

DANMARKS NATIONALBANK

*Kvartalsoversigt – Maj 1995*

## Signaturforklaring

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

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

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

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

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

## Kvartalsoversigt - Maj 1995

---

|                                                                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene .....                                                         | 1  |
| Pengepolitikken i 1994 v/professor, Ph.D.                                                                    |    |
| Niels Blomgren-Hansen .....                                                                                  | 15 |
| Pengepolitikken i 1994 v/professor, dr.oecon. Claus Vastrup ....                                             | 28 |
| Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens indlæg på<br>Realkreditrådets årsmøde den 20. april 1995 .....    | 40 |
| Nationalbankens skrivelse til Finansrådet om adgang til<br>intradag-overtræk på konti i Nationalbanken ..... | 44 |
| Nationalbankens pressemeddelelser .....                                                                      | 46 |

### 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<br>beholdning af obligationer .....                                                   | 17 |
| Pengeinstitutternes indlån .....                                                                                                      | 17 |
| Branchefordeling af pengeinstitutternes indenlandske<br>udlån og indlån .....                                                         | 18 |
| Pengeinstitutternes udlandsstilling .....                                                                                             | 19 |
| Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes<br>udlandsstilling .....                                                    | 19 |
| Valuta- og landefordeling af pengeinstitutternes udenlandske<br>mellemværender .....                                                  | 20 |
| Landefordeling af danske pengeinstitutters udenlandske aktiver .....                                                                  | 21 |
| Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken .....                                                                       | 22 |
| Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken .....                                                                           | 22 |
| Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes<br>nettostilling over for Nationalbanken .....                              | 23 |
| Pengemængden .....                                                                                                                    | 24 |
| Forskellige faktorerers påvirkning af pengemængden .....                                                                              | 24 |
| Statens nettofinansieringsbehov og kreditudvidelse til den private<br>sektor og kommuner mv. gennem vigtige finansieringskilder ..... | 25 |
| Realkreditinstitutternes nyudlån (netto) .....                                                                                        | 26 |
| Nettoutilgang af børsnoterede kroneobligationer til<br>kursværdi samt aktieemissioner .....                                           | 27 |
| Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer .....                                                                                     | 28 |
| Tinglysninger af pantebreve i fast ejendom .....                                                                                      | 28 |
| Effektiv rente af et udvalg af børsnoterede obligationer<br>samt mindsterenten .....                                                  | 29 |
| Rentesatser i en række lande .....                                                                                                    | 30 |
| 3-måneders pengemarkedsrenter .....                                                                                                   | 31 |
| Pengemarkedsrentesatser .....                                                                                                         | 31 |
| CIBOR-satser .....                                                                                                                    | 32 |
| Nationalbankens og pengeinstitutternes rentesatser .....                                                                              | 33 |

## Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

Denne oversigt vedrører perioden fra februar til begyndelsen af maj 1995.

### Hovedvalutaerne

I de senere måneder har de internationale valutamarkeder været præget af et kraftigt fald i dollarkursen. Gennem det meste af 2. halvår 1994 lå kursen på dollar målt i japanske yen forholdsvis stabilt på et niveau omkring 100 yen/dollar. Fra begyndelsen af februar faldt dollaren imidlertid drastisk og blev i de følgende måneder noteret til historisk lave kurser over for yen. Den hidtil laveste kurs blev nået midt i april efter et samlet kursfald på ca. 19 pct., jf. figur 1. Over for D-marken var det procentvise fald i dollarkursen noget mindre, men også målt i den tyske valuta noteredes dollar til de hidtil laveste priser. Fra årsskiftet og frem til midten af april var der tale om en depreciering på ca. 12 pct.

Dollar udtrykt i D-mark og yen

Figur 1



Den faldende tendens i dollarkursen fladede ud i midten af april, men valutamarkederne var fortsat præget af betydelig volatilitet.

Det kraftige fald i dollarkursen var ikke fremkaldt af væsentlige ændringer i den økonomiske politik i de toneangivende lande. På den anden side blev der heller ikke foretaget større pengepolitiske korrektioner til støtte for dollaren. Rentepolitikken i de tre toneangivende lande har først og fremmest været bestemt af de indenlandske konjunkturforskelde.

Den Amerikanske Forbundsbank strammede pengepolitikken i begyndelsen af februar, hvilket indebar en stigning i pengemarkedsrenten på 0,50 pct. I slutningen af marts sænkede Den Tyske Forbundsbank de korte rentesatser, ligesom den japanske centralbank lempede pengepolitikken i slutningen af marts og igen i midten af april. Dette medførte en yderligere udvidelse af det amerikanske rentespænd over for både Tyskland og Japan i den korte ende af markedet. Den påvirkning, dette måtte have haft på udviklingen på valutamarkederne, kan helt eller delvist være blevet neutraliseret af en indsnævring af renteforskellene på 10-årige obligationer.

Faldet i dollarkursen tilskrives først og fremmest strukturelle svagheder i den amerikanske økonomi, der kommer til udtryk i vedvarende underskud på betalingsbalancen og de dermed forbundne akkumulerede dollartilgodehavender i andre lande. Selv om disse forhold kunne tale for en lavere dollarkurs, er det dog mindre klart, hvorfor kursfaldet udløstes med en sådan styrke og fra et i forvejen forholdsvis lavt kursniveau. Krisen omkring den mexicanske peso synes i et vist omfang at have været en udløsende faktor.

### *De europæiske valutaer*

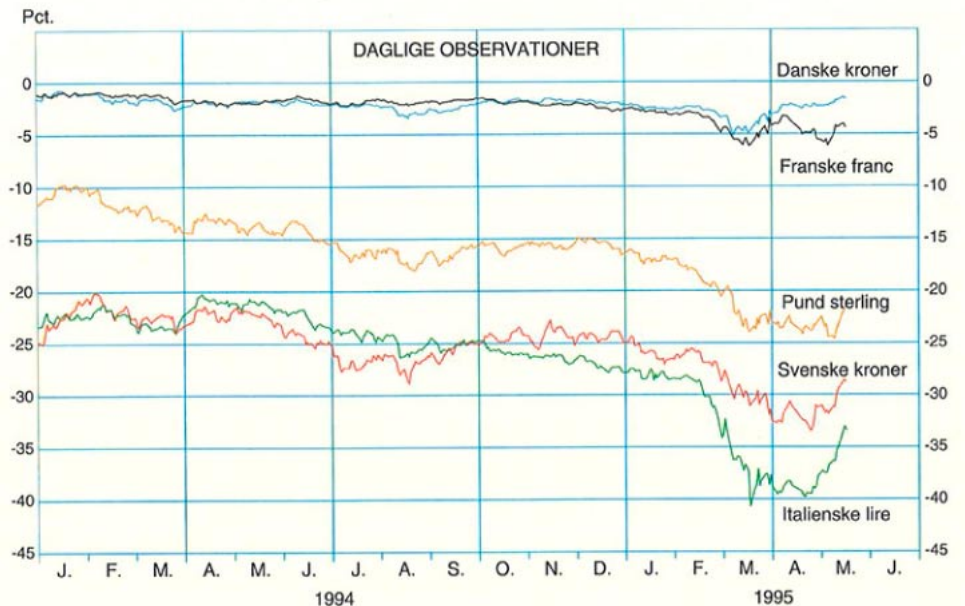
De markante kursforskydninger mellem hovedvalutaerne slog kraftigt igennem på de europæiske valutamarkeder.

Inden for det europæiske valutakurssamarbejde kom den spanske peseta under et sådant pres, at det den 6. marts blev besluttet at nedjustere centralkursen for pesetaen med 7 pct. På grund af Portugals tætte økonomiske relationer til Spanien blev også centralkursen for escudoen nedjusteret, dog kun med 3,50 pct.

Kronen, den franske franc og - i mindre omfang - den belgiske franc kom også under et vist pres. I forhold til kursrelationerne i begyndelsen af februar lå den belgiske franc i begyndelsen af marts 1 pct. lavere over for D-marken, mens kronen og den franske franc var faldet med 3 pct. Med henblik på at støtte de respektive valutaer hævede Nationalbanken i lighed med den belgiske og den franske centralbank de korte rentesatser. Det for-

Udvalgte valutaer i forhold til D-mark

Figur 2



Anm.: Ændring i forhold til D-mark kursen ultimo juni 1992.

øgede spænd i forhold til den korte rente i Tyskland lempede presset mod de tre valutaer, jf. afsnittet om renteutviklingen i Danmark.

Den 31. marts sænkede Den Tyske Forbundsbank genkøbsrenten med 0,35 pct. til 4,50 pct. og diskontoen med 0,50 pct. til 4 pct. På den baggrund sænkede også centralbankerne i Holland, Belgien og Østrig de ledende rentesatser. Den tyske renteændring var begrundet med den monetære udvikling i Tyskland, men den bidrog desuden til en vis stabilisering af kursforholdene inden for det europæiske valutakurssamarbejde. I Danmark og Frankrig kunne centralbankerne på denne baggrund sænke deres udlånssatser i begyndelsen af april. I begyndelsen af maj var kronen og den belgiske franc tilbage på det kursniveau over for D-marken, der var gældende i begyndelsen af februar. Den franske franc lå fortsat 2-3 pct. under niveauet i begyndelsen af februar, hvilket sandsynligvis må tilskrives den uafklarede politiske situation op til det franske præsidentvalg og en vis usikkerhed om den fremtidige økonomiske politik.

Blandt valutaerne uden for det europæiske valutakurssamarbejde har den finske mark skilt sig ud ved gennem perioden at have ligget stabilt over for D-marken.

Italienske lire, britiske pund og svenske kroner er alle blevet svækket betydeligt.

Den fortsat ustabile politiske situation i Italien og specielt uro omkring vedtagelsen af en budgetforbedring påvirkede liren negativt. Dertil kom, at udviklingen i forbrugerprisindekset for de første måneder af året tydede på en ikke ubetydelig acceleration i priserne. Den italienske valuta faldt fra begyndelsen af februar og frem til midten af marts med mere end 20 pct. over for D-marken. Herefter styrkedes liren atter og lå i midten af maj 8 pct. lavere end i begyndelsen af februar. Den italienske centralbank hævede den 21. februar lombardsatsen med 1,25 pct. til 9,75 pct. og diskontoen med 0,75 pct. til 8,25 pct. uden umiddelbar effekt på lirekursen.

Det britiske pund faldt kraftigt i perioden op til og under valutauroen i marts, hvor sterling i forhold til D-marken lå 8½ pct. lavere end i begyndelsen af februar. I den efterfølgende periode var sterling stadig under et vist pres, og i begyndelsen af maj faldt den britiske valuta til det hidtil laveste niveau over for D-marken. Umiddelbart herefter styrkedes sterling igen noget. Den svage udvikling i sterlingkursen kan primært tilskrives svækkelsen af den amerikanske dollar kombineret med en kraftig vækst i den britiske økonomi og en begyndende stigning i inflationen. Det var de indenlandske konjunkturforskel, der blev lagt til grund for beslutningen om at hæve Bank of Englands udlånsrente i begyndelsen af februar.

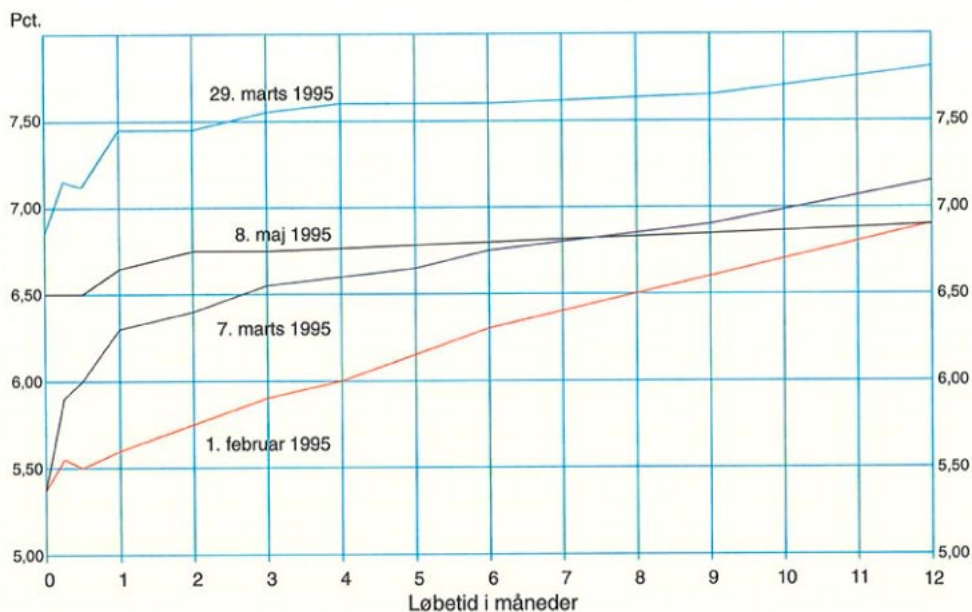
Den svenske krone kom ligeledes under stærkt pres. Efter et lavpunkt i slutningen af april styrkedes den svenske krone igen, men lå dog i midten af maj 5 pct. lavere over for D-marken end ved årets begyndelse. En afgørende faktor i markedernes vurdering af den svenske krone er tilsyneladende det meget store svenske budgetunderskud, som gør det svenske statsbudget stærkt følsomt over for udviklingen i renterne. Dette har ikke kunnet opvejes af andre faktorer såsom den tilfredsstillende udvikling på den svenske betalingsbalance og industriens ordreindgang samt en fortsat moderat om end stigende inflation.

Udviklingen for liren, det britiske pund og den svenske krone skal ses på baggrund af den forudgående kraftige depreciering af de pågældende valutaer. Fra efteråret 1992, hvor Italien og Storbritannien måtte forlade fastkurssamarbejdet, og frem til midten af maj er liren og pundet faldet med henholdsvis knap 35 pct. og godt 20 pct. i forhold til D-marken. For den svenske krone har kursfaldet i den samme periode været på knap 30 pct.

De store valutakursforskydninger har medført, at den danske krones effektive kurs er steget med ca. 4 pct. fra årsskiftet til begyndelsen af maj.

*Rentestruktur på det usikrede pengemarked*

Figur 3



Sammenlignet med årsgennemsnittet for både 1993 og 1994 er stigningen på 5 pct.

#### *Renteudviklingen i Danmark*

I forbindelse med uroen på valutamarkedet blev diskontoen og foliorenten den 8. marts sat op med 1 pct. til 6 pct. og indskudsbevisrenten og renten på genkøbsforretninger med 1,50 pct. til 7 pct. Renteændringerne førte til en stabilisering af kronekursen over for D-mark efterfulgt af en marginal styrkelse. Kronekursen steg yderligere efter den tyske rentenedsættelse sidst i marts, og Nationalbanken kunne på denne baggrund sænke renten på genkøbsforretninger med 0,25 pct. til 6,75 pct. den 6. april og igen den 27. april med 0,25 pct. til 6,50 pct.

I begyndelsen af maj var der en forskel mellem danske og tyske 3-måneders pengemarkedsrenter på  $2\frac{1}{4}$  pct., svarende til en udvidelse på godt  $1\frac{1}{4}$  pct. i forhold til niveauet i årets første to måneder.

I forbindelse med at Nationalbanken i marts satte den korte rente op, blev rentestrukturen på det danske pengemarked mere flad, jf. figur 3, uanset at valutauroen allerede havde medført en generel stigning i pengemarkedsrenterne. Efter den tyske rentenedsættelse er rentestrukturen i Dan-

mark gradvist blevet parallelforskuet nedad, i takt med at kronen er blevet styrket.

Den 10-årige obligationsrente steg med  $\frac{1}{2}$  pct. i forbindelse med svækkelsen af kronen og Nationalbankens renteforhøjelse. Stigningen var dog kun kortvarig, og frem til begyndelsen af maj faldt den lange rente til et niveau omkring  $8\frac{1}{2}$  pct. eller godt  $\frac{1}{4}$  pct. lavere end før valutauroen. Siden årsskiftet har der været tale om et fald på mere end  $\frac{1}{2}$  pct. Det lange dansk-tyske rentespænd blev fra et niveau omkring  $1\frac{1}{2}$  pct. ved udgangen af 1994 udvidet med ca.  $\frac{1}{4}$  pct., men var i begyndelsen af maj tilbage på udgangsniveauet fra omkring årsskiftet. Frem til midten af maj indsnævredes det dansk-tyske rentespænd yderligere en smule.

Renten på realkreditobligationer har fulgt udviklingen i de lange statsobligationer. Den toneangivende realkreditobligation med en pålydende rente på 6 pct. og udløb i 2026 havde en effektiv rente på  $9\frac{1}{4}$  pct. i begyndelsen af maj. Efter forhøjelsen af mindsterenten til 7 pct. er denne serie imidlertid lukket. I indeværende år er nyudstedelser primært sket i obligationer

Tabel 1                      30-årige realkreditobligationer (annuitet)  
ultimo april 1995

| Kuponrente   | Udestående        | Ændring i<br>udestående i 1995 | Effektiv rente |
|--------------|-------------------|--------------------------------|----------------|
| Procent p.a. | Milliarder kroner |                                | Procent p.a.   |
| 6 .....      | 161               | -9,3                           | 9,31           |
| 7 .....      | 30                | 0,8                            | 9,59           |
| 8 .....      | 18                | 4,7                            | 9,74           |
| 9 .....      | 26                | 8,3                            | 9,95           |
| 10 .....     | 24                | 7,0                            | 10,46          |

Anm.: Omfatter obligationsserier åbnet efter den 30. juni 1993.

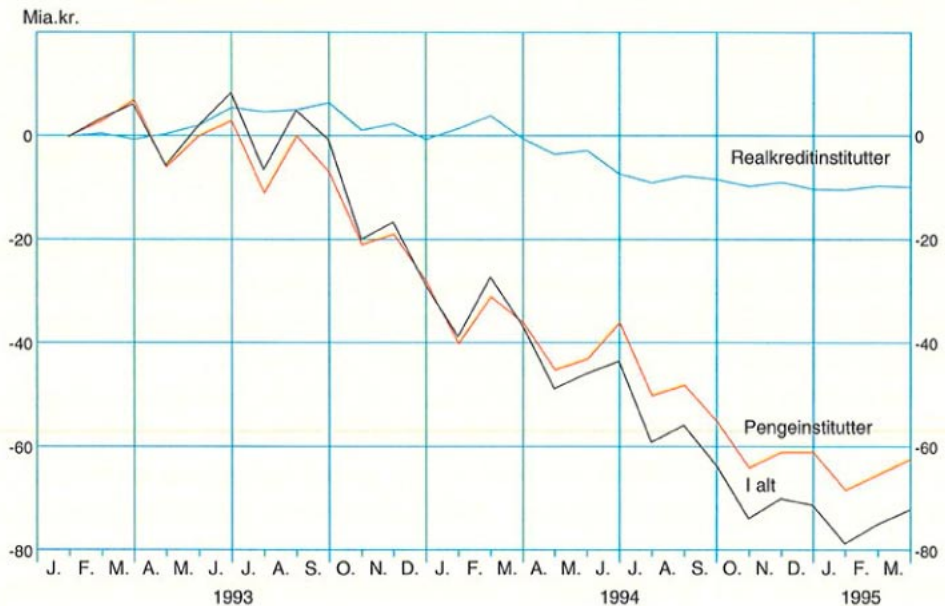
med kuponrenter på 9 og 10 pct., jf. tabel 1. En del af udstedelserne i 9 og 10 pct. obligationer er resultat af låneomlægninger fra lavt forrentede til højt forrentede lån, idet en del låntagere har ønsket at sikre sig en konverteringsgevinst i tilfælde af et fremtidigt rentefald. Den effektive rente på 30-årige realkreditobligationer med en pålydende rente på 10 pct. lå i begyndelsen af maj ca. 0,9 pct. over den effektive rente på 7 pct. obligationer, som har mindst konverteringssandsynlighed. Denne merrente i forbindelse med omlægninger til højt forrentede lån er imidlertid kun i begræn-

set omfang slået igennem på boligejernes nettoydelse. Dette må formodes at have bidraget til den beskrevne udvikling.

### *De erhvervsmæssige udlån*

Trods konjunkturopsvinget er kreditformidlingen til erhvervssektoren reduceret. Fra begyndelsen af januar 1993 til udgangen af marts 1995 er pengeinstitutternes erhvervsmæssige udlån - specielt i valuta - reduceret kraftigt, hvilket yderligere forstærkes af et fald i realkreditinstitutternes udlån til erhvervsmæssige formål. Siden januar 1993 er kreditgivningen til erhvervssektoren faldet med 75 mia.kr., jf. figur 4.

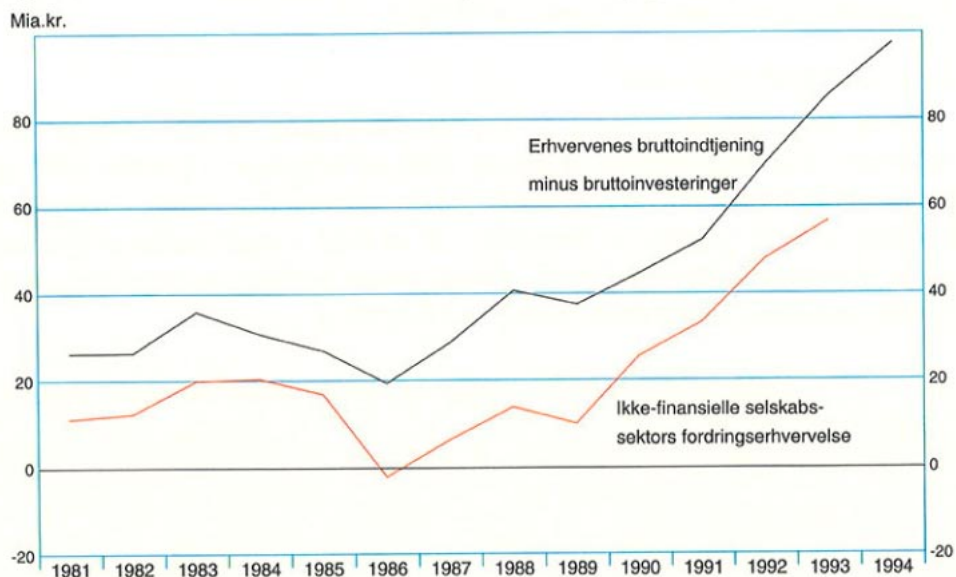
*Udlån til erhverv fra penge- og realkreditinstitutter* Figur 4



Anm.: Inklusive udlån fra danske pengeinstitutters filialer og datterbanker i udlandet. Akkumuleret fra januar 1993. Korrigeret for tab og hensættelser.

Der er ingen tegn på, at det fortsatte fald i kreditgivningen dækker over en omlægning af lån fra danske til udenlandske pengeinstitutter. Ifølge Nationalbankens betalingsstatistik har danske erhvervsvirksomheder nedbragt låntagningen i udlandet med i alt omkring 30 mia.kr. i løbet af 1993 og 1994. Dette beløb indbefatter ændringer i låntagningen hos danske bankers filialer og datterbanker i udlandet. Da låntagningen hos disse i henhold til bankstatistikken ligeledes er nedbragt med omkring 30 mia.kr., har nettolåntagningen hos andre pengeinstitutter i udlandet stort set været uforan-

Figur 5 *Erhvervssektorens finansielle opsparing*



dret. Udlån fra de herværende enheder af udenlandske pengeinstitutter har i de seneste år ligget nogenlunde konstant på 4½ mia.kr. Der er således ikke tegn på, at udenlandske banker i nævneværdigt omfang har forøget deres markedsandel af kreditgivningen til dansk erhvervsliv.

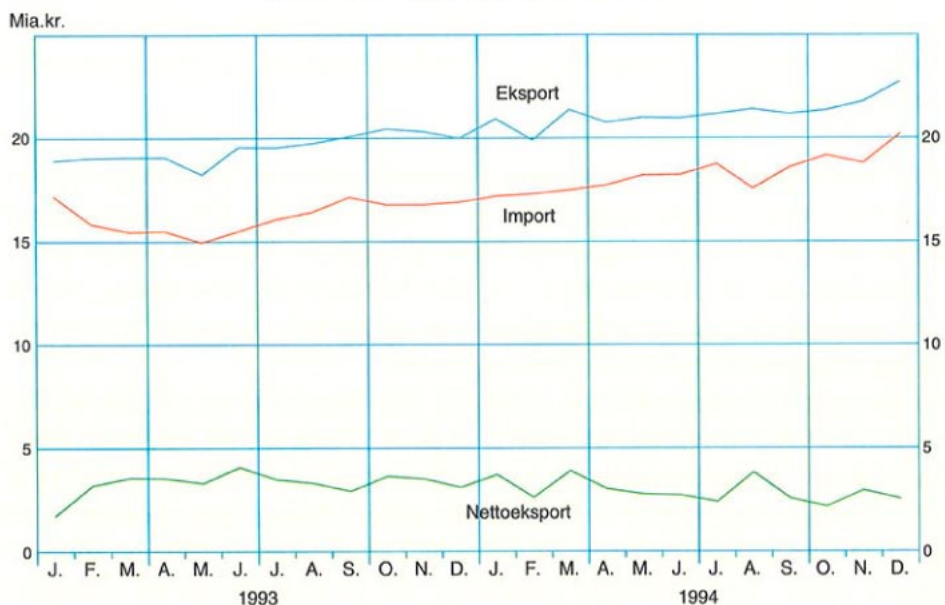
Da indtjeningen i erhvervssektoren har været større end investeringerne, er virksomhedernes finansielle nettoopsparing forbedret markant, jf. figur 5. Nationalregnskabets opsplitning af nettofordringserhvervelsen på sektorer foreligger kun til og med 1993. Erhvervenes bruttoindtjening fratrasket bruttoinvesteringerne foreligger til og med 1994 og kan bruges som indikator for udviklingen i virksomhedernes finansielle opsparing. Denne indikator steg yderligere fra 1993 til 1994 og forventes at stagnere på dette høje niveau i 1995. Virksomhedernes finansielle nettoopsparing i 1993-94 kan på denne baggrund anslås til i alt 120 mia.kr. Erhvervssektoren har således som helhed ikke haft behov for tilførsel af fremmedkapital, og det kan derfor næppe overraske, at låneefterspørgselen har været beskedent.

