993 1. kvrt.	11,8	8,1
27. —	8,25	8,25	9,00	2. —	10,5	6,5
12. okt.	7,75	7,75	8,50	3. —	10,4	6,3
22. —	7,25	7,25	8,00	4. —	9,2	5,2
4. nov.	7,00	7,00	7,75	1994 1. kvrt.	8,4	4,0
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			
2. maj			5,80			
11. —			5,70			
13. —	5,00	5,00				
19. —			5,60			
7. juli			5,50			
(31. juli)	5,00	5,00	5,50			

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 rentetillæg. De anførte satser er eksklusive dette tillæg.

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