#### *Betalingsbalancens løbende poster*

Der har siden overgangen til INTRASTAT, det nye system for indberetning af handelstal for den interne EU-handel, været betydelige problemer med udenrigshandelsstatistikken. Danmarks Statistik har derfor delvist

*Udenrigshandelen 1993-94*  
(Sæsonkorrigerede tal, ekskl. skibe mv.)

Figur 6



måttet basere de offentliggjorte handelstal på skøn. Efter en nærmere sammenligning af udenrigshandelsstatistikken med tal fra bl.a. momsstatistikken og Nationalbankens betalingsstatistik er det nu Danmarks Statistiks opfattelse, at de offentliggjorte handelstal sandsynligvis undervurderer importen for 1994 med ca. 5 mia.kr. I de offentliggjorte handelstal er der ikke foretaget korrektioner i konsekvens heraf, men i forbindelse med offentliggørelsen er problemet og dets sandsynlige størrelse nævnt. Problemerne med udenrigshandelsstatistikken har tillige betydet, at der ved redaktionens slutning endnu ikke foreligger handelstal længere frem end til og med december 1994.

Med forbehold for den usikkerhed, der er omkring de offentliggjorte handelstal, og uden den nævnte sandsynlige korrektion er det samlede overskud på handelsbalancen inklusive skibe mv. for 1994 foreløbigt opgjort til 38½ mia.kr., eller ca. 4½ mia.kr. mindre end for året før. Set i forhold til 1993 var der en stigning på godt 8 pct. i eksporten og en stigning på knap 13 pct. i importen.

Efter en vis udfladning på et højt niveau i 3. kvartal 1994 steg den sæsonkorrigerede udførsel betydeligt i 4. kvartal, hvor der gennemsnitligt blev eksporteret for knap 22 mia.kr. pr. måned, jf. figur 6. Set i forhold til 4. kvartal 1993 svarer dette til en stigning på 8½ pct.

Udviklingen i den sæsonkorrigerede indførsel er forløbet parallelt til udviklingen i udførslen. Efter en udfladende tendens i 3. kvartal 1994 var der tale om en markant stigning i 4. kvartal, hvor der gennemsnitligt blev importeret for mere end 19 mia.kr. pr. måned, en stigning på 14 pct. i forhold til samme periode året før.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er foreløbigt opgjort til knap 22 mia.kr. eller knap 9 mia.kr. mindre end for 1993. Som nævnt ovenfor må overskuddet dog anses for overvurderet. Ud over nedgangen i overskuddet på handelsbalancen var der forringelser vedrørende rejser, renter, ensidige betalinger og betalinger til og fra EU, mens der var en forbedring vedrørende andre tjenester end rejser.

Stigningen i underskuddet på rente- og udbytteposten var på 2½ mia.kr. fordelt med knap 2 mia.kr. på renter og godt ½ mia.kr. på udbytter. Sammenligningen af renteposten for henholdsvis 1993 og 1994 er påvirket af forskydninger som følge af vedhængende renter i forbindelse med det store salg af danske statsobligationer til udlandet i slutningen af 1993 og tilbagesalget i 1994. Dette forhold indebærer en overvurdering af nettorenteudgifterne for 1994 og en tilsvarende undervurdering for 1993.

I 1. kvartal 1995 har nettorentebetalingerne været næsten 2½ mia.kr. lavere end for samme periode året før, hvor der var betydelige udgifter i forbindelse med udlændinges nedbringelse af deres beholdninger af kroneobligationer.

### *Kapitalbevægelserne*

Udlændinge tilbagesolgte kroneobligationer for 3½ mia.kr. i 1. kvartal. Denne kapitaleksport modsvarede af en kapitalimport af næsten samme størrelse som følge af indlændinges salg af udenlandske obligationer. Virksomhedernes lånetransaktioner og privatpersoners kapitaltransaktioner medførte en kapitaleksport på henholdsvis 3½ mia.kr. og knap 3 mia.kr.

Indadgående og udadgående direkte investeringer var stort set i balance. Kapitalbevægelser, der hidrører fra direkte investeringer, varierer ofte betydeligt fra måned til måned og er ofte domineret af intra-koncern transaktioner. Fx har udenlandske virksomheder i de seneste år oprettet holdingselskaber i Danmark og herfra foretaget direkte investeringer i udlandet. Sådanne transaktioner udøver ingen væsentlig indflydelse på de samlede nettokapitalbevægelser. Med fradrag af denne type forretninger har det samlede transaktionsomfang vedrørende direkte investeringer været beskedent i årets 1. kvartal.

Pengeinstitutternes udlandsstilling faldt svarende til en kapitalimport på 7 mia.kr., primært på grund af formindskede kronemellemværender med udenlandske enheder.

Statens lånetransaktioner var stort set neutrale, og valutareserverne steg i 1. kvartal med 2,8 mia.kr. til 56,9 mia.kr. ved udgangen af marts. Ved udgangen af april var valutareserverne steget yderligere til 57,5 mia.kr.

Den foreløbige opgørelse for april viser, at der i denne måned blev solgt kroneobligationer til udlændinge for knap 9 mia.kr.

### *Prisudviklingen*

Forbrugerpriserne steg med 2,4 pct. fra 1. kvartal 1994 til 1. kvartal 1995. Selv om prisstigningerne således fortsat kan betegnes som moderate, har tendensen været opadgående i nogen tid. I Tyskland er prisstigningerne aftagende, således at der ikke længere er tale om, at de danske prisstigninger er lavere end de tyske, som det var tilfældet i de forudgående næsten 5 år.

Ses der bort fra moms og andre afgifter, stiger priserne dog lidt mindre, idet nettoprisindekset, som belyser forbrugerpriserne fraregnet disse forhold, i 1. kvartal var 2,2 pct. højere end året før.

Som det fremgår af tabel 2, kan den tiltagende stigning i nettopriserne tilskrives en række forhold. Den stigende økonomiske aktivitet i de fleste industrilande har medført en forholdvis kraftig vækst i en række råvarepriser, ligesom færdigvarepriserne ikke længere er stabile. Det indebærer alt i alt, at importpriserne det seneste år er øget  $2\frac{1}{2}$  - 3 pct. Hertil kommer, at fødevarepriserne de seneste måneder har været omkring  $4\frac{1}{2}$  pct. over niveauet for et år siden, ikke mindst som følge af ganske voldsomme stigninger i priserne på kartofler og kaffe. Disse prisstigninger på høstfølsomme varer må dog anses for værende af en midlertidig karakter. Endelig er der tale om en vis stigning i den markedsbestemte indenlandske inflation, som det ses af størrelsen "Andre faktorer" i tabel 2. Dette udtryk for den underliggende inflation er dog fortsat under niveauet fra 1993, hvor import- og fødevarepriserne til gengæld var stabile eller vigende, så stigningen i nettoprisindekset det år blev den laveste i en årrække.

Tendensen til stærkere prisstigninger end tidligere kan umiddelbart findes i engrospriserne på dansk fremstillede varer, også når der ses bort fra fødevarer. Den seneste tids forøgelse af inflationen er således en påmindelse om, at de forudgående års fremskridt med hensyn til stabilisering af priserne ikke uden videre kan ventes fastholdt. Den stærke aktivitetsfremgang har hastigt mindsket såvel arbejdsløsheden som den ledige pro-

Tabel 2

## Udvikling i nettopriserne

|                                        | Netto-<br>pris-<br>indeks | Energi | Import <sup>1)</sup> | Indenlandske priser |                |                |                            |                                      |
|----------------------------------------|---------------------------|--------|----------------------|---------------------|----------------|----------------|----------------------------|--------------------------------------|
|                                        |                           |        |                      | I alt               | Føde-<br>varer | Bolig-<br>post | Offent-<br>lige<br>ydelser | Andre<br>fak-<br>torer <sup>2)</sup> |
|                                        |                           |        |                      |                     |                |                |                            |                                      |
|                                        |                           |        |                      |                     |                |                |                            |                                      |
|                                        |                           |        |                      |                     |                |                |                            |                                      |
| 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                                  |
| 1994 .....                             | 1,6                       | -3,1   | 2,1                  | 2,0                 | 3,0            | 1,6            | 2,4                        | 1,6                                  |
| 1993 1. kv.                            | 1,5                       | -1,7   | 0,6                  | 1,9                 | -0,8           | 2,0            | 1,7                        | 3,2                                  |
| 2. -                                   | 1,3                       | -2,4   | -0,6                 | 1,9                 | -0,4           | 2,2            | 1,7                        | 2,8                                  |
| 3. -                                   | 1,6                       | 1,1    | -0,3                 | 1,9                 | -0,2           | 2,3            | 1,4                        | 2,7                                  |
| 4. -                                   | 1,4                       | -0,5   | 0,1                  | 1,8                 | 0,9            | 1,9            | 2,0                        | 1,9                                  |
| 1994 1. kv.                            | 1,3                       | -2,2   | 1,2                  | 1,7                 | 1,2            | 1,7            | 1,5                        | 1,9                                  |
| 2. -                                   | 1,6                       | -1,5   | 2,2                  | 1,7                 | 2,4            | 1,6            | 1,6                        | 1,5                                  |
| 3. -                                   | 1,8                       | -3,9   | 2,3                  | 2,1                 | 4,1            | 1,5            | 3,3                        | 1,4                                  |
| 4. -                                   | 1,9                       | -4,6   | 2,6                  | 2,3                 | 4,2            | 1,8            | 3,2                        | 1,6                                  |
| 1995 1. kv.                            | 2,2                       | -2,8   | 2,7                  | 2,5                 | 4,5            | 2,0            | 3,2                        | 1,9                                  |

<sup>1)</sup> Ud over de importvarer, der indgår i energi- og fødevarerposterne.

<sup>2)</sup> Posten "Andre faktorer" har en overvægt af tjenesteydelser, der traditionelt stiger mere i pris end varer, hvorfor vækstraten overvurderer den underliggende inflation, jf. Kvartaloversigten, februar 1994.

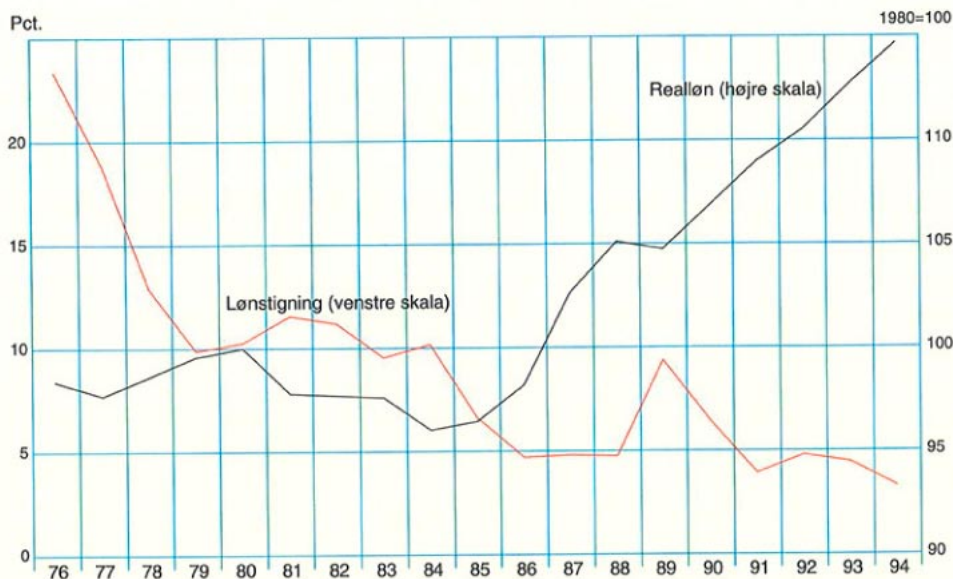
duktionskapacitet. Det er vigtigt, at der i denne situation ikke opstår pris- og lønstigninger, som savner realøkonomisk baggrund i form af produktforbedringer og produktivitetsstigninger.

Der kan iagttages visse tegn på kapacitetsproblemer. Kapacitetsudnyttelsen i industrien er gået markant i vejret, men kapaciteten øges som følge af de stigende investeringer. Samtidig vil forventningen om en mere moderat økonomisk vækst mindske presset for en yderligere hurtig udbygning af kapaciteten. Inflationsrisikoen er i højere grad knyttet til lønudviklingen. Selv om den gennemsnitlige ledighed fortsat er høj, er arbejdsløsheden særdeles ujævnt fordelt såvel fagligt som geografisk.

Timelønnen i industrien var 3,1 pct. højere end året før i 3. kvartal 1994, og stigningen var dermed af samme størrelsesorden som stigningen i produktiviteten. De centralt aftalte dele af de nyligt indgåede overenskomster

## Lønstigninger og realløn

Figur 7



Anm.: Reallønnen er opgjort som den gennemsnitlige timeløn deflateret med forbrugerpriserne. Lønstigningen er væksten i timelønnen to år tidligere.

på arbejdsmarkedet giver i sig selv ret beskedne lønstigninger, men slutresultatet afhænger af det videre forløb på virksomhedsniveau og kendes derfor ikke endnu. Den skærpede konkurrence via bl.a. Det Indre Marked og svækkelsen af en række landes valutaer må forventes at føre til en større omkostningsbevidsthed end tidligere. Hertil kommer den direkte prisdæmpende effekt via lavere importpriser, end det ellers ville have været tilfældet i de kommende måneder, som følge af, at den effektive kronekurs er steget ca. 4 pct. siden årsskiftet.

På baggrund af de ovennævnte forhold må det anses for overvejende sandsynligt, at væksten i forbrugerpriserne kan fastholdes på det aktuelle niveau omkring 2½ pct. i de kommende måneder. På lidt længere sigt er det afgørende, at den ventede fortsatte beskæftigelsesfremgang ikke som i tidligere opsving fører til inflationære lønstigninger. Den gunstige real-lønsudvikling de seneste år, jf. figur 7, viser, at moderate lønstigninger er nøglen til en fremgang i reallønnen.

#### *Pengeinstitutternes adgang til usikret overtræk på konti i Nationalbanken*

Siden 1988 har pengeinstitutterne skullet stille sikkerhed for udlånssaldoen ved dagens slutning. I løbet af dagen har der derimod været adgang til overtræk uden særlig sikkerhedsstillelse.

Overtræksadgangen inden for dagen benyttes i forbindelse med afvikling af betalinger mellem pengeinstitutterne, herunder betalinger som følge af værdipapirafviklingen og clearingen af detailtransaktioner.

Denne adgang til usikret overtræk inden for dagen vil blive afviklet over de kommende tre år. Pengeinstitutterne blev orienteret herom i brev af 20. marts 1995, jf. side 44-45.

Beslutningen er et led i igangværende drøftelser mellem pengeinstitutterne og Nationalbanken om ændringer i betalingsafviklingen i Nationalbanken. Disse drøftelser har bl.a. taget udgangspunkt i de gennem de seneste år fastsatte internationale krav og standarder for betalingssystemer, jf. Kvartalsoversigten, August 1994, side 32-39.

## Pengepolitikken i 1994

v/professor, Ph.D. Niels Blomgren-Hansen

*Optakten: Suspensionen af EU's valutakurssamarbejde i august 1993. En pengepolitisk succes.*

Med beslutningen d. 2. august 1993 om at udvide udsvingsgrænserne i ERM-valutakurssamarbejdet til 15 pct. kom Danmark i samme kurspolitiske situation som Østrig og de nordiske lande. Disse lande havde før valutakrisen i 1992 ensidigt erklæret, at de betragtede det som den centrale pengepolitiske målsætning at fastholde stabile kurser i forhold til D-Marken/ECU-en. Uden sikkerhedsnet i form af gensidig interventionsforpligtelse og automatiske finansieringsfaciliteter. Det var i valutakurspolitisk henseende ikke et attraktivt selskab. Kun for Østrig var politikken lykkedes. De nordiske lande havde allerede i efteråret 1992 måttet kapitulere over for massive spekulative pres og nedskrive værdien af deres mønt i en grad, som var ude af trit med den realøkonomiske situation, og som må antages at ville belaste disse landes økonomier med et alvorligt valutapolitisk troværdighedsproblem i mange år fremover.

"Markedet" kan ikke bebrejdes, at det med bortfaldet af det hidtidige valutakurspolitiske sikkerhedsnet under den danske krone stillede spørgsmålstegn ved Danmarks *vilje* og *evne* til at fastholde kronens værdi i forhold til D-Marken. Det følger af markedslogikken, at myndighedernes evne og vilje til at fastholde den udstukne politik vil blive testet, hvis udviklingen giver anledning til tvivl. Og det gjorde den. Ganske vist havde Danmark et komfortabelt overskud på betalingsbalancens løbende poster og en lav inflationstakt. Men arbejdsløsheden var høj og stigende, og den socialdemokratisk ledede regering havde gjort det til sit højest prioriterede mål at "knække ledighedskurven". Til imødegåelse af stigningen i ledigheden var der allerede med virkning for 1993 gennemført en markant finanspolitisk ekspansion af traditionelt tilsnit, og for 1994 planlagdes en forstærkelse af denne politik med - i international sammenhæng - moderat men dog markant stigende statsfinansielt underskud til følge. Ud fra en beskæftigelsesmæssig betragtning var det et lyspunkt, at obligationsrenten havde været faldende, både absolut og i forhold til det tyske renteniveau. Det havde stimuleret boligmarkedet og forbruget. Denne konjunkturstimulans kunne forsvinde, hvis fastholdelse af kronekursen krævede en længerevarende stram pengepolitik. Endelig hører det med i billedet, at kronens fastlåsning

til D-Marken havde resulteret i en real appreciering (= svækket konkurrenceevne) i takt med, at UK, Italien og de nordiske lande i efteråret 1992 nødtvungent måtte depreciere. Denne udvikling stillede spørgsmålstejn ved, om ECU-en eller D-Marken fortsat var det ideelle "anker" for en dansk fastkurspolitik.

Den pengepolitiske reaktion var som forventet. Regeringen og Nationalbanken erklærede, (a) at der ikke er grundlag for at ændre kronens centralkurs over for de hidtidige kernelande i EF's valutasamarbejde, (b) at målsætningen for den danske valutakurspolitik fortsat var at fastholde en stabil valutakurs over for disse lande, (c) at forventningsskift i højere grad end hidtil ville få lov at slå igennem i kurserne, og (d) at overgangsproblemer kunne medføre, at kronen i en kortere periode ville blive svagere, end fundamentale forhold tilsagde. (Statsministerens udtalelse af 2. august 1993 og nationalbankdirektør Erik Hoffmeyers udtalelse af 13. august 1993).

Nationalbankens og regeringens erklæringer kunne ikke hindre et massiv pres på kronen. Trods en udvidelse af spændet mellem den danske og tyske 3-mdr.rente fra ca. 0 pct. før krisen til omkring 6 pct. under og i månederne umiddelbart efter og trods intervention i valutamarkedet til støtte for kronen på over 50 mia.kr. nåede prisen på D-Mark medio august op på 4,15 kr., en stigning på 8 pct. i forhold til ultimo juni (3,84 kr.).

Myndighederne bestod troværdighedstesten og krisen blev kortvarig. Krisehåndteringen var en ubetinget succes. Den korte rente kunne hurtigt igen nedsættes, og spændet til den tyske korte rente indsnævredes i de kommende måneder til tæt på nul. Den lange rente forblev stort set uanfægtet, og ved årets udgang var prisen på D-Mark igen på den hidtidige øvre  $2\frac{1}{4}$  pct. udsvingsgrænse, godt 3,90 kr.

Ses året under ét, er det vanskeligt overhovedet at se spor af, at 1993 var et valutakurspolitisk skæbneår. Prisen på D-Mark var ultimo året tæt på den hidtidige øvre interventionsgrænse og kun marginalt højere end ved årets begyndelse. Obligationsrenten og pengeinstitutternes rentesatser faldt over året med knap 3 procentpoint og margenen i forhold til den tyske obligationsrente reduceredes fra  $1\frac{3}{4}$  procentpoint ved årets begyndelse til godt  $\frac{1}{2}$  procentpoint ved årets slutning. Tilsyneladende var eneste blivende effekt af ERM-samarbejdets sammenbrud og den deraf resulterende øgede valutakursusikkerhed en vis omlægning af udlandsgælden. Ses bort fra overskuddet på betalingsbalancens løbende poster reducerede den private (inden- og udenlandske) sektor sine kronepositioner med netto et halvt hundrede mia.kr., en disposition, som myndighederne i alt væsentligt akkommoderede ved, at staten optog udlandslån af samme størrelsesorden,

og Nationalbanken solgte valutaprovenuet til den private sektor. Monetaristisk indstillede observatører ville måske kunne se et bekymrende tegn i en stigning i pengemængden på godt 11 pct. mod en stigning i nominel BNP af størrelsesordenen 6 pct. (4 kv. over samme periode året før). På baggrund af rentefaldet må nedgangen i omløbshastigheden imidlertid karakteriseres som endog meget beskeden.

#### *1994: Skuffede forventninger.*

I lyset af den spektakulære stabiliseringspolitiske succes i 1993 må 1994-resultaterne forekomme jævne, for ikke at sige skuffende.

Efter to år med kriser var den finansielle internationale udvikling relativ uddramatisk. De vigtigste træk var en næsten monoton svækkelse af US-\$ i forhold til D-Mark på i alt henimod 10 pct. efter en styrkelse af næsten samme størrelsesorden gennem det foregående år. Dollarens svækkelse i forhold til D-Marken indtraf trods en gradvis forhøjelse af den amerikanske korte rente med ca. 3 procentpoint og en nedsættelse af den tyske med ca. ½ procentpoint. Denne ret markante ændring i rentestrukturen for korte papirer slog ikke igennem på den lange rente. I begge lande steg obligationsrenten med godt 2 procentpoint.

Med den succesrige udgang på markedets test på de danske pengepolitiske myndigheders evne og vilje til at fastholde kronekursen i 1993 og de relativ taknemmelige ydre vilkår burde betingelserne for en yderligere markant demonstration af, at kronen ubetinget hører hjemme i den hårde gruppe af valutaer omkring D-Marken have været til stede. Fortsat komfortabelt betalingsbalanceoverskud, lav inflation og pæn vækst (og dermed mindsket incitament til at føre "uansvarlig" ekspansiv penge- og valutakurspolitik) gjorde det naturligt at forvente, at markedet ville belønne indsatsen med en fortsat reduktion af rentespændet til Tyskland og en yderligere styrkelse af kronen med den ikke uvæsentlige symbolværdi at placere kronen klart inden for de gamle ERM-udsvingsgrænser.

Det lykkedes for Belgien, som havde været genstand for en lignende troværdighedstest som Danmark. I årets første uger kom Bfr. op over den gamle centralkurs i forhold til D-Marken, hvor den siden har holdt sig. Rentespændet til Tyskland reduceredes yderligere, både fsva. den korte rente og den lange rente.

I Danmark var udviklingen tilsvarende gunstig i årets første uger. Men allerede i februar begyndte det at gå mindre godt. Kronen svækkedes i forhold til D-Marken, og gennem resten af året lå prisen på D-Mark over den

hidtidige øvre interventionsgrænse. Ikke meget. Men formentlig nok til at cementere indtrykket af, at den danske beslutsomhed mht. at fastholde kronens værdi i forhold til D-Mark i et snævert bånd omkring centralkursen ikke skulle tages helt så bogstaveligt som Beneluxlandenes ditto. Udviklingen på obligationsmarkedet var tilsvarende utilfredsstillende. Efter et lavpunkt i januar-februar på  $\frac{1}{4}$  procentpoint udvidedes spændet mellem den danske og den tyske obligationsrente hen over sommeren til ca.  $1\frac{1}{2}$  procentpoint og forblev på dette niveau året ud.

Det kan umiddelbart undre, at Danmark ikke i højere grad kunne realisere den dobbelte målsætning at styrke kronen (bringe den tæt op ad centralkursen) og fastholde et relativ ubetydeligt spænd mellem den danske og den tyske obligationsrente. Der synes ikke at være træk i den internationale finansielle udvikling, der kan forklare den skuffende udvikling i Danmark. Som nævnt afviger udviklingen på de finansielle markeder i Danmark fra februar og frem markant negativ fra udviklingen i Belgien, som det i denne forbindelse forekommer naturligt at sammenligne Danmark med. Ej synes forklaringen at kunne findes i en uventet negativ vending i den indenlandske økonomiske og politiske udvikling.

#### *1994: Mål, midler og restriktioner.*

Forudsat, at målene mht. kurs- og renteutvikling ikke var (er) i uoverensstemmelse med "fundamentals" eller rettere markedets oplevelse af disse - og det synes ikke at have været tilfældet - skulle det være en opgave, der ligger inden for det pengepolitiske råderum, at realisere de angivne mål.

Kort fortalt er den pengepolitiske opgave at akkommodere udbuddet af de forskellige finansielle fordringer til den efterspørgselsstruktur, den private inden- og udenlandske sektor ønsker, *givet* den tilstræbte rente og valutakurs, og at gøre det på en sådan måde, at politikken ikke destabiliserer nervøse og ikke altid lige sofistikerede markedsagenters forventninger.

Den private sektors finansielle portefølje kan groft opdeles på fire fordringstyper: indenlandske likvide fordringer, indenlandske illikvide fordringer (obligationer), udenlandske likvide fordringer og udenlandske illikvide fordringer (obligationer). Tilsammen udgør de den private sektors finansielle formue, der på kort sigt er givet af opsparings- og (real)investeringsbeslutninger og følgelig upåvirkelig af pengepolitiske indgreb. Det efterlader tre frihedsgrader i de finansielle porteføljers sammensætning.

Nationalbankens vigtigste pengepolitiske instrumenter til at påvirke den private sektors porteføljestruktur og dermed (obligations)rente og kronens internationale værdi, er (a) renten på pengeinstitutternes ind- og udlån i Nationalbanken, (b) statens og Nationalbankens nettoudbud af obligationer, og (c) Nationalbankens køb og salg af valuta. Et alternativt, potentielt stærkt pengepolitisk instrument er intervention i valutaterminsmarkedet, et instrument som Nationalbanken dog traditionelt har været ret tilbageholdende med at bruge, og som det i det følgende skal ses bort fra.

Alle tre instrumenter påvirker de to pengepolitiske målvariabler på velkendt måde. Salg af valuta (køb af kroner) styrker kronen. Men samtidig inddrages likviditet, hvilket - ved uændrede satser for pengeinstitutternes ind- og udlån i Nationalbanken - vil føre til fald i pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken og reduktion i obligationsefterspørgselen og dermed til stigning i obligationsrenten. En forhøjelse af Nationalbankens rentesatser vil smitte af på pengeinstitutternes rentesatser og derved give såvel pengeinstitutter som den private sektor i øvrigt et incitament til at nedbringe dens nettoporteføljer af obligationer og udenlandske fordringer med styrkelse af kronen og stigning i obligationsrenten til følge. Endelig vil øget udbud af statsobligationer presse obligationsrenten i vejret, øge pengeinstitutternes nettolåntagning i Nationalbanken (ved uændrede rentesatser) og fremme nettokapitalimporten (styrke kronen).

Den *relative* styrke, hvormed de tre instrumenter påvirker de pengepolitiske mål er imidlertid forskellig. Økonomisk teori tilsiger, at et pengepolitisk instrument vil have relativ større effekt på det marked, som det umiddelbart påvirker, end et pengepolitisk instrument, der kun påvirker det pågældende marked indirekte.

Dette princip har umiddelbare implikationer mht. den rette politik sammensætning. Ønsker de pengepolitiske myndigheder på samme tid at styrke den danske krone og sænke obligationsrenten (eller undgå en svækkelse af den danske krone og en stigning i obligationsrenten som reaktion på mindsket tillid til fastkurspolitikken) vil det mest åbenbare indgreb være at sælge valuta og købe obligationer ( mindske nettoudbuddet af statsobligationer). Men det er også muligt at opnå samme resultat ved andre kombinationer af indgreb. Fx. ved at sælge valuta og sænke pengemarkedsrenten eller ved at købe obligationer og hæve pengemarkedsrenten. Eller ved en kombination af disse par af indgreb.

De praktiske muligheder for at realisere flere mål afhænger af, hvor forskelligt de virker. Forskelligheden i instrumenternes virkning afhænger på sin side af, i hvilken grad agenterne opfatter de forskellige fordringstyper

som forskellige. Jo ringere substitutter, jo større forskellighed i de enkelte instrumenters effekt.

Beslutningen om at udvide udsvingsmarginen i ERM-samarbejdet og den deraf affødte større volatilitet på de finansielle markeder og øgede bevidsthed om fordringernes forskellighed betyder alt andet lige større kurs- og rentereaktioner, hvis der opstår spændinger mellem den private sektors ønskede og faktiske porteføljestruktur og dermed et øget behov for akkommoderende pengepolitik, hvis udsvingene i kurser og rentesatser ønskes begrænset. Men også øgede muligheder for at føre en aktiv stabiliserende pengepolitik. Forudsat, at myndighederne er indstillet på at bruge sine pengepolitiske instrumenter.

I efteråret 1993 bekræftede regeringen og Nationalbanken ved aftale den hidtidige praksis, hvorefter statens underskud fortsat skal dækkes ved salg af indenlandske statspapirer, således at statens udenlandske låntagning primært har til formål at sikre tilstrækkelige valutareserver. Aftalen kan ses som en udmøntning af Maastricht-aftalens forbud mod at finansiere underskud på offentlige finanser ved låntagning i centralbankerne eller ved salg af statspapirer *direkte* til centralbankerne. Efter sin ordlyd kan aftalen forekomme uden den store pengepolitiske betydning. Den er således ikke eksplicit til hinder for, at Nationalbanken aktivt kan intervenere i obligationsmarkedet og derigennem bidrage til at imødegå en uønsket udvikling på obligationsmarkedet.

Ordvalget i Nationalbankens omtale af aftalen i årets beretning indikerer imidlertid, at Nationalbanken fortolker aftalen mere restriktivt, og at sigtet hermed er at stabilisere forventningerne. I beretningen s. 34 hedder det således, "at fuld dækning af det indenlandske finansieringsbehov ved udstedelse af statspapirer i national valuta er en praksis, der følges i de stabilitetsorienterede økonomier, som dansk økonomi normalt sammenlignes med". I forlængelse heraf signaleres og demonstreres, at Nationalbanken afstår fra (i større omfang) at købe obligationer i markedet til støtte for dette, en politik som af "markedet" ville kunne fortolkes som en *indirekte* finansiering af det statsfinansielle underskud, om end til markedsrente, og dermed som et "svaghedstegn". I beretningen s. 33 præciseres det således, at Nationalbankens transaktioner i obligationsmarkedet for egen regning i 1994 gav anledning til større forskydninger end normalt i pengeinstitutternes nettostiling, men at disse transaktioner hovedsagelig var opkøb af skatkammerbeviser med kort restløbetid ved udgangen af kvartalsmånederne. Sådanne transaktioner er at betragte som et element i Nationalbankens likviditetsstyring og ikke som et middel til at påvirke den lange rente.

Principielt kan det tænkes, at markedet reagerer så nervøst og uforudsigeligt på brug af et instrument, *in casu* intervention i obligationsmarkedet, at de pengepolitiske myndigheder gør klogest i at afstå fra brug heraf, og måske tillige at *forpligte* sig til i al fremtid - uanset den pengepolitiske udfordring - at afstå herfra. Man kan endog principielt tænke sig, at markerne opfatter det forhold, at de pengepolitiske myndigheder afstår fra at bruge et pengepolitisk instrument som et så uomtvisteligt tegn på styrke, at de afstår fra at teste myndighedernes faktiske vilje og evne til at forsvare fastkurspolitikken.

Der er fire argumenter for at nære skepsis mht. en sådan strategi. (1) Troværdigheden af den kurspolitiske forpligtelse må alt andet lige svækkes, hvis de pengepolitiske myndigheder "nedrufter" ved at afstå fra at bruge de midler, de faktisk råder over. (2) Det har en pris at afstå fra at bruge et pengepolitisk instrument, en pris som afhænger af fremtidens pengepolitiske udfordringer, og som derfor ikke kan forudsiges. (3) Finder de pengepolitiske myndigheder engang i fremtiden prisen for at afstå fra at bruge det pågældende instrument for høj og alligevel ønsker at gøre brug af det, kan markedet meget vel overfortolke "regimeskiftet" som et "svaghedstegn", hvorved de pengepolitiske myndigheder har skabt sig et nyt og måske alvorligere troværdighedsproblem.

#### *1994: Nye udfordringer. Uændret strategi.*

Udviklingen i den primære likviditet, centrale rentesatser og kronens internationale værdi under og i perioden efter valutauroen i efteråret 1992 og efteråret 1993 giver et vist belæg for den opfattelse, at den skuffende udvikling på obligations- og valutamarkederne i 1994 kan tænkes at skyldes, at Nationalbanken ikke i tilstrækkelig grad erkendte, at valutakrisen i efteråret 1993 ikke blot var en gentagelse af det midlertidige spekulative pres mod kronen i efteråret 1992, men et *permanent* skifte i den private sektors ønskede porteføljestruktur som reaktion på det *valutakurspolitiske regimeskifte* ved ERM-samarbejdets suspension og deraf følgende forventet større volatilitet i kursrelationerne.

Tabel 1 viser ændringerne i den primære likviditet på halvår. Den primære likviditet er her defineret som mønt- og seddelomløb og pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken. Det følger af de definatoriske sammenhænge, at ændringer i den primære likviditet modsvarer af (1) statsfinansernes likviditetspåvirkning (statens nettofinansieringsbehov med fradrag af statens nettosalg af krone-obligationer), (2) Nationalbankens

Tabel 1 *Forskellige faktorerers påvirkning af den primære likviditet*

|                      | Ændring i indenlandsk primær likviditet, netto | Statsfinansernes likviditetspåvirkning | Nationalbankens nettokøb af obligationer mv. | Nationalbankens nettokøb af valuta |
|----------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------------|
|                      | Milliarder kroner                              |                                        |                                              |                                    |
| 1992 2. halvår ..... | -16                                            | 3                                      | -1                                           | -18                                |
| 1993 1. halvår ..... | 8                                              | -3                                     | 2                                            | 9                                  |
| 2. - .....           | -38                                            | 1                                      | 3                                            | -42                                |
| 1994 1. halvår ..... | 34(18)                                         | 1                                      | 16(0)                                        | 17                                 |
| 2. - .....           | -11 (2)                                        | -1                                     | -13(0)                                       | 3                                  |

Anm.: Tallene i parentes er korrigeret for, at Nationalbankens transaktioner i obligationsmarkedet i 1994 hovedsagelig vedrørte skatkammerbeviser med kort restløbetid og derfor ikke påvirkede det egentlige obligationsmarked.

nettokøb af obligationer (med tillæg af andre, mindre transaktioner af tilsvarende karakter) og (3) Nationalbankens køb af valuta i markedet.

Disse faktorer udgør udbudssiden. Men heraf følger ikke, at den primære likviditet er ensidigt udbudsbestemt. Under danske institutionelle forhold giver det bedre indblik at fokusere på efterspørgselssiden. Dvs. at se udviklingen i den primære likviditet som en afspejling af den private (inden- og udenlandske) private sektors *ønskede* nettoposition i likvide kronefordringer, *givet* rentestruktur, valutakurs og ikke mindst forventninger til kursudviklingen og usikkerheden herom.

Set i dette perspektiv tegner der sig et billede af pengepolitikken i 1992 og 1993 som en i det store og hele succesfuld kombination af afpassede defensive reaktioner *under* valutakriserne og en fleksibel tilpasning af udbuddet til efterspørgselen *på tværs af kriserne*. Pengepolitikken 1994 fremstår derimod som klart ikke-akkommoderende.

Valutauroen mod udgangen af 1992.2 resulterede i et markant ønske om omlægning fra (netto)kronefordringer til (netto)fordringer i udenlandsk valuta. Nationalbanken reagerede med en kombination af betydeligt valuta salg og en kraftig udvidelse af spændet mellem den korte rente i Danmark og i Tyskland. Det indenlandske likviditetsudbud (summen af statsfinansernes likviditetspåvirkning og Nationalbankens nettokøb af obligationer for egen regning) forblev stort set uændret, helt i overensstemmelse med Nationalbankens ovenfor omtalte afkald på brugen af dette pengepolitiske instrument. Den førte pengepolitik ville efter sit design ikke have kunnet

hindre, at den ønskede porteføljeomlægning slog ud i en svækkelse af kronkursen og/eller en stigning i obligationsrenten. Det ville, jf. den teoretiske mål-middel analyse ovenfor have krævet, enten at Nationalbanken havde *nedsat* den korte rente og solgt valuta i betydeligt større omfang (hvilken politik givetvis ville have affødt forståelsesproblemer og derfor må afskrives som urealistisk), eller at Nationalbanken havde gennemført den valgte pengepolitik med større kraft og suppleret den med nettokøb i obligationsmarkedet.

Presset på kronen tog hurtigt af og i 1993.1 redresserede Nationalbanken sin krisepolitik. Men vægtningen af de to benyttede pengepolitiske instrumenter var ikke helt den samme som den, hvormed den strammede til i efteråret 92. Den korte rente sattes kraftigere ned, både absolut og i forhold til den tyske, og opkøbene af valuta i markedet blev kun halvt så store som salget i det foregående halvår. Spændet mellem den danske og den tyske obligationsrente indsnævredes fra godt 1 procentpoint til ca.  $\frac{1}{4}$  procentpoint (et minimum i nyere økonomisk historie), samtidig med at kronens værdi i forhold til D-Marken steg til et niveau tæt på centralkursen. Denne meget positive udvikling er i overensstemmelse med den, man skulle forvente på baggrund af den internationale valutauros ophør og den genoprettede tillid til den danske krone, et betragteligt overskud på betalingsbalancens løbende poster og den førte pengepolitik. Det resulterende lave danske renteniveau - både absolut og i forhold til det tyske - betød, at efterspørgselen efter kronefordringer ikke fuldt ud nåede op på samme niveau som før krisen. Nationalbanken akkommoderede ved mindre opkøb af valuta (dvs. nettosalg for perioden 1992.2-1993.1 under ét). Man kan som nævnt ovenfor diskutere, hvorvidt en lidt anden vægtning af de pengepolitiske instrumenter i forløbet kunne have bidraget til at mindske de midlertidige udsving i obligationsrenten og kronens værdi i forhold til D-Mark og derved til at stabilisere forventningerne. I 12-måneders perspektivet forekommer pengepolitikken imidlertid ubetinget veldesignet.

I begyndelsen af 1993.2 ramtes den danske krone så igen af en international valutakrise. Hårdere end i efteråret 1992. Den pengepolitiske reaktion var den samme som året før, om end vægtningen af indgrebene var anderledes. Den absolutte udvidelse af det korte rentespænd til Tyskland var af samme størrelsesorden,  $6\frac{1}{2}$  procentpoint, men salget af valuta nåede op på et beløb, der var tre gange så stort, godt 50 mia.kr., dog uden at det kunne hindre en betydelig midlertidig svækkelse af kronen. Krisen blev som den foregående kortvarig. Ved årets udgang var både det korte og det lange rentespænd kun marginalt højere end før krisen, og prisen på D-Mark

Tabel 2

*Rente- og kursudvikling*

|      |                 | Kort<br>rente<br>Danmark<br>ult. | Kort<br>rente<br>Tyskland<br>ult. | Lang<br>rente<br>Danmark<br>ult. | Lang<br>rente<br>Tyskland<br>ult. | Ændring<br>i kort<br>rente-<br>spænd | Ændring<br>i langt<br>rente-<br>spænd | Ændring<br>i kronens<br>værdi i<br>forhold<br>til DM |
|------|-----------------|----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------------------------|
|      |                 | Pct. p.a.                        |                                   |                                  |                                   | Pct. point                           |                                       | Pct.                                                 |
| 1992 | 2. halvår ..... | 15,1                             | 8,6                               | 8,9                              | 7,2                               | 5,6                                  | 0,6                                   | -0,8                                                 |
| 1993 | 1. halvår ..... | 7,4                              | 7,4                               | 6,9                              | 6,6                               | -6,5                                 | -1,4                                  | 0,8                                                  |
|      | 2. - .....      | 6,2                              | 5,8                               | 6,1                              | 5,5                               | 0,4                                  | 0,3                                   | -1,5                                                 |
| 1994 | 1. halvår ..... | 5,9                              | 4,9                               | 8,2                              | 7,1                               | 0,6                                  | 0,5                                   | -0,6                                                 |
|      | 2. - .....      | 6,0                              | 5,2                               | 9,1                              | 7,7                               | -0,2                                 | 0,3                                   | 0,0                                                  |

var efter den kraftige stigning i begyndelsen af august gradvis faldet tilbage til et niveau nær den hidtidige øvre udsvingsgrænse. I halvårsperspektiv tegner der sig også denne gang det billede, at Nationalbanken gennem salg af valuta stort set akkommoderede udbuddet af likvide krone- og valutafordringer til den ændrede efterspørgsel med den anførte meget moderate rentestigning og kun beskeden svækkelse af kronen til følge.

Som i forbindelse med valutakrisen i efteråret 1992 kan der argumenteres for, at en noget kraftigere midlertidig stigning i den korte rente kombineret med nettokøb af obligationer kunne have bidraget til at begrænse svækkelsen af kronen og den i øvrigt overraskende moderate udvidelse af spændet mellem den danske og tyske obligationsrente og derved til at mindske markedets vurdering af usikkerheden omkring den danske krone og kursen på danske værdipapirer og stabilisere forventningerne. I krisens sidste fase i de sidste måneder af 1993 og starten af 1994 ville en noget anden vægtning i pengepolitikken ligeledes kunne have bidraget til at stabilisere udviklingen på de finansielle markeder. Den korte rente sænkedes hurtigt og kraftigt og var i januar igen nede på tysk niveau. I retrospektiv ser det ud som om denne rentesænkningspolitik var *for* aggressiv. Udenlandske investorer betragtede den korte danske rente for lav i forhold til det forventede afkast af kortvarige placeringer i kroneobligationer og foretog ganske massive spekulative opkøb af danske kroneobligationer finansieret med korte kronelån i danske pengeinstitutter. Transaktionen påvirkede ikke valutamarkedet, men den aggressive nedsættelse af den korte rente bidrog gennem disse spekulative opkøb og efterfølgende tilbagesalg til fluktuationer i markedet. En mindre drastisk nedsættelse af den korte rente

ville ikke nødvendigvis have resulteret i et mindre fald i obligationsrenten. En afsmitning fra den korte rente ville have kunnet imødegås ved en kombination af køb af valuta og køb af obligationer.

Udviklingen i 1994.1, er på mange måder identisk med udviklingen i 1993.<sup>1)</sup> I begge perioder ser vi et opkøb af valuta fra Nationalbankens side og en tilsvarende stigning i den private sektors nettolikviditet, der svarer til ca. halvdelen af valutasalget under den foregående valutakrise.

Men der er en underliggende markant forskel.

I 1993.1 kan udviklingen fortolkes som resultatet af, at investorernes ønsker om at holde kronefordringer var usvækket i forhold til perioden før den kortvarige spekulative krise i 1992.2, og den faktisk mindre end fulde retablering af den tidligere kronefordringsportefølje som en følge af en bevidst pengepolitik (nettosalg af valuta og nedsættelse af den korte rente) med det formål at styrke kronen og reducere spændet mellem den danske og den tyske obligationsrente.

I 1994.1 tegner der sig et ganske andet billede. Valutatilbagestrømmningen og den tilsvarende forøgelse af kronelikviditeten var lille i forhold til den forudgående valutaudstrømning *på trods af* en udvidelse af spændet mellem den danske og den tyske rente i begge ender af spektret. Samtidig svækkedes kronen.

En samtidig svækkelse af kronen og stigning i obligationsrenten kan principielt forklares som resultat af en kombination af køb af valuta i markedet og en pengepolitisk stramning i form af en forhøjelse af den korte rente og/eller nettoobligationssalg.

Dansk pengepolitik gennem 1994.1 rummer faktisk disse elementer. Nationalbanken (a) opkøbte valuta og (b) udvidede spændet mellem den korte rente i Danmark og Tyskland.

Der synes således at være klare indikationer af, at pengepolitikken i 1994 isoleret set kan have bidraget til den relativ negative udvikling på såvel valuta- som obligationsmarkedet i 1994 og dermed ikke bidraget til at fastholde og understøtte de forudgående måneders gunstige udvikling.

Denne konstatering af pengepolitikens mulige medansvar for den skuffende udvikling på valuta- og obligationsmarkederne i 1994 efterlader to

---

<sup>1)</sup> Statistikken viser, at Nationalbanken foretog relativt betydelige opkøb af obligationer i 1994.1 og solgte en stort set tilsvarende mængde i 1994.2. Statistikken er imidlertid misvisende. Handlerne var hovedsagelig likviditetsteknisk begrundede transaktioner i skatkammerbeviser med kort restløbetid. Sådanne papirer er i realiteten likvide fordringer og Nationalbankens opkøb heraf har følgelig ingen effekt på obligationsmarkedet eller (ud over den rent statistiske) på den private sektors primære nettolikviditet. Der er følgelig i nedenstående vurdering af den førte pengepolitik lagt til grund, at Nationalbanken som hidtil har forholdt sig ude af det egentlige obligationsmarked.

spørgsmål: (1) Hvad var Nationalbankens motiv til at føre den beskrevne pengepolitik? (2) Er den en tilstrækkelig forklaring på udviklingen?

Motivanalyse hører som bekendt ikke til de mest eksakte videnskaber. En mulighed kan være, at Nationalbanken opfattede den private sektors mindskede efterspørgsel efter kronefordringer i efteråret 1993 som en temporær porteføljeomlægning, som den i det store og hele var villig til at akkommodere, og at den i begyndelsen af 1994 forventede, at den private sektor nu ønskede at retablere den hidtidige porteføljestruktur. Dette ville (som i 1993.1) indebære tilbagesalg af valutaforordringer, fortsat styrkelse af kronen og faldende obligationsrente, samtidig med at Nationalbanken kunne redressere den forudgående periodes valutasalg.

Forudsætningen for, at tilbagekøb kunne ske uden negativ effekt på kronkursen var imidlertid ikke til stede. Den private sektors porteføljeomlægning var i hvert fald delvis begrundet i det valutapolitiske regimeskifte og derfor permanent. På den baggrund fik den førte pengepolitik karakter af en bestræbelse på at påtvinge den private sektor en større portefølje af kronefordringer end denne ønskede ved det pengepolitiske tilstræbte - og i begyndelsen af 1994 næsten realiserede - kurs- og renteniveau. Den herved fremkaldte spænding mellem den påtvungne og den ønskede porteføljestruktur slog (utilsigtet) ud i en svækkelse af kronen og et stigende renteniveau.

Den relative svækkelse af kronen (sammenlignet med udviklingen efter 1992-krisen og den fortsatte styrkelse af den belgiske franc) og udvidelsen af spændet mellem den danske og den tyske obligationsrente forekommer imidlertid kraftigere end pengepolitikken umiddelbart kan forklare.

En uheldig timing har formentlig forstærket effekten. Valutakøbene og den pengepolitiske stramning sattes ind i en fase, hvor prisen på D-Mark stadig lå noget over centralkursen, og hvor udenlandske investorer havde opbygget betydelige porteføljer af danske kroneobligationer finansieret af kortsigtede danske kronelån. I denne labile fase kan den førte pengepolitik af nervøse markedsagenter være opfattet som et signal om, at det måske alligevel ikke var Danmarks politik at lade kronen fuldt ud følge D-Marken, og at fastholde (eller yderligere indsnævre) det opnåede lille spænd mellem den danske og den tyske obligationsrente. Implikationen af denne fortolkning af pengepolitikken var, at der ikke længere var udsigt til (hurtig) gevinst ved at holde danske obligationer og andre forordringer denomineret i danske kroner, og reaktionen et nettosalg af danske forordringer, hvorved den negative kurs- og renteutvikling forstærkedes.

*1994: Behov for et pengepolitisk kursskifte?*

Udviklingen gennem 1994 har til fulde bekræftet den gamle erkendelse, at de finansielle markeder er i forventningernes vold, og at de pengepolitiske myndigheder må tage et stort hensyn til, hvorledes udtalelser og indgreb påvirker markedets forventninger. Spørgsmålet er, hvilken pengepolitik, der er bedst til at stabilisere forventningerne.

Det kan argumenteres for, at Nationalbanken i en række år har haft stor succes med den strategi, at det statsfinansielle underskud fuldt ud skal finansieres ved nettosalg af kroneobligationer, og at Nationalbanken generelt undlader for egen regning at operere i obligationsmarkedet. Det kan af markedet være opfattet som et tillidsvækkende tegn på "fasthed", og værdisen heraf kan have opvejet ulempen af, at de pengepolitiske myndigheder herved gav afkald på dette pengepolitiske instrument.

1994-erfaringerne rejser imidlertid det spørgsmål, om der med det valutakurspolitiske regimeskifte er behov for en revurdering af den pengepolitiske strategi.

Der synes at kunne argumenteres for, at forventningerne til den fremtidige valutakurs er blevet mere labile, efter at kronen ikke længere er knyttet til D-Marken med gensidige forpligtelser, at forventningerne derfor i højere grad genereres af den faktiske kursudvikling, og at der derfor nu er et mere udtalt behov for en pengepolitik, der konsekvent og ensidigt styrer efter at fastholde kronen og obligationsrenten på spor, der signalerer stabilitet og troværdighed. Dvs. efter en kronekurs, der konsekvent ligger tæt på centralkursen over for D-Mark, og en obligationsrente, der kun udviser et minimalt spænd i forhold til den tyske obligationsrente.

Hvis en sådan stabiliseringspolitik skal lykkes, er det nok nødvendigt, at Nationalbanken gentager sig retten til og i fornødent omfang demonstrerer viljen til at bruge *hele* sit pengepolitiske instrumentarium.

## Pengepolitikken i 1994

v/professor, dr.oecon. Claus Vastrup

### *Indledning*

Den økonomiske vækst i Danmark i 1994 var med knap 4½ pct. den højeste i de sidste 10 år og samtidig højere end i de øvrige europæiske lande (undtagen Irland). På samme måde adskilte 1994 sig fra de nærmest foregående år ved, at udviklingen på valuta- og kapitalmarkederne var præget af ro og uden de store ændringer i valutakurserne og de korte rentesatser. Det var alene i markedet for de længerevarende obligationer, at der skete større ændringer i form af rentestigninger og kursfald. Den lange rente steg med 2½-3 pct. point og var som følge heraf ultimo 1994 bragt tilbage på det niveau, som gjaldt inden rentefaldet i 1993. Rentespændet mellem Danmark og Tyskland steg med ca. 1 pct. i 1994, og resten af stigningen i den lange rente var derfor en direkte følge af rentestigninger på de internationale kapitalmarkeder.

Som følge af denne stigning i den lange rente påvirkede de finansielle markeder i 1994 den realøkonomiske udvikling i Danmark i kontraktiv retning. Den ekspansive påvirkning kom især fra den lempelse af finanspolitikken, som var blevet vedtaget året inden. De skattelettelser, som trådte i kraft primo 1994, var sammen med forsinkede virkninger af rentefaldet og konverteringerne i 1993 årsag til, at det private forbrug steg med godt 7 pct. Forholdsvis rigelig produktionskapacitet medførte, at de faste bruttoinvesteringer kun steg med ca. 3½ pct., mens det kollektive forbrug med en stigning på ca. ½ pct. var den mindst ekspansive efterspørgselskomponent i 1994. Det internationale konjunkturopsving medførte, at eksporten voksede med små 7 pct., men som følge af en importstigning på ca. 10½ pct. faldt nettoeksporten, og udlandets samlede bidrag til produktionsvæksten i Danmark var derfor negativ. Som følge heraf blev betalingsbalancen forringet med ca. 10 mia. kr., men overskuddet i 1994 var dog stadig så stort som ca. 20 mia.kr. svarende til godt 2 pct. af BNP.

På trods af den kraftige stigning i produktionen faldt den samlede beskæftigelse fra 1993 til 1994 med i alt ca. 2.400 personer. Faldet var koncentreret i den offentlige sektor, hvor beskæftigelsen blev reduceret med godt 9.000 personer. I den private sektor var der tale om en stigning i beskæftigelsen på knap 7.000 personer, og især igennem året var fremgangen i beskæftigelsen meget udtalt. Denne udvikling i produktion og beskæfti-

gelse afspejler både reelle produktivitetstigninger og en almindelig observeret forsinkelse i reaktionen på ændringer i produktion og afsætning. Prisstigningerne var med 2 pct. stadig lave, men dog lidt højere end i det foregående år.

### *Valuta- og pengemarkedet*

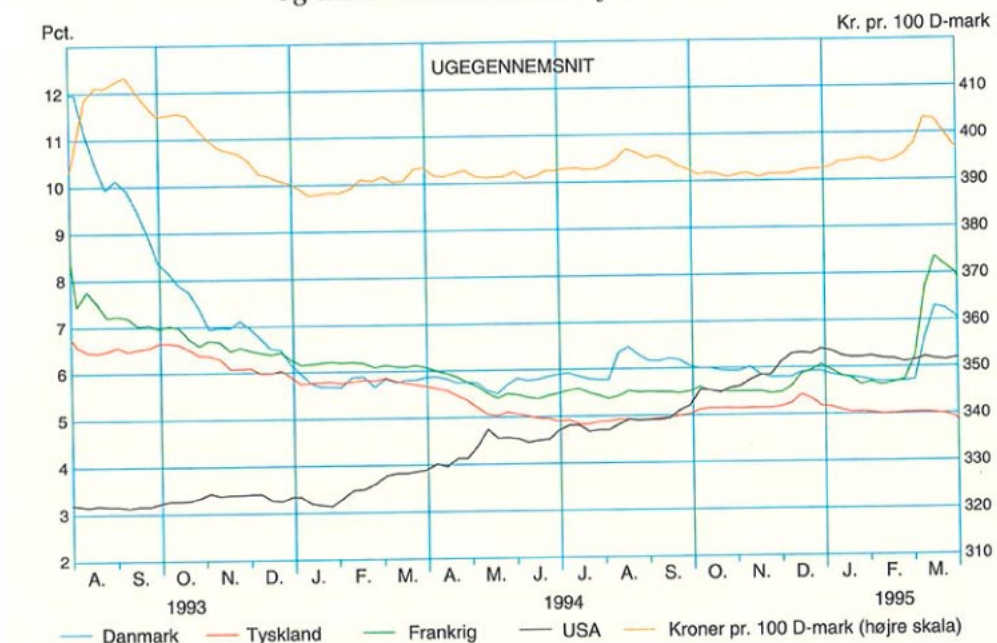
EMS-krisen i august 1993 medførte, dels at den hidtil gældende udsvingsmargin på  $\pm 2\frac{1}{4}$  pct. for kurserne på de deltagende valutaer blev udvidet til  $\pm 15$  pct., og dels at nogle kernelandes valutaer, herunder den danske krone, midlertidig deprecierede i forhold til DM. Tilbagestrømning af valuta i november og december 1993 bragte DM-kursen i dansk regning tilbage på niveau med den tidligere nedre interventionsgrænse. DM-kursen holdt sig på dette niveau igennem det meste af 1994, idet de rolige forhold for den danske krone på valutamarkederne kun er blevet afbrudt i forbindelse med uro om den svenske krone i en kort periode i august. Denne uro smittede i mindre omfang, men kun midlertidig af på de danske valutakurser og rentesatser.

I forbindelse med tilbagestrømningen af valuta i slutningen af 1993 samt i januar 1994 lod Nationalbanken pengemarkedssatserne falde uafhængigt af renteudviklingen på de øvrige europæiske markeder. Men fra og med februar 1994, da kursen på danske kroner var kommet tilbage i det gamle bånd, lod Nationalbanken de korte rentesatser bevæge sig i takt med de tilsvarende rentesatser i andre kernelande i EMS'en. På dette tidspunkt skete der således en ændring i Nationalbankens rente- og likviditetspolitik, som herefter synes at have haft til formål at stabilisere de korte pengemarkedsrenter og især valutakursudviklingen. Selvom der er sket ændringer i forholdet mellem rentesatser for forskellige løbetider, er denne politik med en kort afbrydelse i august 1994 blevet fortsat frem til den mere omfattende valutauro på de europæiske markeder i marts 1995, jf. figur 1.

For at fastholde pengemarkedssatserne var Nationalbanken, formentlig som følge af en mindre stigning i den korte rente i udlandet, nødt til at sælge valuta mod kroner i de sidste par måneder af 1994 og i begyndelsen af 1995. Nationalbanken har således i perioder med rolige valutaforhold forsøgt at stabilisere DM-kursen omkring det tidligere nedre interventionspunkt gennem forholdsvis stabile pengemarkedssatser og mindre interventioner på valutamarkedet.

USD's værdi på valutamarkederne faldt med ca. 11 pct. i løbet af 1994. I begyndelsen af 1995 accelererede dette fald, og som følge heraf opstod der også pres på nogle af de europæiske valutaer. Deprecieringer af SEK og

Figur 1 *3-måneders pengemarkedsrenter og dansk kronekurs over for D-mark*



Anm.: For Danmark renten ved genkøb af statspapirer.

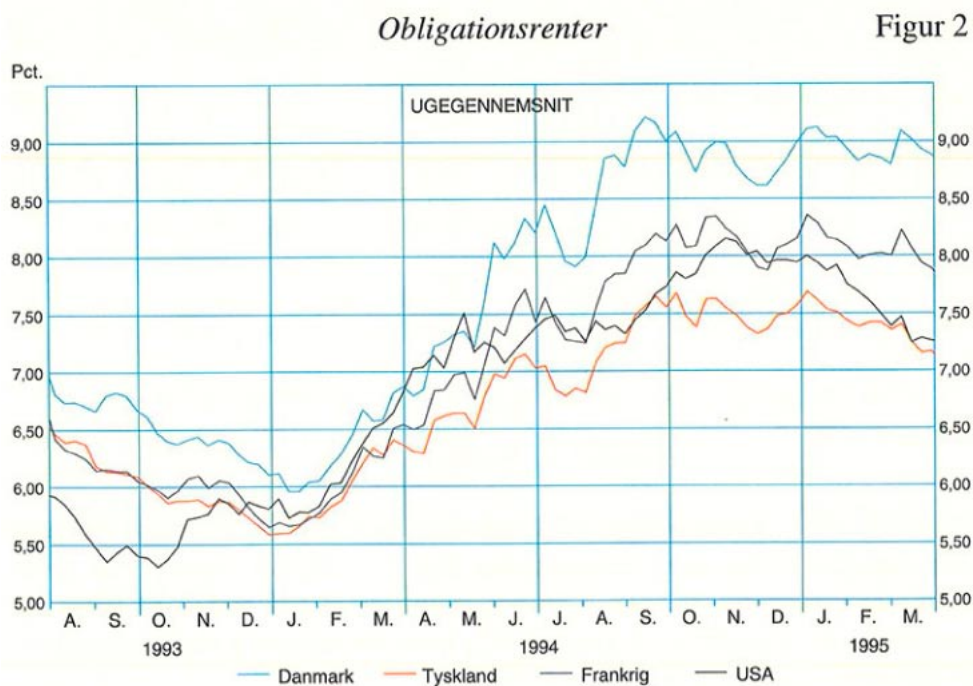
GBP medførte, at den danske krone blev udsat for et nedadgående pres i slutningen af februar og især i begyndelsen af marts 1995. Når deprecieringen af et lands valuta kan føre til pres på et andet lands valuta, er det en følge af den indbyrdes samhandel og den forringelse af konkurrenceevnen, som en sådan depreciering udløser hos konkurrenterne. Selvom det ofte anføres i den offentlige debat, behøver valutamarkedets aktører således ikke at forveksle danske med svenske kroner, for at en sådan spekulation kan opstå.

Ligesom andre europæiske centralbanker imødegik Nationalbanken ikke presset mod den danske krone i begyndelsen af 1995 med en kraftig og hurtig forhøjelse af de korte rentesatser. Formentlig som følge af det nye europæiske valutakursregime lod Nationalbanken krisen vise sig i form af en ændret valutakurs for danske kroner og alene en moderat forhøjelse af den korte rente på godt 1 pct. Det skete tilsyneladende uden intervention på valutamarkedet og dermed uden støtteopkøb af den danske krone. Sammenlignet med valutakriserne i det gamle og snævre EMS-samarbejde var der således tale om en ny politik, hvor centralbankernes renteforhøjelse og

intervention på valutamarkederne ikke spiller nær så stor en rolle som tidligere. I stedet for forhøjelser af den korte rente skal valutaspekulanter især rammes af de valutakursændringer, som følger af spekulation ved en næsten uændret likviditet. De europæiske centralbanker synes således at anlægge en ny strategi i perioder med uro på de europæiske valutamarkeder. Det er muligvis et resultat af erfaringerne fra efteråret 1993 og i hvert fald ensbetydende med, at der ikke umiddelbart er behov for indbyrdes likviditetsstøtte mellem de europæiske centralbanker. Den tyske Forbundsbank har således frigjort sig fra sin interventionsforpligtelse, der medførte en stigning i den tyske pengemængde, når støtten blev aktuel. For de øvrige lande i det tidligere valutasamarbejde kan ændringen betyde en lidt højere risikopræmie i renten for de lidt længere løbetider.

### *De internationale markeder og den lange rente*

Efter et fald igennem hele 1993 begyndte den lange rente i februar 1994 at stige fra et niveau på godt 6 pct. for 10-årige statsobligationer, jf. figur 2. Stigningen fortsatte frem til halvårsskiftet, hvor den effektive rente var knap 8½ pct. Efter et fald på godt ½ pct. i juli steg renten i august til



Anm.: 10-årige statsobligationer.

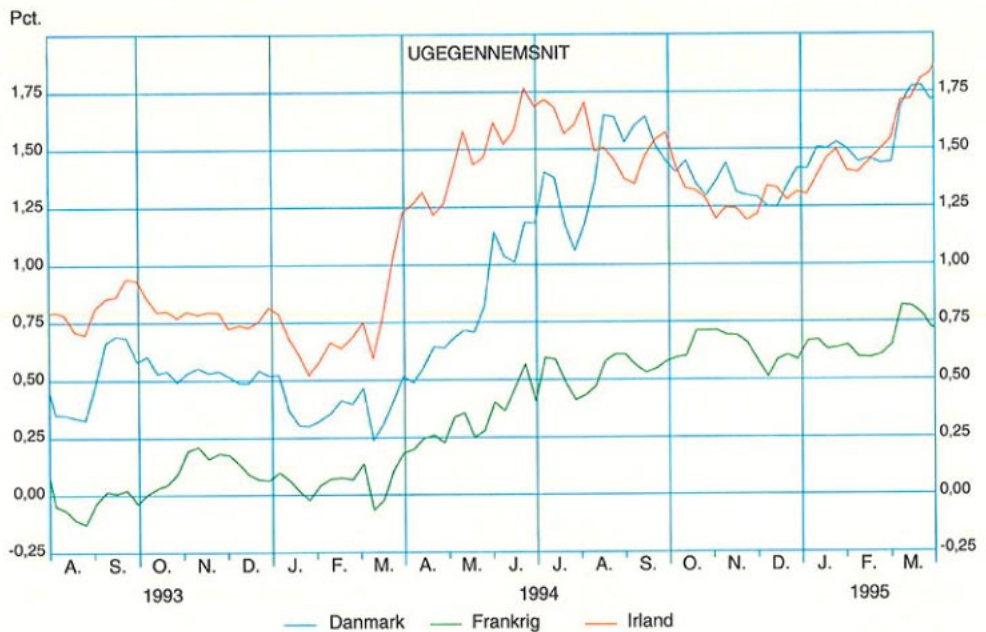
godt 9 pct. og holdt sig omend med udsving på dette niveau frem til årets udgang.

Den lange rente blev fastholdt på det samme niveau under valutakrisen i 1. kvartal 1995.

Næsten hele den kraftige stigning i den lange rente fandt således sted fra februar til marts 1994 og dermed samtidig med rentestigninger i bl.a. USA, Tyskland og Frankrig. Rentestigningen i Danmark og Tyskland forløb dog ikke helt parallelt, idet rentespændet for 10-årige statsobligationer i slutningen af 1993 lå stabilt på ca. 0,5 pct. point, men faldt derefter og svingede siden mellem 0,25 og 0,5 pct. point i perioden januar-marts 1994, jf. figur 3. Herefter steg rentespændet i løbet af april-juni til 1,35 pct. point ved halvårsskiftet og svingede herefter mellem 1,00 og 1,50 pct. point i

Figur 3

*Rentespænd til Tyskland  
for 10-årige statsobligationer*



2. halvår 1994. I forbindelse med valutauroen i august, der især vedrørte den svenske krone, steg rentespændet dog til 1,75 pct. point. Ved nytår 1995 var rentespændet knap 1,50 pct. point, og det lå stabilt på dette niveau frem til valutakrisen i marts 1995, hvor det samtidig med forhøjelsen af den korte rente steg til 1,75 pct. point.

Udviklingen i den lange rente kan således dekomponeres for det første i

en international komponent eller rente og for det andet i et rentespænd mellem den danske og den internationale rente. Som følge af det tidligere valutakurssamarbejde i EMS'en er det mest naturligt at vælge den tyske rente som det internationale referencepunkt for udviklingen i den danske rente. Både den tyske rente og det dansk-tyske rentespænd steg som omtalt i 1994.

Den internationale rentestigning for lange obligationer begyndte i USA i oktober 1993. Den amerikanske rente steg igen efter centralbankens diskontoforhøjelse i februar 1994, der var den første renteforhøjelse i en længere periode. Pengepolitikken blev strammet yderligere og diskontoen forhøjet flere gange i resten af 1994, hvilket medførte, at både den korte og den lange rente steg. Fra oktober 1993 til maj 1994 steg den lange rente således med knap 2 pct. point, hvilket var mere end den korte og dermed pengepolitisk bestemte rente, som kun steg med 1,5 pct. point. Både det amerikanske renteniveau og rentestrukturen blev derfor ændret væsentligt. Det skete i en periode med stabil og relativ lav inflation, men betydelig realøkonomisk vækst.

I resten af 1994 steg den korte rente med yderligere 2 pct. point, mens den lange rente i denne periode kun blev forøget med 0,5 pct. point. Den amerikanske rentestruktur blev derfor igen forholdsvis flad og især i december fladere end i begyndelsen af 1994. I 1. kvartal 1995 faldt den lange rente med 0,75 pct. ved uændret kort rente, og rentestrukturen blev derfor endnu fladere. Det amerikanske renteniveau var på dette tidspunkt væsentlig højere end i efteråret 1993 og i begyndelsen af 1994.

Den lange rente i Tyskland steg også i 1994, men her var stigningen mindre især i foråret 1994, ligesom renten først begyndte at stige fra årsskiftet 1993/94. Stigningen i den lange rente i Tyskland fandt sted samtidig med, at den tyske pengepolitik blev lempet og den korte rente faldt. Ændringen i rentestrukturen var som følge heraf væsentlig mere udtalt i Tyskland end i USA.

Efter at have været negativ i 1993 var den tyske økonomiske vækst positiv og stigende gennem det meste af 1994. Samtidig var inflationen faldende. Den lange rente var ved årets slutning steget til godt 7,5 pct. mod 8,0 pct. i USA. Den korte rente var med godt 5 pct. ved årets slutning ca. 1 pct. point lavere end ved årets begyndelse, og faldet skete i foråret 1994. Sammenholdt med stigningen i den lange rente er dette ensbetydende med, at den tyske rentestruktur fra at være invers i efteråret 1993 og omkring nytår 1993/94 fik en positiv hældning og gradvis blev stejlere i løbet af foråret 1994. Omkring halvårsskiftet var forskellen mellem den 10-årige

rente og 3-måneders renten således steget til godt 2 pct. point, og i september var rentestrukturen i Tyskland lige så stejl som i USA. Modsat den amerikanske blev den tyske stejle rentestruktur opretholdt i resten af 1994 og under valutauroen i 1. kvartal 1995.

Denne forskel i udviklingen især i de korte rentesatser har formentlig sit modstykke i den faldende værdi af USD på valutamarkedene, hvor USD i forhold til DM faldt med ca. 11 pct. gennem 1994 og med yderligere ca. 10 pct. i 1. kvartal 1995. Den sidste del af faldet blev formentlig understøttet af den amerikanske afhængighed af og støtte til Mexico i forbindelse med dette lands politiske og valutariske krise omkring årsskiftet 1994/95. Denne udvikling med en faldende USD siden årsskiftet 1993/94 er et brud med tendensen i de foregående knap 1½ år. Begge perioder er imidlertid karakteriseret ved en stigning i den korte amerikanske rente set i forhold til den tilsvarende tyske. Mønstret i samvariationen mellem dollarens værdi målt i forhold til DM og ændringer i det amerikansk-tyske rentespænd skiftede således ved indgangen til 1994. Faldet i dollarens værdi har formentlig ikke været forudset af markedet. Faldet har også trukket det britiske pund ned i forhold til DM, ligesom bl.a. svenske kroner er faldet i værdi. Stigningen i den tyske, lange rente er formentlig også uventet som følge af det hurtige omsving til højere aktivitet i Tyskland. Foråret 1994 bød således på flere, ikke forventede ændringer på de internationale finansielle markeder.

Man har i forskellige sammenhænge diskuteret, hvorfor den lange amerikanske rente i perioden oktober 1993/februar 1994 til maj 1994 reagerede så kraftigt på den amerikanske centralbanks stramning af pengepolitikken. Det er i denne forbindelse blevet nævnt, at den store stigning skulle være en reaktion på et for kraftigt rentefald i 1993 (bl.a. Svensson, 1994). Det er også blevet hævdet, at den lange rente siden begyndelsen af 1980'erne synes at have reageret kraftigere på ændringer i den pengepolitiske bestemte, korte rente, og at der synes at have været endnu et brud i de strukturelle sammenhænge i 1994 (Lee og Prasad, 1994). Det er ligeledes blevet hævdet, at risikopræmien indeholdt i den lange rente midlertidig blev forøget som følge af centralbankens pengepolitik i foråret 1994 (Campbell, 1995).

Hvis man betragter en lidt længere periode end foråret 1994, har stramningen af den amerikanske pengepolitik imidlertid ikke gjort rentestrukturen stejlere, men snarere fladere. Det forhold, som påkalder sig interesse, bør derfor snarere formuleres som et spørgsmål om, hvorfor den lange rente i foråret 1994 reagerede så hurtigt i forhold til det første skridt i en grad-

vis stramning af pengepolitikken. Den nærliggende forklaring er, at den amerikanske centralbank i de senere år har tilpasset den korte rente gradvist og dermed langsommere end tidligere, når den ønskede at ændre den korte rente til et nyt niveau. Markedet har observeret denne ændring i adfærden og nok reageret kraftigere på en given ændring, hvis man anvender et kort tidsperspektiv, men især reageret hurtigere på de første, små tegn på en ændring, hvis man anvender det lange tidsperspektiv. Det sidste synspunkt er det rigtige, hvis den pengepolitiske ændring vurderes som rimelig og tidsmæssig velplaceret, hvilket har været tilfældet i 1994. Det følger heraf, at i sådanne tilfælde er der ikke grund til, at centralbanken gradvist ændrer pengepolitikken. Der opnås i hvert fald ikke andet, end at centralbanken kan undersøge, om markedets forventninger accepterer ændringen.

Set fra et europæisk, herunder et dansk synspunkt er det mere interessant, at den lange, tyske rente er steget, samtidig med at den korte rente er faldet. Ved et pengepolitisk fremkaldt fald i den korte rente ville man forvente, at rentestrukturen bliver stejlere som følge af, at forventningerne til de fremtidige, korte rentesatser ikke reduceres så meget som den aktuelle. Derimod vil man normalt ikke forvente, at den lange rente stiger i forbindelse med et pengepolitisk fremkaldt fald i den korte rente.

Forklaringen på den tyske udvikling skal ikke søges i en overvæltning af inflationen i den lange rente, idet den almindelige inflation har været aftagende. Den skal formentlig heller ikke søges i en pengepolitik, som har været begrundet hverken i et hensyn til aktiviteten, sådan som den har udviklet sig, eller i et hensyn baseret på udviklingen i pengemængden, sådan som Forbundsbanken ofte angiver. Pengepolitikken burde i begge tilfælde have været strammet i 1994. Den pengepolitiske lempelse i begyndelsen af 1994 har derfor snarere været begrundet i den aftagende inflation. Man kan selvfølgelig ikke afvise, at en forventet lavere aktivitet også kan have spillet en rolle, men i så fald er både centralbanken og de øvrige agenter på de finansielle markeder i løbet af foråret 1994 blevet overrasket over den kraftige eksportstigning og den heraf fremkaldte realøkonomiske vækst. Som følge af den langsigtede finansierings store betydning for aktiviteten i Tyskland er det mere rimeligt at antage, at det er den højere aktivitet, som har haft betydning for stigningen i den lange rente.

Udviklingen i Tyskland med faldende kort rente og stigende lang rente i 1994 forklares derfor bedst med en for store lande traditionel inflationsstyret pengepolitik og en aktivitetsbestemt lang rente, hvor inflation og aktivitet ikke har svinget i takt. Ifølge en sådan fortolkning har der i 1994 væ-

ret tale om en kraftig stigning i realrenten for lange fordringer, som sammen med apprecieringen af DM både i forhold til USD og i EMS'en vil korrigere eller i hvert fald modificere det igangværende tyske opsving. Det trækker i samme retning, at finanspolitikken er blevet strammet både i 1994 og 1995.

Udviklingen i renten for lange fordringer på de to sider af Atlanterhavet har således for en umiddelbar betragtning været nogenlunde sammenfaldende, men en nærmere analyse sandsynliggør, at der ikke har været tale om en fælles forklaring på rentestigningerne. En sådan fælles forklaring og dermed sammenkædning af renteutviklingen ville også have gjort det vanskeligt at forklare ændringen i kursforholdet mellem USD og DM. En fortolkning, som betragter USA og Tyskland (eller Europa) som store og forholdsvis uafhængige blokke i pengepolitisk forstand, er derfor plausibel.

### *Rentespændet*

De store blokke fastlægger niveauet for renten i små, åbne økonomier og derfor også i Danmark. Denne erkendelse er der i dag ikke mange, som sætter spørgsmålstegn ved. Enigheden omfatter derimod ikke de forhold, som er bestemmende for rentespændet mellem Danmark og udlandet. I den offentlige debat er hele rentespændet eller i hvert fald hele ændringen i rentespændet mellem Danmark og Tyskland ofte blevet forklaret ensidigt ved danske forhold. Da der er tale om en renteforskel mellem to lande, kan man imidlertid ikke på forhånd udelukke, at tyske forhold er en del af forklaringen. I en verden med mange valutaer behøver ændringer i det dansk-tyske rentespænd imidlertid ikke alene at afhænge af bilaterale dansk-tyske forhold. Man kan ikke udelukke forklaringsbidrag også fra forholdene i tredielande.

Efter afskaffelsen af restriktionerne på kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet i midten af 1980'erne kan renteforskelle til udlandet på velfungerende danske kapitalmarkeder kun forklares enten ved transaktionsomkostninger eller ved forventninger om valutakursændringer eller i hvert fald forventninger om denne mulighed. Transaktions- eller handelsomkostninger er formentlig af mindre betydning, når der er tale om renteforskelle mellem interbankmarkeder eller obligationsmarkeder. I alle tilfælde er der ikke rapporteret om en kraftig forøgelse af disse omkostninger i de senere år. Forklaringen på rentespændet og i hvert fald på stigningen i rentespændet imellem Danmark og Tyskland i den betragtede periode skal derfor søges i ændrede forventninger for valutakursændringer, herunder eventuelt en større risikopræmie.

Det ses af figur 2, at den tyske og den danske rente for 10-årige statsobligationer begyndte at stige i januar 1994. Frem til sidste halvdel af marts var der imidlertid tale om et parallelt forløb også med den amerikanske rente og derfor om et næsten konstant rentespænd mellem den danske, den tyske og den amerikanske rente. I slutningen af marts divergerede den amerikanske rente i opadgående retning i forhold til især den tyske rente, og omtrent samtidig begyndte den amerikanske dollar at falde i værdi på de internationale valutamarkeder. Først på dette tidspunkt begynder det dansk-tyske rentespænd at stige fra knap 0,50 pct. point til omkring 1,25 pct. point ved halvårsskiftet. Rentespændet nåede i august-september op på 1,75 pct. point, men i den mellemliggende periode var den lange tyske rente også steget, ligesom der i august var uro om valutakursen for SEK. Herefter svingede rentespændet frem til slutningen af februar 1995 mellem 1,25 og 1,50 pct. point. Under valutakrisen på de europæiske valutamarkeder i marts 1995 steg rentespændet igen til 1,75 pct. point.

Det er værd at bemærke, at stigningen i rentespændet til Tyskland i den betragtede periode ikke alene vedrører Danmark, men er et generelt europæisk fænomen. Således er forøgelsen frem til juli 1994 kraftigere for det irsk-tyske end for det dansk-tyske rentespænd. Det skyldes formentlig, at foruden de nævnte forhold viste også det britiske pund svaghedstegn i den omtalte periode, og britiske pund er væsentlige for den irske eksport og konkurrenceevne. Også det fransk-tyske rentespænd blev forøget både i foråret 1994 og i foråret 1995, og stigningen satte ind på omtrent samme tidspunkt som stigningen i det dansk-tyske rentespænd. Både rentespændet og stigningen i rentespændet er dog mindre i det franske end i det danske tilfælde. Den relativt store stigning i det dansk-tyske rentespænd kan formentlig forklares ved Danmarks relativt udsatte position i det europæiske valutasamarbejde. Danmark (og Irland) har sammenlignet med andre EMS-lande en relativ større samhandel med Sverige og UK. De sidstnævnte lande opgav begge deres fastkurspolitik og devaluerede i 1992.

Rentespændet i forhold til Tyskland for flere europæiske valutaer er således fælles om at stige i 1994. Stigningerne begynder omkring det tidspunkt, hvor de eksterne forhold i form af valutakurser og andre landes rentesatser forværres for de pågældende lande. Størrelsen af stigningen i det enkelte rentespænd synes at afhænge af, hvor meget de eksterne forhold forværres for det pågældende land. Da valutakurser og rentesatser i USA, England og Sverige ikke er en følge af den økonomiske udvikling i f.eks. Irland og Danmark, har eksterne faktorer i tredielande været i hvert fald

medvirkende til stigningen i de omtalte rentespænd. Som følge heraf og fordi de nævnte spændinger ikke har haft betydning for renteforskellen mellem danske realkreditobligationer og danske statsobligationer, har disse spændinger været relateret til valutakurserne. Den dansk-tyske valutakurs har dog ikke ændret sig, netop fordi rentespændet har fået lov til at stige. Selvom eksterne faktorer kan forklare en væsentlig del af stigningen i det dansk-tyske rentespænd i 1994, er det ikke ensbetydende med, at en forøgelse af rentespændet på andre tidspunkter ikke kan opstå som følge af budgetunderskud og merinflation. Det kræver alene, at disse forhold fremkalder forøget risiko eller forventninger om valutakursændringer.

### *Pengepolitikken*

Der er således forskel på rentedannelsen i store og små lande. I de sidstnævnte afhænger renten af valutakursforventningerne og renten i de store lande. Valutakursforventninger for små lande er ikke til alle tider entydigt bestemt af en enkelt eller to variabler. Derimod kan en enkelt uligevægtskabende faktor på et hvilket som helst tidspunkt virke destabiliserende på disse forventninger og dermed påvirke renten i et mindre land som Danmark. Det gælder både inflation, betalingsbalance og beskæftigelse og forklarer, hvorfor aktørerne på de forskellige markeder til tider kan fokusere på én variabel og til andre tider på en anden variabel. Stabile forventninger til valutakurser og stabilitet i renteutviklingen forudsætter derfor, at den økonomiske politik tilrettelægges, således at udviklingen på stabil vis forventes at føre til en opfyldelse af alle væsentlige målsætninger. Selvom væksten i Danmark har været stærkere end i udlandet, har dette vilkår været opfyldt i den betragtede periode.

Ligesom rentedannelsen foregår efter forskellige mekanismer, skal den økonomiske politik i små og store lande heller ikke tilrettelægges efter identiske retningslinier. På samme måde som rentedannelsen i små lande er mere afhængige af valutakursen, er især pengepolitikken i disse lande også mere afhængig af valutaforholdene end i store lande. I mindre lande med frie kapitalbevægelser er de mulige pengepolitiske målsætninger bestemt af det ønskede valutakursregime. Den danske valutakurspolitik er senest fastlagt i statsministerens udtalelse af 2. august 1993, hvori det blev fastslået, at "målsætningen for den danske valutakurspolitik vil i den nye situation være at fastholde en stabil valutakurs knyttet til de hidtidige kernelande i EF's valutasamarbejde". Understøttet af den øvrige økonomiske politik er det primære mål for pengepolitikken derfor at sikre ligevægt i udbud og efterspørgsel for danske kroner på valutamarkedet. Som følge af

de frie kapitalbevægelser er der ikke mulighed for mange afvigelser fra dette strikte formål.

Det er naturligt, hvis de økonomisk-politiske myndigheder har flere målsætninger for den økonomiske udvikling end at fastholde en stabil valutakurs. I et lille land med en stabil valutakurs må sådanne formål nødvendigvis forfølges med andre former for økonomisk politik, men det er selvfølgelig nødvendigt, at disse andre formål og foranstaltninger ikke er uforenelige med ønsket om en stabil valutakurs. Foruden det tidligere nævnte krav om en stabil udvikling mod en opfyldelse af alle væsentlige målsætninger, kræver stabile valutakurser, at der ikke forfølges en selvstændig målsætning om en hjemlig prisudvikling, som afviger fra prisudviklingen i de lande, med hvilke Danmark ønsker at opretholde stabile valutakurser. En divergerende prisudvikling mellem to lande vil nemlig på længere sigt nødvendigvis føre til spændinger omkring valutakursen, hvilket med en troværdig erklæring og samlet økonomisk politik kan udløse spekulative kapitalbevægelser, også før der opstår større afvigelser mellem prisniveauerne. Selvom det ikke altid kommer klart frem i årsberetninger og andre officielle tilkendegivelser, er det vigtigt at fastholde dette synspunkt og dermed, at den danske pengepolitik er fast forankret i hensynet til opretholdelse af stabile valutakurser som formuleret i statsministerens erklæring.

Større lande uden en erklæret fastkurspolitik har større frihed til at tilrettelægge den økonomiske politik, herunder pengepolitikken. Dette gælder Tyskland, som i alle årene siden genforeningen har haft større prisstigninger end Danmark. Det gælder også den planlagte Økonomiske og Monetære Union i EU, hvorfor der bør være forskel på formuleringer af de økonomisk-politiske målsætninger i Maastricht-aftalen og om danske forhold, sålænge ansvaret for den danske valutakurs ensidigt er et dansk anliggende. Det har været tilfældet i hvert fald siden sammenbruddet i EMS'en i august 1993.

#### *Litteratur*

- Cambell, J.Y., 1995. *Some Lessons from the Yield Curve*. NBER, WP No 5031, Cambridge, Mass.
- Lee, W. and E. Prasad, 1994. *Changes in the Relationship between the Long-Term Interest Rate and its Determinants*, IMF, WP No 94/124, Washington.
- Svensson, L.E.O., 1994. *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, IMF, WP No 94/114, Washington.

## Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens indlæg på Realkreditrådets årsmøde den 20. april 1995

Den langvarige lavkonjunktur i Danmark siden slutningen af 1980'erne er vendt til et overraskende kraftigt konjunkturopsving. Finanspolitikken lempedes for finansårene 1993 og 1994, og der kom mere gang i den internationale konjunkturudvikling. Sidst men ikke mindst bidrog rentefaldet i 1993 til det stærke opsving.

Når rentefaldet fik en særlig kraftig indflydelse på væksten i Danmark, har det utvivlsomt sammenhæng med muligheden for konvertering af realkreditlån.

Rentestigningen i 1994 bremsede udviklingen noget, men de allerede gennemførte konverteringers betydning for efterspørgslen blev jo ikke ophævet.

Finanspolitikken blev strammet med finansloven for 1995, og regeringen planlægger yderligere stramning i næste finanslov.

Væksten og reduktionen af arbejdsløsheden vil herudover automatisk føre til en forbedring af statsfinanserne. Kombinationen af denne konjunkturmæssige forbedring og de foretagne og planlagte stramninger vil derfor føre til markant bedre statsfinanser.

Det er vigtigt, at konjunkturopsvinget benyttes til en så væsentlig forbedring, at vi snart kan få begyndt at betale statsgælden tilbage. Det er derfor afgørende for tilliden på de finansielle markeder, at man gennemfører den allerede annoncerede stramning af finanspolitikken i den næste finanslov.

Der er sagt meget godt om konverteringerne, og jeg har selv for et øjeblik siden fremhævet den positive effekt på konjunkturudviklingen i Danmark.

Men når man skal forklare udlændinge om alle konverteringens vel-signelser, så mødes man i reglen med modspørgsmålet: Hvem er det så, der taber på dette her?

Og det kunne måske være nyttigt også at filosofere lidt over det en gang imellem.

Investorerne i realkreditobligationer har i de senere år fået udtrukket deres højt forrentede obligationer i ekstraordinært stort omfang og har

måttet investere til et lavere afkast. Næsten alle realkreditobligationer ejes af danskere, langt de fleste af institutionelle investorer, der varetager vores pensionsopsparing. Så svaret på spørgsmålet fra udlændinge om, hvem der taber, må være: Det gør vi alle engang i fremtiden.

Den skattemæssige effekt er svær at vurdere. Der er både en positiv virkning på skatteprovenuet som følge af mindre rentefradrag og en negativ provenueffekt af den lavere realrenteafgift.

Realkreditobligationer har og har haft en merrente som betaling for konverteringsrisikoen. Man må antage, at de professionelle investorer har vidst, hvad de gjorde, når de købte realkreditobligationer. Men de har næppe i deres investeringspolitik kunnet tage højde for de lovændringer, som har gjort det fordelagtigt at konvertere også for låntagere med gamle kontantlån.

Man må gå ud fra, at konverteringsbølgen generelt har gjort investorerne mere bevidste omkring den fremtidige konverteringsrisiko for realkreditobligationer.

Men den har også gjort låntagerne mere bevidste om konverteringsmuligheden. Det viser sig ved, at nyudstedelserne for tiden især finder sted i 9 og 10 procent obligationer, selv om de har en højere effektiv rente end 7 og 8 procent serierne.

En del af disse udstedelser er resultat af låneomlægninger fra lavt forrentede til højt forrentede lån. Det er de såkaldte lodrette konverteringer, der i høj grad er spekulativt begrundede. Det giver stof til eftertanke, at både virksomheder og private foretager komplicerede låneomlægninger med dertil hørende omkostninger for at erhverve sig en lodseddel i fremtidens rentelotteri.

Rent finansieringsteknisk er der tale om, at man samtidig med lånet i et realkreditinstitut erhverver sig en option. Den giver ret til indfrielse af lånet, så man kan omlægge det i tilfælde af rentefald, men fastholde det ved uændret eller stigende rente. Danske realkreditobligationer er - set fra investorernes synspunkt - en pakke, der består af et fast forrentet lån og salget af en option. Og det er ikke nogen let gennemskuelig risikoprofil, man dermed erhverver sig.

Optioner hører til i gruppen af afledte produkter, de såkaldte derivater, der for tiden betragtes med stor bekymring i mange kredse, fordi de ofte beskyldes for at føre til spekulation. I modsætning til de klassiske derivater

som terminskontrakter og futures er optioner et mere uigennemskueligt instrument på grund af asymmetrien i konstruktionen.

Det er vigtigt at fremhæve, at alle finansielle instrumenter og ikke kun derivaterne kan bruges til spekulation - eller til at afdække risici.

En stor beholdning af langfristede obligationer er - isoleret set - en meget risikobetonet position for fx et pengeinstitut, da markedsværdien kan svinge meget. Ved passende brug af afledte finansielle produkter, fx salg på termin, kan denne risiko afdækkes.

Det afgørende er ikke, hvilke produkter man har, men hvilken risiko man påtager sig. Der har altid været og vil altid være spekulanter, der bevidst påtager sig en risiko.

Den meget omtalte sag, hvor en engelsk bank gik ned på grund af spekulation, er et eksempel på, at banken havde en voldsom spekulativ position, uden at ledelsen tilsyneladende havde overblik over risikoprofilen.

De engelske myndigheder udtalte ved den lejlighed, at man havde ladet banken gå ned, fordi man ikke skønnede, at der var tale om systemrisiko. Man kan håbe, at den sag måske snarere vil vise sig at blive en stabiliserende faktor, fordi bankbestyrelser og bankdirektører i alle lande bliver inspireret til at gå deres rapporterings- og kontrolsystemer efter i sømmene.

Sagen har også givet anledning til kritik af myndighederne. Men det må meget klart siges, at myndighederne aldrig vil kunne kontrollere alle positioner i alle finansielle institutioner. Det er heller ikke en myndighedsopgave. Det er et ledelsesansvar.

Finanstilsynet kan tilskynde ledelserne i finansielle institutioner til at have overblik over de anvendte instrumenter og over risikoprofilen. Det er vigtigt, at ledelsen slår hårdt ned over for overtrædelse af interne regler, ikke kun når det giver tab, men også når overtrædelse medfører en stor gevinst.

Herudover må myndighederne understøtte den tendens, der er til mere åbenhed om risikoprofilen og risikostyringen i de finansielle institutioner, og gennem regnskabsregler og notekrav bidrage til denne udvikling.

Risikostyring i pengeinstitutter er væsentlig mere kompleks end i realkreditinstitutter, hvor balanceprincippet sætter snævre grænser for risikoprofilen.

Ydelserne på realkreditlånene er en meget væsentlig post på danskernes budget. Mens de omfattende konverteringer stod på i 1993 og 1994, var kurslister daglig læsning for mange mennesker.

Netop fordi realkreditlånene har så stor betydning for mange familiers økonomi og dermed for deres forbrugsmuligheder, har det altid været en fristelse at ændre realkredittens regler i konjunkturregulerende øjemed.

Der er tradition for, at Nationalbanken benytter denne lejlighed til at fremhæve fordelene ved en liberalisering af realkreditlovgivningen. Vi har derfor hilst liberaliseringstiltagene i de senere år velkommen - selv om denne liberalisering måske især var begrundet i behovet for at stimulere konjunkturudviklingen. Men også nu, hvor konjunkturudviklingen er kraftig, må det være væsentligt at fastholde de opnåede resultater, så man ikke igen begynder at indføre en række detailreguleringer og formålsbestemmelser til begrænsning af udlånene.

## DANMARKS NATIONALBANK

*København, den 20. marts 1995**Til Finansrådet**Adgang til intradag-overtræk på konti i Nationalbanken*

Finansrådet og Nationalbanken har i det sidste halve års tid drøftet betalingsformidling og betalingsafviklingen i Nationalbanken. Baggrunden for disse drøftelser har været behovet for tilpasning til en række internationalt fastsatte krav og standarder, der er eller vil blive indført bl.a. i alle EU-landene.

Nationalbanken har ved flere lejligheder tilkendegivet, at der vil blive indført krav om sikkerhedsstillelse for pengeinstitutternes låntagning i Nationalbanken, også inden for dagen (intradag-overtræk).

Nationalbanken har truffet beslutning om, at den nuværende adgang til intradag-overtræk vil blive afviklet over tre år, idet der etableres en overgangsordning for de pengeinstitutter, der pr. 1. april 1995 har adgang til usikrede intradag-overtræk.

Betingelsen for at kunne deltage i overgangsordningen er, at pengeinstituttet senest 1. oktober 1995 er tilsluttet DN-Forespørgselsservice. Tilslutningen hertil gør det muligt for pengeinstituttet løbende at følge sit kontomellemværende med Nationalbanken og hermed sit eventuelle behov for inddækning.

For deltagere i overgangsordningen sker der en gradvis afvikling af adgangen til usikrede intradag-overtræk efter følgende plan:

1. oktober 1995 - 30. juni 1997: Maksimum for usikret intradag-overtræk udgør 40 pct. af det enkelte pengeinstituts ansvarlige kapital. I løbet af det første år vil reglerne for sumclearingen og afviklingerne for Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures gradvis blive tilpasset hertil.

1. juli 1997 - 30. juni 1998: Maksimum for usikret intradag-overtræk nedsættes til 20 pct. af det enkelte pengeinstituts ansvarlige kapital.

Fra 1. juli 1998: Ingen adgang til usikret intradag-overtræk.

Sideløbende med afviklingen af adgangen til usikrede intradag-overtræk etableres adgang til intradag-overtræk på konti i Nationalbanken mod sikkerhedsstillelse. Der vil ikke blive beløbsmæssige begrænsninger på denne overtræksadgang. Der sigtes mod, at sikkerhedsstillelse vil kunne ske i form af indskudsbeviser og en række børsnoterede, VP-registrerede obligationer. Hvis det viser sig praktisk muligt, vil også visse udenlandske aktiver kunne anvendes.

Adgangen til sikrede intradag-overtræk vil kunne anvendes af de pengeinstitutter, der ikke opfylder betingelserne for deltagelse i overgangsordningen, samt for pengeinstitutter under overgangsordningen, der har behov for større intradag-overtræk, end der er mulighed for uden sikkerhedsstillelse.

Den konkrete udformning af reglerne for adgangen til intradag-overtræk vil blive udsendt inden udgangen af juni 1995.

Fra 1. juli 1998 vil al adgang til intradag-overtræk således være mod sikkerhed. Nationalbankens regler vil hermed være på linje med de regler, der gælder i andre europæiske lande.

Finansrådet anmodes om at underrette sine medlemmer om ovenstående.

Med venlig hilsen  
DANMARKS NATIONALBANK

O. Thomasen

/K. Røhl

## Nationalbankens pressemeddelelser

---

### *Den 6. marts 1995 om ændrede interventionskurser i forbindelse med nedskrivningen af spanske pesetas og portugisiske escudos*

Som følge af den valutakursjustering, som er vedtaget inden for det europæiske valutakurssamarbejde (EMS), er centralkurserne for spanske pesetas og portugisiske escudos nedskrevet med henholdsvis 7 pct. og 3½ pct.

Der gælder herefter følgende interventionskurser for spanske pesetas og portugisiske escudos mellem Danmarks Nationalbank og valutahandlerne:

|                      | Kroner pr. 100 enheder |           |
|----------------------|------------------------|-----------|
|                      | Købskurs               | Salgskurs |
| Spanske pesetas      | 3,8614                 | 5,2064    |
| Portugisiske escudos | 3,2046                 | 4,3210    |

Interventionskurserne for D-mark, franske franc, belgiske franc, hollandske gylde, irske pund og østrigske schilling er uændrede, dvs. følgende interventionskurser er fortsat gældende:

|                     | Kroner pr. 100 enheder |           |
|---------------------|------------------------|-----------|
|                     | Købskurs               | Salgskurs |
| D-mark              | 328,461                | 442,968   |
| Franske franc       | 97,943                 | 132,066   |
| Belgiske franc      | 15,9266                | 21,4747   |
| Hollandske gylde    | 291,544                | 393,105   |
| Irske pund          | 792,014                | 1067,92   |
| Østrigske schilling | 46,6910                | 62,9561   |

Kursjusteringen indebærer, at centralkurserne over for ECU ændres for samtlige EMS-valutaer. De nye centralkurser er følgende:

|          |         |         |     |
|----------|---------|---------|-----|
| Danmark  | 1 ECU = | 7,28580 | DKK |
| Tyskland | 1 ECU = | 1,91007 | DEM |
| Frankrig | 1 ECU = | 6,40608 | FRF |
| Belgien  | 1 ECU = | 39,3960 | BEF |

|          |         |          |     |
|----------|---------|----------|-----|
| Holland  | 1 ECU = | 2,15214  | NLG |
| Irland   | 1 ECU = | 0,792214 | IEP |
| Spanien  | 1 ECU = | 162,493  | ESP |
| Portugal | 1 ECU = | 195,792  | PTE |
| Østrig   | 1 ECU = | 13,4383  | ATS |

For engelske pund, italienske lire og græske drachmer, der ikke deltager i valutakurssamarbejdet, er de teoretiske centralkurser:

|            |         |          |     |
|------------|---------|----------|-----|
| England    | 1 ECU = | 0,786652 | GBP |
| Italien    | 1 ECU = | 2106,15  | ITL |
| Grækenland | 1 ECU = | 292,867  | GRD |

### *Den 8. marts 1995 om forhøjelse af diskontoen og foliorenten*

Diskontoen forhøjes med 1 pct. til 6 pct. med virkning fra i dag den 8. marts 1995. Foliorenten forhøjes ligeledes med 1 pct. til 6 pct.

Renteforhøjelsen følger en række rentestigninger i Europa og skal ses i lyset af den tiltagende uro på de internationale valutamarkeder.

Med renteforhøjelsen fastholdes valutakurspolitikken, som den blev fastlagt i august 1993.

Udviklingen i den danske økonomi er tilfredsstillende. Svækkelsen af kronen over for de stærkeste EMS-valutaer må derfor antages at være af midlertidig karakter.



## Tabeller og figurer



| Ultimo <sup>1)</sup> | Aktiver                                          |                                     |                     |                                      | Passiver               |                                    |                                 |         |
|----------------------|--------------------------------------------------|-------------------------------------|---------------------|--------------------------------------|------------------------|------------------------------------|---------------------------------|---------|
|                      | Danmarks internationale likviditet <sup>2)</sup> |                                     | Udlån <sup>3)</sup> | Obligationer og aktier <sup>5)</sup> | Seddel- og mønt- omløb | Indlån <sup>3)</sup> <sup>6)</sup> | Indskuds- beviser <sup>3)</sup> | Staten  |
|                      | Guld                                             | Netto- fordringer på ud- landet mv. |                     |                                      |                        |                                    |                                 |         |
|                      |                                                  |                                     |                     |                                      |                        |                                    |                                 |         |
| 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  |
| 1994 .....           | 3 790                                            | 50 304                              | 61 655              | 39 505                               | 32 688                 | 4 549                              | 25 879                          | 56 910  |
| 1992 Marts .....     | 3 543                                            | 38 373                              | 4 644               | 33 761                               | 25 780                 | 11 426                             | •                               | 10 033  |
| Juni .....           | 3 495                                            | 40 162                              | 26 291              | 33 430                               | 27 610                 | 2 687                              | 22 980                          | 16 097  |
| Sept. ....           | 3 580                                            | 33 851                              | 18 052              | 32 497                               | 26 545                 | 6 207                              | 1 328                           | 19 088  |
| 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  |
| Juli ....            | 4 295                                            | 59 590                              | 56 859              | 35 075                               | 31 321                 | 2 511                              | 31 429                          | 47 425  |
| Aug. ....            | 4 295                                            | 56 572                              | 79 596              | 36 966                               | 30 742                 | 13 143                             | 23 006                          | 66 055  |
| Sept. ....           | 4 295                                            | 57 960                              | 64 554              | 55 276                               | 30 755                 | 4 212                              | 29 880                          | 72 852  |
| Okt. ....            | 4 276                                            | 57 286                              | 72 066              | 34 280                               | 30 738                 | 6 690                              | 31 740                          | 54 279  |
| Nov. ....            | 4 276                                            | 56 964                              | 75 102              | 35 208                               | 31 243                 | 12 131                             | 22 700                          | 59 428  |
| Dec. ....            | 4 276                                            | 57 533                              | 61 845              | 42 805                               | 32 688                 | 4 530                              | 25 979                          | 56 910  |
| 1995 Jan. ....       | 3 829                                            | 51 824                              | 68 636              | 31 654                               | 31 171                 | 15 571                             | 31 693                          | 42 715  |
| Feb. ....            | 3 830                                            | 53 173                              | 62 935              | 33 125                               | 30 999                 | 12 655                             | 20 268                          | 52 417  |
| Marts ....           | 3 830                                            | 53 108                              | 65 749              | 33 218                               | 31 333                 | 2 269                              | 28 386                          | 57 532  |

1) Årstillene er statustal, mens månedstillene er balancetal.

2) Danmarks internationale likviditet er specificeret på side 8.

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

4) Inklusive udlån vedrørende kontantdepoter.

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

6) I perioden fra og med 1989 til og med 1991 inklusive genkøbs-konti.

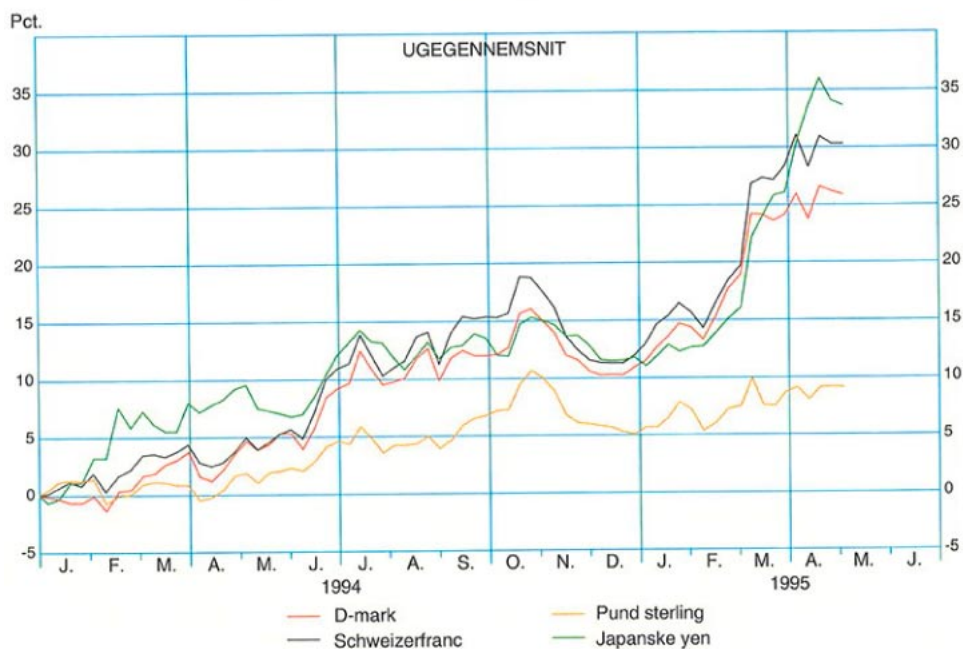
|                        | Gennem-<br>snit             | Højest  | Lavest  | Gennem-<br>snit               | Højest | Lavest | Gennem-<br>snit              | Højest | Lavest |
|------------------------|-----------------------------|---------|---------|-------------------------------|--------|--------|------------------------------|--------|--------|
| Kroner pr. 100 enheder |                             |         |         |                               |        |        |                              |        |        |
|                        | <i>ECU (XEU)</i>            |         |         | <i>SDR (XDR)</i>              |        |        | <i>US-dollar (USD)</i>       |        |        |
| 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 |
| 1994.....              | 752,22                      | 759,98  | 742,96  | 909,23                        | 946,86 | 869,69 | 635,23                       | 685,80 | 582,05 |
| 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 |
| 3. — ..                | 752,13                      | 755,40  | 749,88  | 897,81                        | 909,99 | 886,44 | 615,63                       | 629,45 | 600,80 |
| 4. — ..                | 746,26                      | 750,31  | 742,96  | 886,60                        | 896,77 | 869,69 | 604,51                       | 618,90 | 582,05 |
| 1995 1. kvrt. ..       | 740,56                      | 748,10  | 725,33  | 875,05                        | 890,82 | 855,96 | 585,94                       | 613,45 | 548,00 |
| Jan. ....              | 746,42                      | 748,10  | 744,95  | 884,53                        | 890,82 | 877,45 | 603,62                       | 613,45 | 594,70 |
| Feb. ....              | 742,05                      | 745,49  | 738,51  | 876,20                        | 883,93 | 866,81 | 592,84                       | 603,55 | 579,95 |
| Marts...               | 733,68                      | 744,13  | 725,33  | 864,99                        | 870,28 | 855,96 | 563,04                       | 581,55 | 548,00 |
| April ...              | 722,01                      | 725,96  | 719,40  | 855,80                        | 867,45 | 849,85 | 542,71                       | 554,85 | 533,85 |
|                        | <i>Pund sterling (GBP)</i>  |         |         | <i>D-mark (DEM)</i>           |        |        | <i>Svenske kroner (SEK)</i>  |        |        |
| 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  |
| 1994.....              | 972,32                      | 1015,63 | 940,41  | 391,94                        | 397,76 | 387,12 | 82,32                        | 85,79  | 78,27  |
| 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  |
| 3. — ..                | 954,19                      | 965,58  | 940,41  | 394,17                        | 397,76 | 392,14 | 80,15                        | 81,94  | 78,27  |
| 4. — ..                | 957,79                      | 964,81  | 947,25  | 391,57                        | 392,70 | 390,35 | 81,96                        | 83,39  | 80,71  |
| 1995 1. kvrt. ..       | 927,13                      | 955,34  | 884,75  | 396,56                        | 405,44 | 392,49 | 79,47                        | 82,22  | 74,33  |
| Jan. ....              | 950,19                      | 955,34  | 945,22  | 393,94                        | 394,94 | 392,49 | 80,83                        | 82,22  | 79,92  |
| Feb. ....              | 931,68                      | 950,79  | 916,49  | 394,71                        | 397,63 | 393,50 | 80,28                        | 80,99  | 78,96  |
| Marts...               | 901,11                      | 928,99  | 884,75  | 400,66                        | 405,44 | 397,10 | 77,46                        | 79,23  | 74,33  |
| April ...              | 873,45                      | 883,49  | 864,20  | 394,01                        | 396,19 | 392,81 | 73,93                        | 75,45  | 72,57  |
|                        | <i>Norske kroner (NOK)</i>  |         |         | <i>Franske franc (FRF)</i>    |        |        | <i>Belgiske franc (BEF)</i>  |        |        |
| 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 |
| 1994.....              | 90,07                       | 90,60   | 89,17   | 114,59                        | 115,85 | 113,37 | 19,020                       | 19,302 | 18,552 |
| 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 |
| 3. — ..                | 89,95                       | 90,27   | 89,60   | 115,10                        | 115,85 | 114,46 | 19,136                       | 19,302 | 18,994 |
| 4. — ..                | 89,77                       | 90,01   | 89,17   | 114,05                        | 114,94 | 113,37 | 19,036                       | 19,106 | 18,967 |
| 1995 1. kvrt. ..       | 89,93                       | 90,74   | 88,64   | 113,49                        | 114,18 | 112,61 | 19,240                       | 19,588 | 19,095 |
| Jan. ....              | 90,07                       | 90,17   | 89,95   | 113,95                        | 114,18 | 113,76 | 19,124                       | 19,153 | 19,095 |
| Feb. ....              | 89,90                       | 90,05   | 89,71   | 113,48                        | 113,80 | 112,61 | 19,171                       | 19,287 | 19,124 |
| Marts...               | 89,81                       | 90,74   | 88,64   | 113,07                        | 114,02 | 112,77 | 19,412                       | 19,588 | 19,286 |
| April ...              | 87,70                       | 88,35   | 87,21   | 112,14                        | 113,13 | 110,95 | 19,158                       | 19,267 | 19,086 |
|                        | <i>Schweizerfranc (CHF)</i> |         |         | <i>Hollandske gylde (NLG)</i> |        |        | <i>Italienske lire (ITL)</i> |        |        |
| 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 |
| 1994.....              | 465,26                      | 475,25  | 456,46  | 349,50                        | 354,22 | 345,81 | 0,3939                       | 0,4131 | 0,3741 |
| 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 |
| 3. — ..                | 469,35                      | 475,25  | 461,87  | 351,34                        | 354,22 | 349,55 | 0,3916                       | 0,3966 | 0,3868 |
| 4. — ..                | 466,41                      | 472,62  | 461,33  | 349,53                        | 350,72 | 348,29 | 0,3807                       | 0,3898 | 0,3741 |
| 1995 1. kvrt. ..       | 472,28                      | 486,81  | 464,56  | 353,71                        | 361,41 | 350,42 | 0,3574                       | 0,3769 | 0,3211 |
| Jan. ....              | 468,54                      | 470,49  | 464,58  | 351,41                        | 352,35 | 350,42 | 0,3746                       | 0,3769 | 0,3711 |
| Feb. ....              | 466,32                      | 468,59  | 464,56  | 352,09                        | 354,54 | 351,08 | 0,3664                       | 0,3739 | 0,3468 |
| Marts...               | 481,05                      | 486,81  | 469,09  | 357,32                        | 361,41 | 354,37 | 0,3332                       | 0,3532 | 0,3211 |
| April ...              | 478,49                      | 483,47  | 475,14  | 351,88                        | 353,82 | 350,64 | 0,3168                       | 0,3219 | 0,3135 |

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

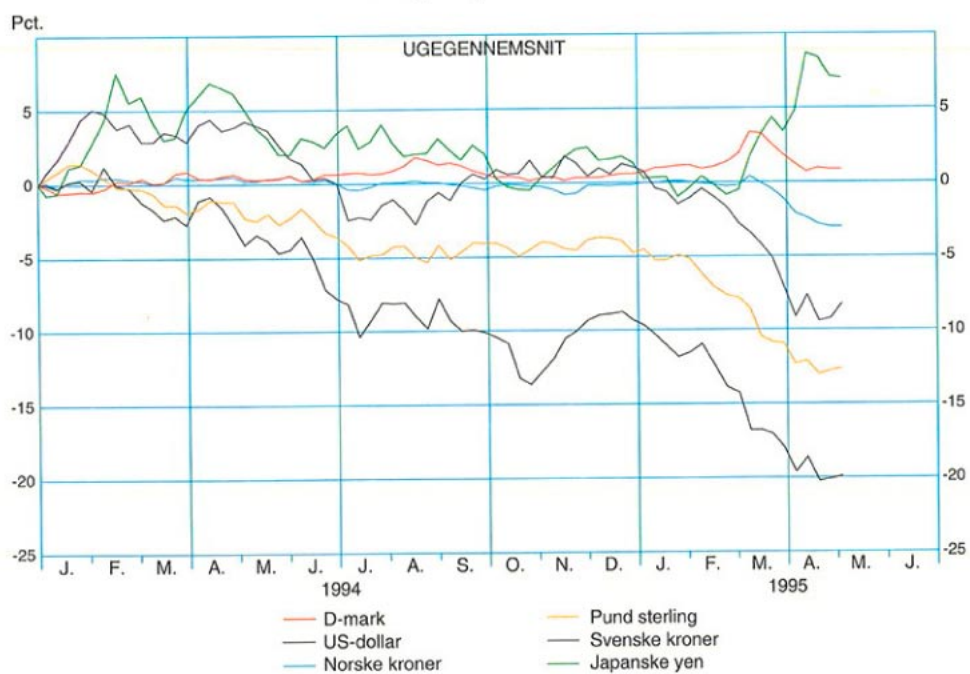
grundlag af markedskurserne. SDR-kursen er beregnet på basis af middel-/markedskursen på de valutaer, der indgår.

|                                | Gennem-snit            | Højest | Lavest                            | Gennem-snit | Højest  | Lavest                           | Gennem-snit | Højest | Lavest |
|--------------------------------|------------------------|--------|-----------------------------------|-------------|---------|----------------------------------|-------------|--------|--------|
|                                | Kroner pr. 100 enheder |        |                                   |             |         |                                  |             |        |        |
| <i>Finske mark (FIM)</i>       |                        |        | <i>Islandske kroner (ISK)</i>     |             |         | <i>Østrigske schilling (ATS)</i> |             |        |        |
| 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 |
| 1994.....                      | 121,96                 | 129,83 | 116,43                            | 9,08        | 9,32    | 8,79                             | 55,711      | 56,532 | 55,078 |
| 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 |
| 3. — ..                        | 120,69                 | 125,01 | 116,98                            | 9,01        | 9,09    | 8,95                             | 56,018      | 56,532 | 55,729 |
| 4. — ..                        | 127,37                 | 129,83 | 125,45                            | 8,91        | 8,98    | 8,79                             | 55,633      | 55,807 | 55,463 |
| 1995 1. kv. ...                | 127,95                 | 131,14 | 126,09                            | 8,86        | 8,96    | 8,64                             | 56,350      | 57,595 | 55,789 |
| Jan. ....                      | 127,43                 | 128,75 | 126,09                            | 8,90        | 8,94    | 8,87                             | 55,991      | 56,139 | 55,789 |
| Feb. ....                      | 127,68                 | 128,59 | 126,73                            | 8,91        | 8,96    | 8,83                             | 56,085      | 56,492 | 55,914 |
| Marts...                       | 128,69                 | 131,14 | 126,47                            | 8,77        | 8,93    | 8,64                             | 56,923      | 57,595 | 56,425 |
| April ...                      | 127,28                 | 128,44 | 125,93                            | 8,62        | 8,67    | 8,56                             | 55,994      | 56,303 | 55,827 |
| <i>Spanske pesetas (ESP)</i>   |                        |        | <i>Portugisiske escudos (PTE)</i> |             |         | <i>Canadiske dollar (CAD)</i>    |             |        |        |
| 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 |
| 1994.....                      | 4,746                  | 4,847  | 4,617                             | 3,831       | 3,888   | 3,741                            | 465,51      | 519,41 | 429,04 |
| 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 |
| 3. — ..                        | 4,757                  | 4,792  | 4,729                             | 3,854       | 3,888   | 3,809                            | 448,81      | 458,08 | 434,04 |
| 4. — ..                        | 4,689                  | 4,737  | 4,617                             | 3,829       | 3,849   | 3,813                            | 442,04      | 453,76 | 429,04 |
| 1995 1. kv. ...                | 4,489                  | 4,632  | 4,306                             | 3,814       | 3,845   | 3,764                            | 416,50      | 437,88 | 390,95 |
| Jan. ....                      | 4,553                  | 4,632  | 4,516                             | 3,820       | 3,827   | 3,813                            | 427,40      | 437,88 | 418,50 |
| Feb. ....                      | 4,542                  | 4,582  | 4,497                             | 3,816       | 3,826   | 3,809                            | 423,32      | 432,13 | 414,47 |
| Marts...                       | 4,382                  | 4,549  | 4,306                             | 3,806       | 3,845   | 3,764                            | 400,14      | 416,31 | 390,95 |
| April ...                      | 4,370                  | 4,421  | 4,295                             | 3,728       | 3,748   | 3,711                            | 393,97      | 402,12 | 388,54 |
| <i>Japanske yen (JPY)</i>      |                        |        | <i>Irske pund (IEP)</i>           |             |         | <i>Græske drachmer (GRD)</i>     |             |        |        |
| 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  |
| 1994.....                      | 6,2171                 | 6,5723 | 5,9846                            | 950,44      | 975,22  | 928,26                           | 2,619       | 2,719  | 2,532  |
| 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  |
| 3. — ..                        | 6,2122                 | 6,3478 | 6,1392                            | 942,48      | 953,11  | 928,26                           | 2,601       | 2,625  | 2,574  |
| 4. — ..                        | 6,1141                 | 6,2105 | 6,0117                            | 944,32      | 951,83  | 935,09                           | 2,544       | 2,572  | 2,532  |
| 1995 1. kv. ...                | 6,1061                 | 6,3445 | 5,9668                            | 921,65      | 944,93  | 887,54                           | 2,502       | 2,536  | 2,429  |
| Jan. ....                      | 6,0532                 | 6,1348 | 5,9668                            | 939,79      | 944,93  | 934,78                           | 2,533       | 2,536  | 2,530  |
| Feb. ....                      | 6,0331                 | 6,0855 | 5,9887                            | 926,51      | 938,95  | 917,30                           | 2,513       | 2,531  | 2,495  |
| Marts...                       | 6,2201                 | 6,3445 | 6,0201                            | 900,07      | 923,09  | 887,54                           | 2,463       | 2,499  | 2,429  |
| April ...                      | 6,4859                 | 6,6395 | 6,2891                            | 884,76      | 892,86  | 874,26                           | 2,416       | 2,423  | 2,407  |
| <i>Australske dollar (AUD)</i> |                        |        | <i>Newzealandske dollar (NZD)</i> |             |         |                                  |             |        |        |
| 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                           |             |        |        |
| 1994.....                      | 464,62                 | 494,39 | 426,70                            | 377,06      | 397,88  | 356,51                           |             |        |        |
| 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                           |             |        |        |
| 3. — ..                        | 454,85                 | 465,76 | 441,47                            | 370,53      | 378,46  | 361,93                           |             |        |        |
| 4. — ..                        | 456,93                 | 481,69 | 426,70                            | 376,32      | 397,88  | 356,51                           |             |        |        |
| 1995 1. kv. ...                | 438,63                 | 472,42 | 397,30                            | 375,38      | 392,30  | 355,87                           |             |        |        |
| Jan. ....                      | 462,02                 | 472,42 | 450,70                            | 386,67      | 392,30  | 380,14                           |             |        |        |
| Feb. ....                      | 441,70                 | 456,06 | 429,16                            | 376,35      | 384,02  | 367,56                           |             |        |        |
| Marts...                       | 413,59                 | 428,95 | 397,30                            | 363,74      | 369,11  | 355,87                           |             |        |        |
| April ...                      | 399,23                 | 411,09 | 390,90                            | 361,98      | 367,74  | 356,25                           |             |        |        |

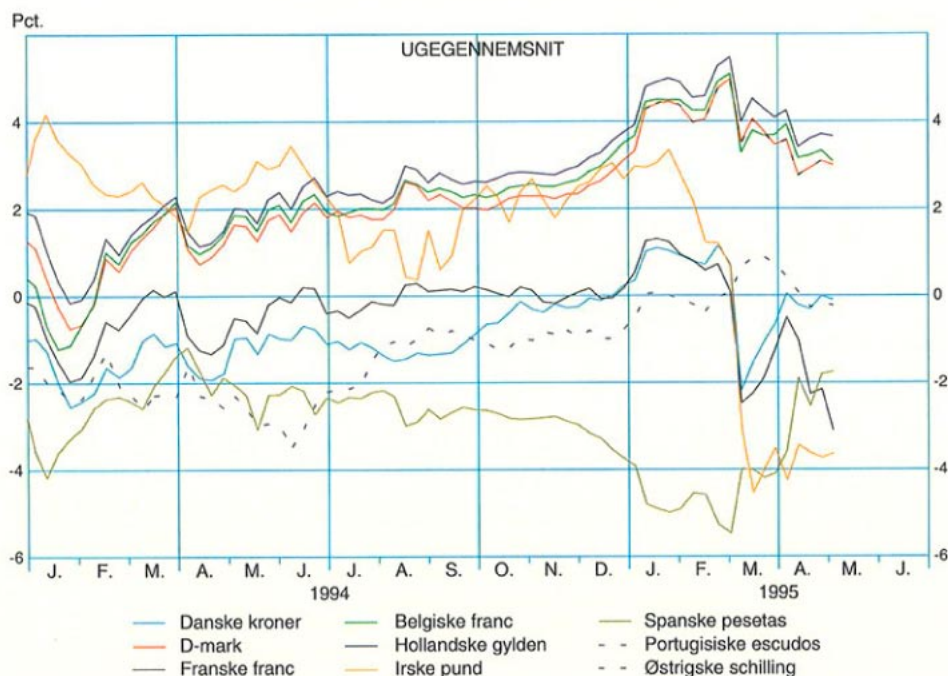
### Valutakursudviklingen i forhold til dollar



### Valutakursudviklingen i forhold til danske kroner



Anm.: Figurene viser, hvor mange procent kursen på de pågældende valutaer, udtrykt i dollars respektive kroner, er ændret siden 31. december 1993.



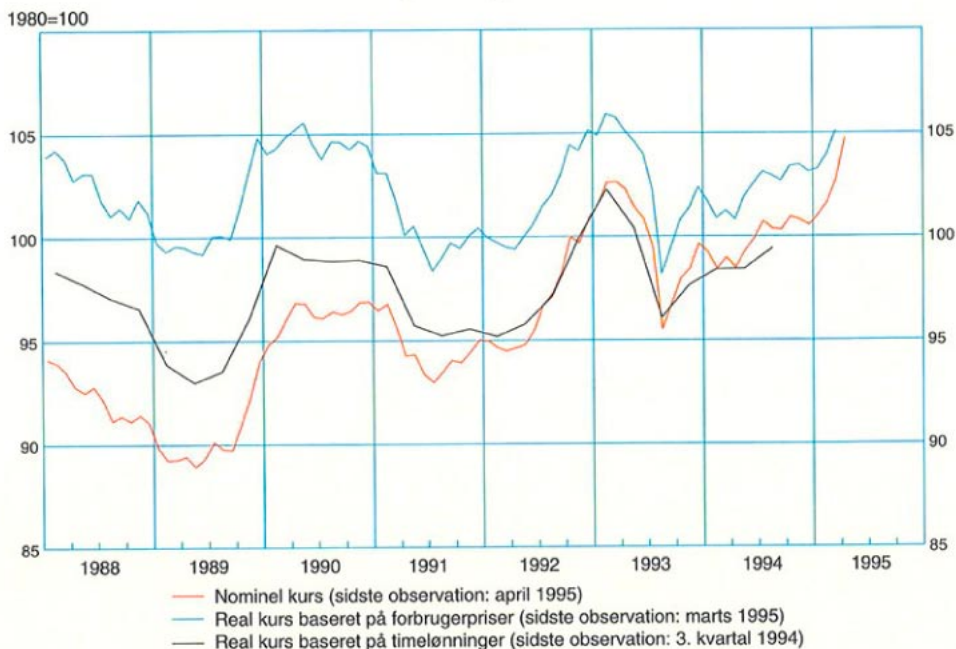
Anm.: Figuren viser EMS-valutaernes placering i forhold til midten af EMS-valutaerne, der fra og med august 1993 har udsvingsgrænser på 15 pct. Udsvingsgrænserne var til og med juli 1993 2¼ pct., bortset fra spanske pesetas og portugisiske escudos, der havde udsvingsgrænser på 6 pct. Pund sterling og 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 industrivarer 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 "Finansiell Månedstatistik" fra Danmarks Nationalbank.

## Nominel og real effektiv kronekurs

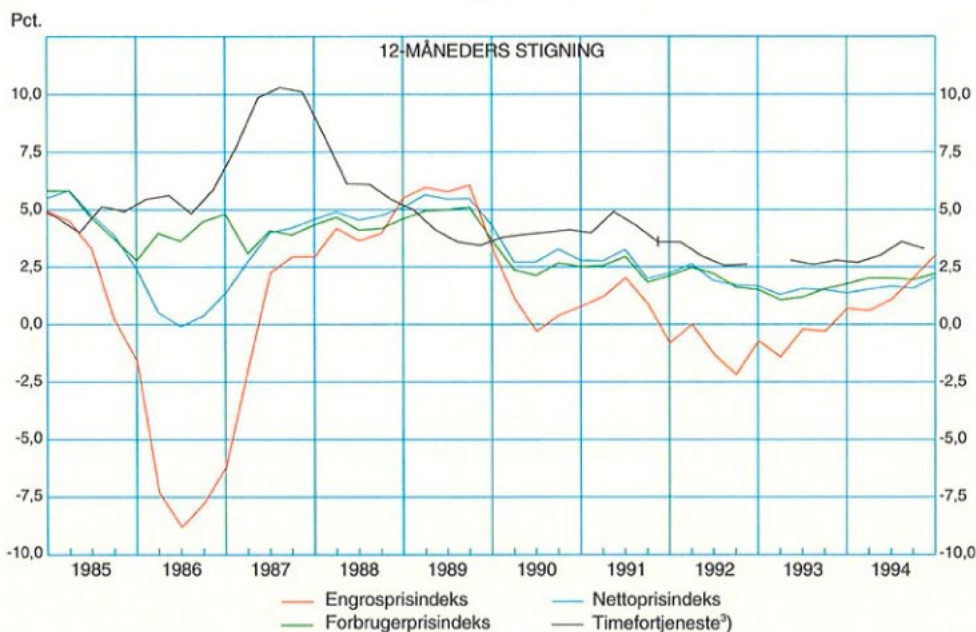


|                | Nominel effektiv kronekurs | Forbrugerpriser i Danmark | Forbrugerpriser i udlandet | Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser | Timeløn i Danmark, sæson-korrigeret <sup>1)</sup> | Timeløn i udlandet, sæson-korrigeret | Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger |
|----------------|----------------------------|---------------------------|----------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------------------|
|                | 1980=100                   |                           |                            |                                                    |                                                   |                                      |                                                  |
| 1988 .....     | 92,3                       | 165,0                     | 148,8                      | 102,4                                              | 172,5                                             | 163,4                                | 97,5                                             |
| 1989 .....     | 90,2                       | 172,9                     | 155,2                      | 100,5                                              | 180,2                                             | 172,7                                | 94,2                                             |
| 1990 .....     | 96,3                       | 177,4                     | 163,4                      | 104,6                                              | 188,8                                             | 183,4                                | 99,1                                             |
| 1991 .....     | 94,6                       | 181,7                     | 171,1                      | 100,4                                              | 197,3                                             | 193,7                                | 96,3                                             |
| 1992 .....     | 96,9                       | 185,5                     | 176,7                      | 101,6                                              | 202,4                                             | 201,9                                | 97,0                                             |
| 1993 .....     | 99,9                       | 187,8                     | 182,5                      | 102,9                                              | 207,5                                             | 209,3                                | 99,1                                             |
| 1994 .....     | 99,9                       | 191,6                     | 186,9                      | 102,3                                              | ...                                               | 216,3                                | ...                                              |
| 1993 4. kv. .. | 98,7                       | 189,2                     | 183,9                      | 101,5                                              | 209,8                                             | 212,0                                | 97,7                                             |
| 1994 1. kv. .. | 98,9                       | 189,7                     | 185,2                      | 101,3                                              | 213,5                                             | 214,6                                | 98,4                                             |
| 2. — ..        | 99,3                       | 191,5                     | 186,7                      | 101,8                                              | 213,7                                             | 215,4                                | 98,5                                             |
| 3. — ..        | 100,5                      | 192,0                     | 187,5                      | 102,9                                              | 214,1                                             | 216,3                                | 99,4                                             |
| 4. — ..        | 100,8                      | 193,1                     | 188,4                      | 103,3                                              | ...                                               | 218,9                                | ...                                              |
| 1995 1. kv. .. | 101,8                      | 194,1                     | 189,9                      | 104,1                                              | ...                                               | ...                                  | ...                                              |
| 1994 Marts ... | 99,0                       | 190,0                     | 185,8                      | 101,2                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| April ...      | 98,5                       | 190,8                     | 186,4                      | 100,8                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| Maj ....       | 99,3                       | 191,7                     | 186,7                      | 102,0                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| Juni ....      | 99,9                       | 191,9                     | 187,0                      | 102,5                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| Juli ....      | 100,7                      | 191,5                     | 187,1                      | 103,1                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| Aug. ....      | 100,4                      | 192,2                     | 187,5                      | 102,9                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| Sept. ....     | 100,4                      | 192,4                     | 188,0                      | 102,7                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| Okt. ....      | 101,0                      | 192,8                     | 188,3                      | 103,4                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| Nov. ....      | 100,8                      | 193,3                     | 188,4                      | 103,5                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| Dec. ....      | 100,6                      | 193,3                     | 188,5                      | 103,1                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| 1995 Jan. .... | 101,0                      | 193,4                     | 189,2                      | 103,3                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| Feb. ....      | 101,6                      | 194,2                     | 189,9                      | 104,0                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| Marts ...      | 102,8                      | 194,8                     | 190,5                      | 105,1                                              | •                                                 | •                                    | •                                                |
| April ...      | 104,8                      | ...                       | ...                        | ...                                                | •                                                 | •                                    | •                                                |

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.

<sup>1)</sup> Kvartalsindeks er til og med 1991 et gennemsnit af de tre kvartals-måneder. Derefter baseret på den midterste kvartalsmåned.



|                  | Engros-<br>prisindeks¹)      | Forbruger-<br>prisindeks²) | Netto-<br>prisindeks²) | Time-<br>fortjeneste³) | Engros-<br>prisindeks¹) | Netto-<br>prisindeks²) | Timefortjeneste,<br>årgennemsnit³) |
|------------------|------------------------------|----------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------------------|
|                  | År-til-år stigning i procent |                            |                        |                        | 1990=100                | Jan. 1975=100          | Kroner                             |
| 1985 .....       | 2,9                          | 4,7                        | 4,6                    | 5,1                    | 96,8                    | 227,7                  | 89,00                              |
| 1986 .....       | - 6,8                        | 3,6                        | 0,7                    | 5,3                    | 90,2                    | 229,3                  | 94,00                              |
| 1987 .....       | - 0,2                        | 4,0                        | 3,1                    | 10,1                   | 90,0                    | 236,5                  | 104,00                             |
| 1988 .....       | 4,0                          | 4,6                        | 5,0                    | 6,4                    | 93,6                    | 248,4                  | 110,00                             |
| 1989 .....       | 5,8                          | 4,8                        | 5,2                    | 4,5                    | 99,0                    | 261,4                  | 115,00                             |
| 1990 .....       | 1,0                          | 2,6                        | 3,1                    | 4,6                    | 100,0                   | 269,6                  | 121,00                             |
| 1991 .....       | 0,4                          | 2,4                        | 2,6                    | 4,0                    | 100,4                   | 276,7                  | 125,00                             |
| 1992 .....       | - 1,1                        | 2,1                        | 2,1                    | 3,3                    | 99,3                    | 282,5                  | 129,00                             |
| 1993 .....       | - 0,6                        | 1,2                        | 1,4                    | 2,8*                   | 98,7                    | 286,5                  | 131,47                             |
| 1994 .....       | 1,4                          | 2,0                        | 1,6                    | ...                    | 100,1                   | 291,2                  | ...                                |
| 1993 1. kvrt. .. | - 0,8                        | 1,3                        | 1,5                    | ...                    | 98,6                    | 284,3                  | •                                  |
| 2. — ..          | - 1,4                        | 1,0                        | 1,3                    | 2,8                    | 99,0                    | 286,6                  | •                                  |
| 3. — ..          | 0,0                          | 1,2                        | 1,6                    | 2,6                    | 99,0                    | 287,0                  | •                                  |
| 4. — ..          | 0,0                          | 1,5                        | 1,4                    | 2,8                    | 99,0                    | 288,3                  | •                                  |
| 1994 1. kvrt. .. | 0,6                          | 1,8                        | 1,3                    | 2,7                    | 99,2                    | 288,2                  | •                                  |
| 2. — ..          | 0,9                          | 2,0                        | 1,6                    | 3,0                    | 99,8                    | 291,0                  | •                                  |
| 3. — ..          | 1,2                          | 2,1                        | 1,8                    | 3,6                    | 100,2                   | 292,0                  | •                                  |
| 4. — ..          | 2,2                          | 2,1                        | 1,9                    | 3,3                    | 101,2                   | 293,6                  | •                                  |
| 1995 1. kvrt. .. | 3,4                          | 2,4                        | 2,2                    | ...                    | 102,5                   | 294,5                  | •                                  |

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

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 indirekte skatter og pristilskud. Vægtene i begge indeks er siden fe-

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

³) Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik, timefortjeneste for alle lønmodtagere. Stigningstakt er fra Konjunkturstatistikken (gennemsnit af ændringer mellem nedre og øvre kvartil). Årgennemsnit er fra Strukturstatistikken. I figuren er udvikling i timefortjeneste til og med 1991 baseret på gennemsnitlig timefortjeneste for samtlige arbejdere i industri, håndværk samt bygge- og anlægsvirksomhed.

## Danmarks internationale likviditet



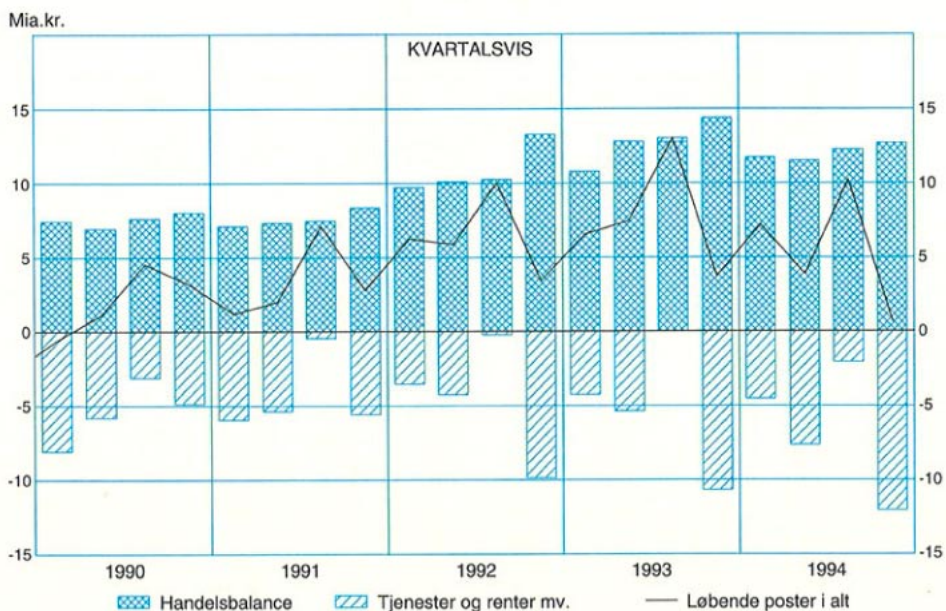
| Ultimo <sup>1)</sup> | Guld  | Fordringer på udlandet | Europæiske valutaenheder (ECU) | Særlige trækingsrettigheder i IMF (SDR) | Reservestilling over for IMF <sup>2)</sup> | Danmarks internationale likviditet (brutto) | Forpligtelser over for udlandet | Danmarks internationale likviditet (netto) <sup>3)</sup> |
|----------------------|-------|------------------------|--------------------------------|-----------------------------------------|--------------------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------|----------------------------------------------------------|
| Millioner kroner     |       |                        |                                |                                         |                                            |                                             |                                 |                                                          |
| 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                                                   |
| 1994.....            | 3 790 | 44 658                 | 3 460                          | 1 107                                   | 2 616                                      | 55 631                                      | 1 537                           | 54 094                                                   |
| 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                                                   |
| Juli.....            | 4 295 | 53 925                 | 3 551                          | 588                                     | 2 775                                      | 65 134                                      | 1 249                           | 63 885                                                   |
| Aug. ...             | 4 295 | 51 255                 | 3 551                          | 596                                     | 2 752                                      | 62 449                                      | 1 582                           | 60 867                                                   |
| Sept. ...            | 4 295 | 52 234                 | 3 551                          | 1 148                                   | 2 810                                      | 64 038                                      | 1 783                           | 62 255                                                   |
| Okt. ...             | 4 276 | 51 989                 | 3 385                          | 1 120                                   | 2 753                                      | 63 523                                      | 1 961                           | 61 562                                                   |
| Nov. ...             | 4 276 | 51 817                 | 3 385                          | 1 153                                   | 2 753                                      | 63 384                                      | 2 144                           | 61 240                                                   |
| Dec.....             | 4 276 | 51 799                 | 3 385                          | 1 143                                   | 2 745                                      | 63 348                                      | 1 539                           | 61 809                                                   |
| 1995 Jan. ....       | 3 829 | 44 354                 | 4 243                          | 1 088                                   | 2 616                                      | 56 130                                      | 477                             | 55 653                                                   |
| Feb. ....            | 3 830 | 44 881                 | 4 243                          | 1 499                                   | 3 058                                      | 57 511                                      | 508                             | 57 003                                                   |
| Marts...             | 3 830 | 45 252                 | 4 243                          | 1 027                                   | 3 028                                      | 57 380                                      | 442                             | 56 938                                                   |

<sup>1)</sup> Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

<sup>2)</sup> Danmarks kvote minus Valutafondens beholdning af danske kroner.

<sup>3)</sup> Kursreguleringer af Danmarks internationale likviditet medførte 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., i 1993 en stigning på 4.965 mill.kr. og i december 1994 et fald på 7.715 mill.kr.



|                | Handels-<br>balance <sup>1)</sup> | Søtrans-<br>port<br>(netto) | Rejser<br>(netto) | Renter,<br>udbytter<br>og lign.<br>(netto) | Andre<br>løbende<br>trans-<br>aktioner <sup>2)</sup><br>(netto) | Løbende<br>poster<br>i alt | Registrerede<br>kapital-<br>betalinger <sup>3)</sup>         | Uregistre-<br>rede<br>kapital-<br>betalinger <sup>4)</sup> | Ændringer<br>i Danmarks<br>internationale<br>likviditet |
|----------------|-----------------------------------|-----------------------------|-------------------|--------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|                | Milliarder kroner                 |                             |                   |                                            |                                                                 |                            | --forøgelse af passiver<br>eller<br>formindskelse af aktiver |                                                            |                                                         |
| 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               | - 36,5                                     | 16,2                                                            | 13,0                       | 25,7                                                         | 8,1                                                        | - 20,8                                                  |
| 1992.....      | 43,4                              | 2,5                         | - 0,2             | - 34,2                                     | 14,0                                                            | 25,5                       | 17,1                                                         | 9,5                                                        | - 1,1                                                   |
| 1993.....      | 50,7                              | 3,6                         | - 1,1             | - 31,1                                     | 8,4                                                             | 30,6                       | 11,5                                                         | - 5,7                                                      | 24,8                                                    |
| 1994.....      | 48,1                              | 2,7                         | - 2,6             | - 33,5                                     | 7,1                                                             | 21,9                       | 30,7                                                         | 4,1                                                        | - 13,0                                                  |
| 1993 3. kv. .. | 12,8                              | 1,9                         | 1,0               | - 5,2                                      | 2,5                                                             | 13,0                       | 5,4                                                          | - 0,4                                                      | 8,0                                                     |
| 4. — ..        | 14,4                              | 1,1                         | - 0,8             | - 12,6                                     | 1,7                                                             | 3,7                        | 11,3                                                         | - 9,0                                                      | 1,4                                                     |
| 1994 1. kv. .. | 11,7                              | - 0,2                       | - 1,6             | - 5,9                                      | 3,2                                                             | 7,2                        | - 1,3                                                        | 17,7                                                       | - 9,2                                                   |
| 2. — ..        | 11,5                              | 1,4                         | - 0,5             | - 9,4                                      | 0,9                                                             | 3,8                        | 9,3                                                          | - 4,7                                                      | - 0,8                                                   |
| 3. — ..        | 12,2                              | 0,9                         | 0,5               | - 5,2                                      | 1,8                                                             | 10,2                       | 11,6                                                         | 1,1                                                        | - 2,5                                                   |
| 4. — ..        | 12,7                              | 0,7                         | - 0,9             | - 13,0                                     | 1,3                                                             | 0,6                        | 11,1                                                         | - 10,0                                                     | - 0,4                                                   |

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

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> Inklusive støtte fra EU's landbrugsfond (EUGFL) samt Danmarks bidrag til dækning af fællesskabernes finansieringsbehov.

<sup>3)</sup> Registrerede kapitalbetalinger fra og til udlandet er specificeret på side 10.

<sup>4)</sup> Inklusive fejl og udeladelser.

|                     | Offentlig sektor <sup>1)</sup> | Privat sektor                       |                 |                                                      |                                    |                     |                                    |                                                       |         | Regi-<br>strerede<br>kapital-<br>betalinger<br>i alt |
|---------------------|--------------------------------|-------------------------------------|-----------------|------------------------------------------------------|------------------------------------|---------------------|------------------------------------|-------------------------------------------------------|---------|------------------------------------------------------|
|                     |                                | Direkte investeringer <sup>2)</sup> |                 | Porte-<br>følje-<br>investe-<br>ringer <sup>3)</sup> | Låntagning                         |                     | Lån-<br>giv-<br>ning <sup>2)</sup> | Penge-<br>inst.<br>udlands-<br>stilling <sup>5)</sup> | I alt   |                                                      |
|                     |                                | Indad-<br>gående                    | Udad-<br>gående |                                                      | Virksom-<br>heder <sup>2)</sup> *) | Privat-<br>personer |                                    |                                                       |         |                                                      |
|                     | Milliarder kroner              |                                     |                 |                                                      |                                    |                     |                                    |                                                       |         |                                                      |
| <b>Indtægt</b>      |                                |                                     |                 |                                                      |                                    |                     |                                    |                                                       |         |                                                      |
| 1985 .....          | 47,5                           | 3,1                                 | 0,9             | 85,9                                                 | 214,1                              | 0,4                 | 8,0                                | •                                                     | 312,4   | 359,9                                                |
| 1986 .....          | 91,8                           | 4,9                                 | 0,6             | 111,0                                                | 239,1                              | 0,3                 | 9,0                                | •                                                     | 364,9   | 456,7                                                |
| 1987 .....          | 52,2                           | 4,5                                 | 1,4             | 160,5                                                | 237,5                              | 0,3                 | 9,7                                | •                                                     | 413,9   | 466,2                                                |
| 1988 .....          | 31,8                           | 5,8                                 | 0,7             | 181,7                                                | 200,2                              | 1,5                 | 17,4                               | •                                                     | 407,3   | 439,1                                                |
| 1989 .....          | 31,9                           | 13,6                                | 1,3             | 136,7                                                | 179,5                              | 6,3                 | 25,4                               | •                                                     | 362,8   | 394,7                                                |
| 1990 .....          | 38,6                           | 11,7                                | 1,8             | 221,7                                                | 218,7                              | 24,9                | 22,6                               | •                                                     | 501,4   | 540,0                                                |
| 1991 .....          | 20,8                           | <u>11,1</u>                         | <u>2,3</u>      | <u>375,1</u>                                         | <u>211,5</u>                       | 31,6                | <u>29,7</u>                        | •                                                     | 661,2   | 682,0                                                |
| 1992 .....          | 92,3                           | 67,2                                | 16,0            | 667,5                                                | 180,5                              | 29,9                | 25,6                               | •                                                     | 986,6   | 1 078,9                                              |
| 1993 .....          | 211,5                          | 48,9                                | 38,5            | 1 251,6                                              | 170,1                              | 12,3                | 51,6                               | •                                                     | 1 572,9 | 1 784,5                                              |
| 1994 .....          | 68,1                           | 57,6                                | 28,0            | 1 334,6                                              | 108,0                              | 11,7                | 146,5                              | •                                                     | 1 686,5 | 1 754,5                                              |
| 1993 4. kvt. ....   | 27,6                           | 15,5                                | 11,7            | 379,9                                                | 35,2                               | 5,8                 | 20,8                               | •                                                     | 468,9   | 496,5                                                |
| 1994 1. kvt. ....   | 22,5                           | 11,4                                | 8,7             | 388,8                                                | 29,0                               | 2,7                 | 27,9                               | •                                                     | 468,6   | 491,0                                                |
| 2. — ....           | 20,3                           | 11,2                                | 4,3             | 364,7                                                | 30,1                               | 1,4                 | 38,7                               | •                                                     | 450,4   | 470,7                                                |
| 3. — ....           | 15,5                           | 8,7                                 | 6,7             | 325,7                                                | 21,3                               | 3,0                 | 38,2                               | •                                                     | 403,7   | 419,1                                                |
| 4. — ....           | 9,9                            | 26,2                                | 8,2             | 255,4                                                | 27,6                               | 4,7                 | 41,7                               | •                                                     | 363,8   | 373,7                                                |
| 1995 1. kvt. ....   | 34,7                           | 18,0                                | 7,3             | 256,9                                                | 28,9                               | 1,2                 | 47,9                               | •                                                     | 360,2   | 394,9                                                |
| <b>Udgift</b>       |                                |                                     |                 |                                                      |                                    |                     |                                    |                                                       |         |                                                      |
| 1985 .....          | 44,5                           | 1,8                                 | 3,1             | 71,5                                                 | 182,2                              | 0,6                 | 11,4                               | •                                                     | 270,6   | 315,1                                                |
| 1986 .....          | 55,2                           | 3,6                                 | 5,0             | 128,0                                                | 227,5                              | 0,9                 | 10,0                               | •                                                     | 375,0   | 430,3                                                |
| 1987 .....          | 35,6                           | 3,9                                 | 5,5             | 135,7                                                | 216,1                              | 0,7                 | 11,9                               | •                                                     | 373,8   | 409,4                                                |
| 1988 .....          | 43,5                           | 2,4                                 | 5,5             | 174,6                                                | 172,7                              | 0,8                 | 21,4                               | •                                                     | 377,4   | 420,9                                                |
| 1989 .....          | 38,4                           | 5,7                                 | 16,1            | 156,2                                                | 165,4                              | 2,1                 | 33,4                               | •                                                     | 378,9   | 417,2                                                |
| 1990 .....          | 37,2                           | 4,2                                 | 11,1            | 203,9                                                | 189,7                              | 22,0                | 30,1                               | •                                                     | 460,9   | 498,2                                                |
| 1991 .....          | 55,8                           | <u>1,8</u>                          | <u>14,1</u>     | <u>360,6</u>                                         | <u>208,8</u>                       | 18,6                | <u>38,3</u>                        | •                                                     | 642,1   | 697,9                                                |
| 1992 .....          | 87,4                           | 61,0                                | 29,4            | 604,0                                                | 194,3                              | 40,7                | 24,7                               | •                                                     | 954,0   | 1 041,5                                              |
| 1993 .....          | 154,9                          | 38,0                                | 47,4            | 1 168,1                                              | 179,7                              | 13,1                | 54,2                               | •                                                     | 1 500,5 | 1 655,3                                              |
| 1994 .....          | 95,6                           | 26,4                                | 53,7            | 1 408,9                                              | 126,3                              | 13,9                | 144,7                              | •                                                     | 1 773,9 | 1 869,5                                              |
| 1993 4. kvt. ....   | 39,0                           | 12,1                                | 14,2            | 333,5                                                | 41,2                               | 2,3                 | 21,0                               | •                                                     | 424,4   | 463,3                                                |
| 1994 1. kvt. ....   | 42,0                           | 7,0                                 | 11,7            | 419,6                                                | 34,3                               | 6,0                 | 28,4                               | •                                                     | 507,0   | 549,0                                                |
| 2. — ....           | 22,6                           | 5,6                                 | 7,6             | 387,3                                                | 33,5                               | 2,2                 | 48,9                               | •                                                     | 485,1   | 507,7                                                |
| 3. — ....           | 17,1                           | 6,4                                 | 8,1             | 336,6                                                | 26,2                               | 3,0                 | 29,9                               | •                                                     | 410,1   | 427,2                                                |
| 4. — ....           | 13,9                           | 7,4                                 | 26,4            | 265,4                                                | 32,3                               | 2,8                 | 37,5                               | •                                                     | 371,8   | 385,7                                                |
| 1995 1. kvt. ....   | 34,2                           | 8,5                                 | 16,0            | 260,0                                                | 30,5                               | 4,1                 | 49,8                               | •                                                     | 368,8   | 402,9                                                |
| <b>Nettoindtægt</b> |                                |                                     |                 |                                                      |                                    |                     |                                    |                                                       |         |                                                      |
| 1985 .....          | 3,1                            | 1,3                                 | - 2,2           | 14,3                                                 | 31,9                               | - 0,2               | - 3,4                              | 5,6                                                   | 47,3    | 50,5                                                 |
| 1986 .....          | 36,6                           | 1,3                                 | - 4,4           | - 17,0                                               | 11,6                               | - 0,6               | - 1,1                              | - 1,1                                                 | - 11,3  | 25,3                                                 |
| 1987 .....          | 16,6                           | 0,6                                 | - 4,1           | 24,8                                                 | 21,4                               | - 0,4               | - 2,1                              | - 5,2                                                 | 35,0    | 51,6                                                 |
| 1988 .....          | - 11,7                         | 3,4                                 | - 4,8           | 7,2                                                  | 27,5                               | 0,6                 | - 4,0                              | 5,0                                                   | 34,9    | 23,3                                                 |
| 1989 .....          | - 6,5                          | 7,9                                 | - 14,8          | - 19,5                                               | 14,2                               | 4,2                 | - 8,0                              | 8,8                                                   | - 7,2   | - 13,6                                               |
| 1990 .....          | 1,4                            | 7,5                                 | - 9,3           | 17,8                                                 | 29,1                               | 2,9                 | - 7,4                              | - 9,9                                                 | 30,5    | 31,9                                                 |
| 1991 .....          | - 35,0                         | <u>9,3</u>                          | <u>- 11,8</u>   | 14,5                                                 | <u>2,7</u>                         | 13,0                | <u>- 8,6</u>                       | - 9,8                                                 | 9,3     | - 25,7                                               |
| 1992 .....          | 4,9                            | 6,1                                 | - 13,4          | 63,5                                                 | - 13,8                             | - 10,8              | 1,0                                | - 54,6                                                | - 22,0  | - 17,1                                               |
| 1993 .....          | 56,7                           | 10,9                                | - 8,9           | 83,5                                                 | - 9,6                              | - 0,9               | - 2,6                              | - 140,6                                               | - 68,2  | - 11,5                                               |
| 1994 .....          | - 27,5                         | 31,1                                | - 25,7          | - 74,3                                               | - 18,3                             | - 2,2               | 1,9                                | 84,2                                                  | - 3,2   | - 30,7                                               |
| 1993 4. kvt. ....   | - 11,3                         | 3,4                                 | - 2,6           | 46,4                                                 | - 6,0                              | 3,5                 | - 0,2                              | - 44,5                                                | 0,0     | - 11,3                                               |
| 1994 1. kvt. ....   | - 19,5                         | 4,4                                 | - 3,0           | - 30,8                                               | - 5,3                              | - 3,3               | - 0,5                              | 59,3                                                  | 20,9    | 1,3                                                  |
| 2. — ....           | - 2,3                          | 5,6                                 | - 3,2           | - 22,6                                               | - 3,4                              | - 0,8               | - 10,2                             | 27,6                                                  | - 7,0   | - 9,3                                                |
| 3. — ....           | - 1,6                          | 2,3                                 | - 1,3           | - 11,0                                               | - 4,8                              | 0,0                 | 8,3                                | - 3,6                                                 | - 10,0  | - 11,6                                               |
| 4. — ....           | - 4,0                          | 18,9                                | - 18,2          | - 10,0                                               | - 4,8                              | 1,9                 | 4,2                                | 0,8                                                   | - 7,1   | - 11,1                                               |
| 1995 1. kvt. ....   | 0,5                            | 9,6                                 | - 8,6           | - 3,1                                                | - 1,6                              | - 2,9               | - 1,9                              | 7,0                                                   | - 1,5   | - 1,0                                                |

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.

<sup>1)</sup> Omfatter staten, Hypotekbanken, kommuner, sociale fondes handel med udenlandske værdipapirer samt Dansk Eksportfinansieringsfonds låntagning i udlandet.

<sup>2)</sup> Koncernlån indgår fra og med 1992 under „Direkte investeringer“, mens de tidligere er medtaget under virksomheders låntagning og långivning.

<sup>3)</sup> Specifikation heraf er anført på side 11.

<sup>4)</sup> Herunder offentlige virksomheder.

<sup>5)</sup> 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-<br>tioner mv. |                        | I alt  |  |
|                   |                     | i kroner                    |                             |                             |                  | i frem-<br>med<br>mønt |         |                          |                       |                        |        |  |
|                   |                     | Stats-<br>obliga-<br>tioner | Stats-<br>gælds-<br>beviser | Skat-<br>kammer-<br>beviser | Andre<br>papirer |                        |         |                          |                       |                        |        |  |
|                   |                     |                             |                             |                             |                  |                        |         |                          | i kroner              | i frem-<br>med<br>mønt |        |  |
| Milliarder kroner |                     |                             |                             |                             |                  |                        |         |                          |                       |                        |        |  |
| Indtægt           |                     |                             |                             |                             |                  |                        |         |                          |                       |                        |        |  |
| 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 | 20,8                     | 2,8                   | 75,1                   | 98,7   |  |
| 1994.....         | 41,2                | 886,4                       | 174,4                       | 32,2                        | 74,3             | 5,1                    | 1 213,6 | 18,4                     | 3,9                   | 98,7                   | 121,0  |  |
| 1993 4. kvtr. ..  | 5,8                 | 244,4                       | 77,9                        | 0,2                         | 19,3             | 0,9                    | 348,4   | 6,4                      | 0,7                   | 24,4                   | 31,5   |  |
| 1994 1. kvtr. ..  | 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                   | 26,9                   | 32,0   |  |
| 3. — ..           | 4,5                 | 215,2                       | 51,5                        | 14,1                        | 14,0             | 2,0                    | 301,3   | 3,7                      | 0,4                   | 20,2                   | 24,3   |  |
| 4. — ..           | 4,8                 | 174,1                       | 29,1                        | 16,5                        | 5,8              | 0,7                    | 231,0   | 3,9                      | 0,7                   | 19,8                   | 24,5   |  |
| 1995 1. kvtr. ..  | 4,3                 | 184,3                       | 25,6                        | 11,4                        | 8,2              | 1,8                    | 235,5   | 4,3                      | 0,1                   | 16,9                   | 21,4   |  |
| Udgift            |                     |                             |                             |                             |                  |                        |         |                          |                       |                        |        |  |
| 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   | 17,1                     | 2,8                   | 50,5                   | 70,5   |  |
| 1991.....         | 8,3                 | 158,4                       | 39,3                        | 12,3                        | 22,4             | 9,1                    | 249,8   | 19,4                     | 19,7                  | 71,6                   | 110,8  |  |
| 1992.....         | 7,8                 | 351,2                       | 60,7                        | 32,6                        | 21,8             | 24,6                   | 498,6   | 17,9                     | 15,2                  | 72,3                   | 105,4  |  |
| 1993.....         | 13,2                | 774,9                       | 237,9                       | 10,0                        | 29,3             | 5,0                    | 1 070,3 | 22,2                     | 2,0                   | 73,6                   | 97,8   |  |
| 1994.....         | 25,6                | 951,9                       | 197,0                       | 21,6                        | 80,7             | 5,1                    | 1 282,0 | 23,7                     | 2,4                   | 100,9                  | 126,9  |  |
| 1993 4. kvtr. ..  | 3,9                 | 204,2                       | 75,3                        | 1,6                         | 11,9             | 1,2                    | 298,1   | 7,3                      | 1,3                   | 26,8                   | 35,4   |  |
| 1994 1. kvtr. ..  | 7,0                 | 265,7                       | 66,9                        | 0,3                         | 29,5             | 2,3                    | 371,7   | 9,8                      | 1,1                   | 37,0                   | 47,9   |  |
| 2. — ..           | 7,1                 | 277,4                       | 41,6                        | 0,7                         | 30,0             | 0,8                    | 357,6   | 5,2                      | 0,5                   | 24,0                   | 29,7   |  |
| 3. — ..           | 5,7                 | 230,2                       | 53,8                        | 8,5                         | 15,7             | 0,6                    | 314,5   | 4,1                      | 0,3                   | 17,7                   | 22,1   |  |
| 4. — ..           | 5,8                 | 178,7                       | 34,8                        | 12,1                        | 5,6              | 1,4                    | 238,2   | 4,6                      | 0,4                   | 22,1                   | 27,2   |  |
| 1995 1. kvtr. ..  | 5,8                 | 179,8                       | 30,1                        | 16,7                        | 6,3              | 2,8                    | 241,5   | 4,9                      | 0,3                   | 13,3                   | 18,5   |  |
| Nettoindtægt      |                     |                             |                             |                             |                  |                        |         |                          |                       |                        |        |  |
| 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    | - 1,8                    | 0,3                   | - 6,1                  | - 7,6  |  |
| 1991.....         | 0,1                 | 29,5                        | 9,0                         | 4,0                         | - 3,0            | 1,2                    | 40,7    | - 3,8                    | - 9,0                 | - 13,5                 | - 26,3 |  |
| 1992.....         | 0,3                 | 47,6                        | - 0,1                       | - 2,7                       | 2,4              | 6,3                    | 53,8    | - 3,1                    | 7,2                   | 5,5                    | 9,7    |  |
| 1993.....         | 6,9                 | 53,1                        | 15,9                        | - 2,4                       | 8,6              | 0,4                    | 82,6    | - 1,3                    | 0,8                   | 1,5                    | 1,0    |  |
| 1994.....         | 15,6                | - 65,5                      | - 22,7                      | 10,6                        | - 6,4            | 0,0                    | - 68,4  | - 5,3                    | 1,5                   | - 2,1                  | - 5,9  |  |
| 1993 4. kvtr. ..  | 1,8                 | 40,2                        | 2,6                         | - 1,3                       | 7,4              | - 0,3                  | 50,3    | - 0,9                    | - 0,6                 | - 2,4                  | - 3,9  |  |
| 1994 1. kvtr. ..  | 2,0                 | - 19,9                      | - 6,8                       | 0,1                         | 2,2              | - 0,7                  | - 23,2  | - 3,4                    | 1,1                   | - 5,3                  | - 7,6  |  |
| 2. — ..           | 15,8                | - 26,1                      | - 7,9                       | 0,4                         | - 7,1            | 0,0                    | - 24,8  | - 0,8                    | 0,1                   | 2,9                    | 2,2    |  |
| 3. — ..           | - 1,2               | - 15,0                      | - 2,3                       | 5,6                         | - 1,7            | 1,4                    | - 13,2  | - 0,4                    | 0,1                   | 2,5                    | 2,2    |  |
| 4. — ..           | - 1,0               | - 4,6                       | - 5,7                       | 4,4                         | 0,2              | - 0,7                  | - 7,3   | - 0,8                    | 0,3                   | - 2,3                  | - 2,7  |  |
| 1995 1. kvtr. ..  | - 1,6               | 4,5                         | - 4,6                       | - 5,3                       | 1,9              | - 1,0                  | - 6,0   | - 0,6                    | - 0,1                 | 3,6                    | 2,9    |  |

|                   | Import (cif) |                      |                      |                                    | Eksport (fob) |                                  |                   |                      | Handelsbalance |
|-------------------|--------------|----------------------|----------------------|------------------------------------|---------------|----------------------------------|-------------------|----------------------|----------------|
|                   | I alt        | heraf                |                      |                                    | I alt         | heraf                            |                   |                      |                |
|                   |              | Varer til erhvervene | Brændselsstoffer mv. | Varer til forbrug samt personbiler |               | Landbrugsprodukter <sup>1)</sup> | Industriprodukter | Brændselsstoffer mv. |                |
|                   |              |                      |                      |                                    |               |                                  |                   |                      |                |
| Milliarder kroner |              |                      |                      |                                    |               |                                  |                   |                      |                |
| 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 .....        | 198,0        | 110,8                | 11,8                 | 57,8                               | 241,0         | 38,3                             | 163,2             | 8,2                  | 43,1           |
| 1994 .....        | 223,1        | 126,1                | 11,3                 | 67,4                               | 261,8         | 41,1                             | 180,8             | 7,5                  | 38,7           |
| 1993 4. kvt. .... | 53,7         | 30,1                 | 2,9                  | 15,7                               | 65,9          | 10,6                             | 43,6              | 2,1                  | 12,2           |
| 1994 1. kvt. .... | 53,0         | 29,3                 | 2,7                  | 15,9                               | 62,3          | 9,4                              | 43,2              | 2,0                  | 9,3            |
| 2. — ....         | 55,8         | 31,2                 | 3,1                  | 16,1                               | 64,6          | 10,4                             | 44,0              | 1,8                  | 8,8            |
| 3. — ....         | 53,8         | 29,3                 | 3,0                  | 16,9                               | 64,3          | 10,3                             | 43,2              | 1,9                  | 10,5           |
| 4. — ....         | 60,5         | 36,4                 | 2,5                  | 18,4                               | 70,6          | 11,0                             | 50,2              | 1,8                  | 10,1           |

Anm.: Generalhandel, dvs. inklusive transithandel. Til og med 1991 opgjort som specialhandel. Efter overgangen til det nye indsamlingssystem for handelen EU-landene imellem (det såkaldte Intrastat-system) har en del af samhandelen med de

øvrige EU-lande ikke kunnet fordeles på varer eller varegrupper i 1993 og 1994.

<sup>1)</sup> Inklusive kød- og mælkekonserves.

### Kvantumindeks og bytteforhold i udenrigshandelen

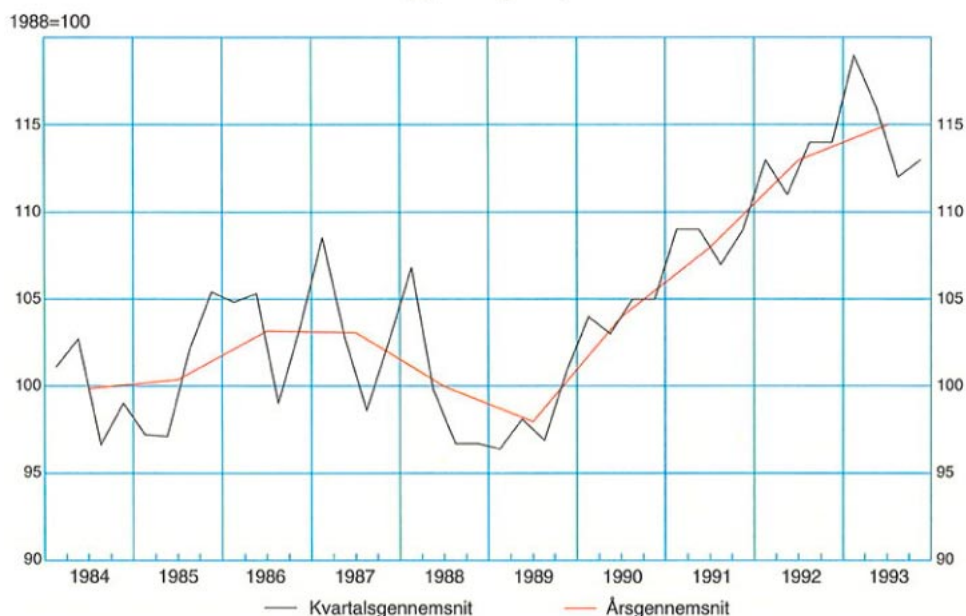
|                   | Kvantumindeks |        | Indeks for enhedsværdier |        | Bytteforhold <sup>1)</sup> |
|-------------------|---------------|--------|--------------------------|--------|----------------------------|
|                   | 1985=100      |        | 1985=100                 |        |                            |
|                   | Eksport       | Import | Eksport                  | Import | 1985=100                   |
| 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 .....        | 139           | 121    | 97                       | 87     | 111                        |
| 1993 .....        | 135           | 112    | 95                       | 85     | 111                        |
| 1993 1. kvt. .... | 131           | 111    | 95                       | 85     | 111                        |
| 2. — .....        | 130           | 105    | 95                       | 85     | 112                        |
| 3. — .....        | 133           | 108    | 95                       | 86     | 110                        |
| 4. — .....        | 143           | 119    | 96                       | 87     | 111                        |
| 1994 1. kvt. .... | 137           | 116    | 97                       | 87     | 111                        |
| 2. — .....        | 142           | 123    | 97                       | 87     | 111                        |
| 3. — .....        | 140           | 120    | 96                       | 86     | 111                        |

Anm.: Generalhandel, dvs. inklusive transithandel. Til og med 1991 opgjort som specialhandel. I 1984 omregnet af Nationalbanken fra oprindelig basis 1980=100. Se i øvrigt anmærkningen til ovenstående tabel.

<sup>1)</sup> 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 <sup>1)</sup> |
|-----------------|----------|---------|----------|---------|---------|-------|-----|----------------------------------------|
| 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.....       | 122      | 98      | 92       | 107     | 118     | 107   | 99  | 108                                    |
| 1992.....       | 134      | 103     | 94       | 112     | 119     | 107   | 98  | 113                                    |
| 1993.....       | 157      | 93      | ...      | 119     | 113     | 108   | 90  | 115                                    |
| 1992 1. kv. ... | 130      | 104     | 92       | 107     | 121     | 111   | 96  | 113                                    |
| 2. — ..         | 136      | 100     | 95       | 110     | 114     | 98    | 102 | 111                                    |
| 3. — ..         | 134      | 103     | 96       | 115     | 119     | 111   | 93  | 114                                    |
| 4. — ..         | 136      | 103     | 92       | 116     | 124     | 110   | 101 | 114                                    |
| 1993 1. kv. ... | 156      | 100     | ...      | 130     | 118     | 113   | 88  | 119                                    |
| 2. — ..         | 162      | 93      | ...      | 113     | 109     | 108   | 94  | 116                                    |
| 3. — ..         | 156      | 87      | ...      | 117     | 112     | 108   | 84  | 112                                    |
| 4. — ..         | 154      | 92      | ...      | 115     | 114     | 105   | 92  | 113                                    |
| 1994 1. kv. ... | 157      | ...     | ...      | 114     | 112     | 107   | ... | ...                                    |
| 2. — ..         | 146      | ...     | ...      | 117     | 109     | 102   | ... | ...                                    |

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 omlægningen af EU-landenes udenrigshandelsstatistik ved årsskiftet 1992-93 er beregningerne blevet mere usikre end hidtil og kan endnu ikke gennemføres for enkelte

landes vedkommende på grund af manglende importoplysninger. Det samlede indeks vurderes ved sammenligning med anden information at give et retvisende billede af udviklingen fra 1992 til 1993, mens det er muligt, at der er databrud i oplysningerne om de enkelte delmarkeder.

<sup>1)</sup> 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.

| Finansår                 | Overskud på drifts-, anlægs- og udlåns-budgettet | Netto-udgifter på kapital-budgettet <sup>1)</sup> 2) | Brutto-kasse-overskud <sup>2)</sup> | Afviklet ved           |                                |                     |                                     |
|--------------------------|--------------------------------------------------|------------------------------------------------------|-------------------------------------|------------------------|--------------------------------|---------------------|-------------------------------------|
|                          |                                                  |                                                      |                                     | Indenlandsk låntagning |                                |                     | Udenlandsk låntagning <sup>4)</sup> |
|                          |                                                  |                                                      |                                     | Salg af statspapirer   | Træk på Nationalbanken (netto) | Andet <sup>3)</sup> |                                     |
|                          |                                                  |                                                      |                                     |                        |                                |                     |                                     |
| 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 <sup>5)</sup> ..... | - 44,1                                           | 90,2                                                 | - 134,3                             | ...                    | ...                            | ...                 | ...                                 |
| 1995 <sup>5)</sup> ..... | - 40,0                                           | 128,1                                                | - 168,1                             | ...                    | ...                            | ...                 | ...                                 |

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> 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.

<sup>3)</sup> Til og med 1985 inklusive træk på postgiro, jf. note 2.

<sup>4)</sup> Inklusive udenlandske lån genudlånt til elværker.

<sup>5)</sup> Skøn, budgetoversigt december 1994.

### Statens finansieringsbehov

|                | Statens<br>brutto-<br>finansie-<br>rings-<br>behov | Afdrag på<br>udenlandske<br>statslån <sup>1)</sup> | Afdrag<br>på inden-<br>landske<br>stats-<br>papirer <sup>1)2)</sup> | Statens<br>netto-<br>finansie-<br>rings-<br>behov <sup>3)</sup> | Dækket ved                                                     |                                                                        |                                              |                                       |                                                        |
|----------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------------------------|
|                |                                                    |                                                    |                                                                     |                                                                 | Nettosalg af statspapirer<br>i kroner til <sup>1)</sup>        |                                                                        | Uden-<br>landsk<br>netto-<br>låntag-<br>ning | Salg af<br>ECU-<br>obligat-<br>tioner | Netto-<br>træk på<br>National-<br>banken <sup>4)</sup> |
|                |                                                    |                                                    |                                                                     |                                                                 | Private,<br>virksom-<br>heder og<br>fonde<br>mv. <sup>4)</sup> | National-<br>banken og<br>pengeinsti-<br>tutterne<br>mv. <sup>5)</sup> |                                              |                                       |                                                        |
|                |                                                    |                                                    |                                                                     |                                                                 |                                                                |                                                                        |                                              |                                       |                                                        |
| 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                                                 |
| 1994.....      | 134,7                                              | 14,9                                               | 73,6                                                                | 46,2                                                            | - 11,6                                                         | 57,6                                                                   | - 31,3                                       | - 1,1                                 | 32,7                                                   |
| 1994 1. kv. .. | 30,4                                               | 3,8                                                | 20,5                                                                | 6,2                                                             | - 18,0                                                         | 31,2                                                                   | - 21,9                                       | - 0,9                                 | 15,9                                                   |
| 2. — ..        | 39,7                                               | 3,4                                                | 11,0                                                                | 25,3                                                            | - 4,5                                                          | 21,8                                                                   | - 3,7                                        | - 0,2                                 | 12,1                                                   |
| 3. — ..        | 24,9                                               | 3,8                                                | 9,1                                                                 | 11,9                                                            | 14,7                                                           | 10,4                                                                   | - 2,0                                        | —                                     | - 11,2                                                 |
| 4. — ..        | 39,6                                               | 3,9                                                | 33,0                                                                | 2,8                                                             | - 3,8                                                          | - 5,7                                                                  | - 3,7                                        | —                                     | 15,9                                                   |
| 1995 1. kv. .. | 61,4                                               | 15,7                                               | 39,7                                                                | 6,0                                                             | 10,8                                                           | - 2,6                                                                  | - 1,6                                        | —                                     | - 0,6                                                  |

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).

<sup>1)</sup> Korrigeret for opkøb af statspapirer fra og med 1. kvartal 1994. Ved opkøb indgår de opkøbte papirer i afdrag til transaktions-værdi. Når de opkøbte papirer forfalder, reduceres afdrag med papirernes nominelle værdi.

<sup>2)</sup> Inklusive tilbagebetaling af bunden opsparing i 1990, 1991 og 1992.

<sup>3)</sup> Nettofinansieringsbehovet er fra og med 2. kvartal 1994 i modsætning til statsregnskabet opgjort eksklusive over- eller underkurs ved opkøb af indenlandske statspapirer.

<sup>4)</sup> Inklusive valutaudlændingens nettokøb, der fremgår af tabellen side 11. Inklusive bunden opsparing i 1985.

<sup>5)</sup> Inklusive Hypotekbanken og Postgiroen.

<sup>6)</sup> Bortset fra ændring af postgiromidler til og med 1991.

*Statens udlån og gæld*  
(Udestående beløb)

15

| Ultimo         | Udlån<br>i alt    | Indenlandsk gæld |                                    |                                                    |                          | Udenlandsk<br>gæld<br>i alt | Gæld<br>i alt |
|----------------|-------------------|------------------|------------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|---------------|
|                |                   | I alt            | Heraf                              |                                                    |                          |                             |               |
|                |                   |                  | Obligations-<br>gæld <sup>1)</sup> | Nettogæld<br>til National-<br>banken <sup>2)</sup> | Postgiroen <sup>3)</sup> |                             |               |
|                | Milliarder kroner |                  |                                    |                                                    |                          |                             |               |
| 1984 Dec. .... | 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         |
| 1994 — ....    | 66,8*             | 561,8            | 618,8                              | - 56,9                                             | •                        | 131,6                       | 693,4         |

<sup>1)</sup> I perioden fra og med 1985 til og med 1991 inklusive bunden opsparing.

<sup>3)</sup> Eksklusive indeståender på statens og Nationalbankens postgirokonti.

<sup>2)</sup> Beregnet ud fra Nationalbankens balance.

*Kommuners likvide beholdninger og gæld*

| Ultimo            | Likvide beholdninger                                                 |                                         |       | Gæld             |                  |                 |       |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|-------|------------------|------------------|-----------------|-------|
|                   | Kasse samt<br>indestående<br>i penge-<br>institutterne <sup>1)</sup> | Behold-<br>ning af<br>obliga-<br>tioner | I alt | Indenlandsk      |                  | Uden-<br>landsk | I alt |
|                   |                                                                      |                                         |       | Kort-<br>fristet | Lang-<br>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  |
| 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  |
| 3. — .....        | 9,2                                                                  | 6,1                                     | 15,3  | 0,4              | 29,5             | 15,3            | 45,2  |
| 4. — .....        | 10,7                                                                 | 6,8                                     | 17,5  | 0,4              | 30,7             | 15,6            | 46,7  |
| 1995 1. kvt. .... | 12,6                                                                 | 7,8                                     | 20,4  | 0,3              | 31,3             | 16,4            | 48,0  |

<sup>1)</sup> Til og med 1990 inklusive indestående på postgiro.

| Ultimo           | Fra indenlandske enheder |        |                |        | Fra udenlandske enheder |        |                |        | I alt |
|------------------|--------------------------|--------|----------------|--------|-------------------------|--------|----------------|--------|-------|
|                  | Til indlændinge          |        | Til udlændinge |        | Til indlændinge         |        | Til udlændinge |        |       |
|                  | Kroner                   | Valuta | Kroner         | Valuta | Kroner                  | Valuta | Kroner         | Valuta |       |
|                  | Milliarder kroner        |        |                |        |                         |        |                |        |       |
| 1987 Dec. ....   | 303,5                    | 1,6    | 1,6            | 0,9    | 5,3                     | 85,0   | ...            | 44,3   | 442,2 |
| 1988 — .....     | 297,5                    | 2,6    | 2,6            | 2,6    | 9,4                     | 104,0  | 1,4            | 57,7   | 477,8 |
| 1989 — .....     | 317,5                    | 4,0    | 3,0            | 5,4    | 10,4                    | 113,2  | 2,0            | 70,3   | 525,8 |
| 1990 — .....     | 334,4                    | 15,5   | 5,3            | 13,6   | 14,7                    | 121,9  | 3,2            | 77,4   | 586,1 |
| 1991 — .....     | 334,8                    | 16,5   | 5,5            | 19,6   | 29,8                    | 110,7  | 2,5            | 71,5   | 591,0 |
| 1992 — .....     | 319,2                    | 17,5   | 11,4           | 18,9   | 15,1                    | 97,9   | 3,2            | 66,7   | 549,8 |
| 1993 — .....     | 284,6                    | 15,3   | 46,2           | 20,6   | 21,1                    | 76,2   | 4,4            | 73,9   | 542,5 |
| 1994 — .....     | 261,6                    | 14,2   | 29,3           | 29,9   | 28,0                    | 53,3   | 2,7            | 54,2   | 473,3 |
| 1994 Marts ..... | 270,6                    | 17,4   | 33,3           | 18,7   | 25,4                    | 66,2   | 4,6            | 59,1   | 495,3 |
| 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 |
| Juli .....       | 261,3                    | 14,5   | 24,0           | 19,1   | 26,8                    | 58,9   | 3,5            | 54,1   | 462,2 |
| Aug. ....        | 260,5                    | 15,0   | 26,3           | 17,1   | 27,4                    | 58,8   | 3,6            | 52,0   | 460,7 |
| Sept. ....       | 264,2                    | 15,2   | 25,2           | 21,6   | 27,6                    | 57,5   | 2,7            | 52,3   | 466,3 |
| Okt. ....        | 253,5                    | 14,9   | 23,9           | 18,5   | 28,4                    | 55,0   | 2,7            | 52,2   | 449,0 |
| Nov. ....        | 258,2                    | 13,6   | 25,0           | 17,7   | 28,2                    | 54,4   | 2,7            | 52,1   | 452,0 |
| Dec. ....        | 261,6                    | 14,2   | 29,3           | 29,9   | 28,0                    | 53,3   | 2,7            | 54,2   | 473,3 |
| 1995 Jan. ....   | 252,1                    | 14,0   | 30,6           | 17,3   | 27,8                    | 51,9   | 2,5            | 51,9   | 448,2 |
| Feb. ....        | 257,3                    | 14,1   | 29,0           | 17,3   | 27,4                    | 51,6   | 2,6            | 47,6   | 447,0 |
| Marts .....      | 263,0                    | 13,9   | 29,4           | 18,5   | 26,7                    | 51,5   | 2,4            | 50,2   | 455,6 |

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 <sup>2)</sup> |                              | I alt |
|------------------|--------------|-----------------------------|-------|-------------|-------------|-------------------|-----------------------------------|------------------------------|-------|
|                  |              | Obligationer                |       |             | Aktier      |                   | Danske kroneobligationer          | Andre obligationer og aktier |       |
|                  |              |                             |       |             |             |                   |                                   |                              |       |
|                  |              | Stats-papirer <sup>1)</sup> | Andre | Danske      | Udenlandske |                   |                                   |                              |       |
|                  |              |                             |       |             |             | 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                        |       |
| 1994 — .....     | 124,5        | 54,5                        | 19,4  | 14,0        | 5,2         | 5,5               | 29,2                              | 252,3                        |       |
| 1994 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                        |       |
| Juli .....       | 120,2        | 60,8                        | 21,3  | 13,8        | 5,0         | 0,8               | 22,3                              | 244,2                        |       |
| Aug. ....        | 127,6        | 58,5                        | 19,7  | 13,8        | 5,0         | 0,8               | 22,8                              | 248,2                        |       |
| Sept. ....       | 121,1        | 61,6                        | 21,1  | 13,7        | 5,0         | 0,8               | 25,5                              | 248,7                        |       |
| Okt. ....        | 129,2        | 52,5                        | 18,8  | 13,7        | 5,0         | 1,6               | 25,7                              | 246,5                        |       |
| Nov. ....        | 129,7        | 52,4                        | 18,4  | 13,9        | 5,2         | 4,0               | 29,1                              | 252,5                        |       |
| Dec. ....        | 124,5        | 54,5                        | 19,4  | 14,0        | 5,2         | 5,5               | 29,2                              | 252,3                        |       |
| 1995 Jan. ....   | 122,2        | 42,6                        | 20,8  | 13,5        | 5,3         | 3,0               | 29,5                              | 237,0                        |       |
| Feb. ....        | 115,0        | 42,4                        | 22,9  | 13,4        | 5,2         | 0,8               | 31,6                              | 231,3                        |       |
| Marts .....      | 124,4        | 44,0                        | 23,2  | 13,4        | 4,9         | 0,8               | 32,8                              | 243,4                        |       |

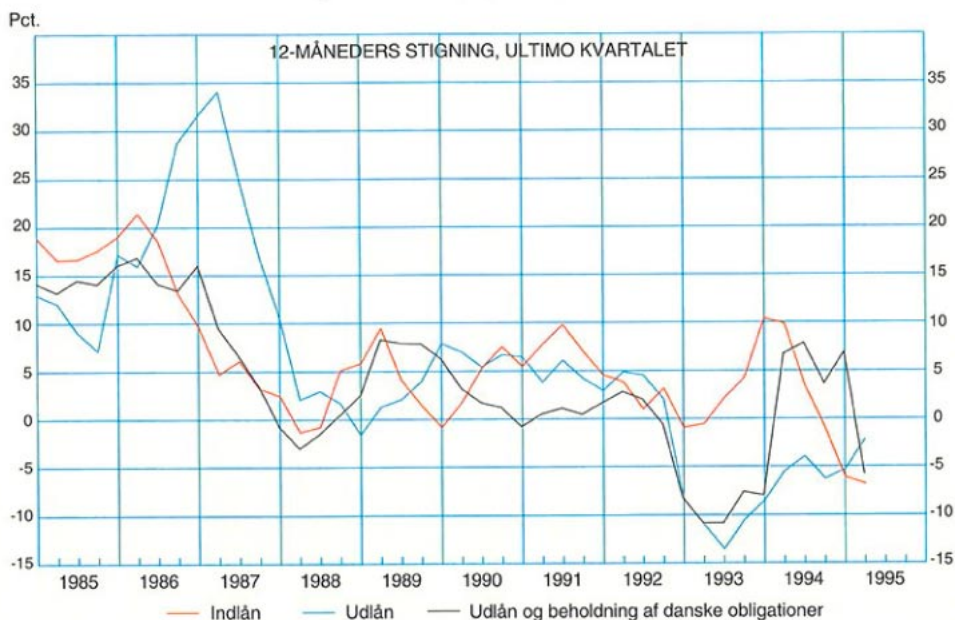
Anm.: I 1989 og 1990 er pengeinstitutternes obligationsbeholdninger påvirket af genkøbsforretninger med Nationalbanken. Fra og med 1991 eksklusive aktier i datterbanker mv.

<sup>1)</sup> Inklusive statsgælds- og skatkammerbeviser.

<sup>2)</sup> Filialer og datterselskaber i udlandet.

# Stigning i pengeinstitutternes indlån, udlån og beholdning af obligationer

17



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

## Pengeinstitutternes indlån

| Ultimo          | I indenlandske enheder |        |                |             | I udenlandske enheder |        |                |             | I alt        |
|-----------------|------------------------|--------|----------------|-------------|-----------------------|--------|----------------|-------------|--------------|
|                 | Fra indlændinge        |        | Fra udlændinge |             | Fra indlændinge       |        | Fra udlændinge |             |              |
|                 | Kroner                 | Valuta | Kroner         | Valuta      | Kroner                | Valuta | Kroner         | Valuta      |              |
|                 | Milliarder kroner      |        |                |             |                       |        |                |             |              |
| 1987 Dec. ....  | 390,0                  | 2,1    | 7,4            | 15,1        | ...                   | 1,4    | 0,3            | 17,5        | 433,8        |
| 1988 — .....    | 413,5                  | 4,9    | 8,3            | 35,0        | 0,1                   | 1,9    | 2,5            | 24,7        | 490,8        |
| 1989 — .....    | 412,4                  | 8,8    | 8,2            | 44,9        | 0,2                   | 2,5    | 2,4            | 36,4        | 515,7        |
| 1990 — .....    | <u>435,2</u>           | 10,6   | 8,2            | <u>45,5</u> | 0,1                   | 2,9    | 3,2            | <u>41,2</u> | <u>546,8</u> |
| 1991 — .....    | 447,7                  | 10,1   | 10,2           | 11,9        | 0,1                   | 2,5    | 3,5            | 29,9        | 515,9        |
| 1992 — .....    | 443,3                  | 13,0   | 9,6            | 16,0        | 0,2                   | 1,8    | 5,0            | 24,8        | 513,6        |
| 1993 — .....    | 489,4                  | 15,4   | 16,3           | 20,6        | 0,2                   | 3,4    | 5,0            | 30,9        | 581,3        |
| 1994 — .....    | 459,5                  | 15,8   | 25,2           | 17,7        | 0,2                   | 1,6    | 2,4            | 30,1        | 552,5        |
| 1994 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 .....      | 482,0                  | 16,7   | 22,9           | 19,2        | 0,2                   | 2,8    | 4,0            | 29,8        | 577,7        |
| Juli .....      | 498,9                  | 17,0   | 21,7           | 19,0        | 0,2                   | 1,7    | 4,1            | 28,3        | 590,7        |
| Aug.....        | 481,0                  | 16,8   | 22,6           | 20,9        | 0,2                   | 1,5    | 4,0            | 26,9        | 573,9        |
| Sept.....       | 467,6                  | 20,1   | 20,1           | 23,4        | 0,2                   | 1,6    | 3,8            | 27,0        | 563,8        |
| Okt.....        | 485,6                  | 18,0   | 20,8           | 21,5        | 0,2                   | 1,5    | 3,8            | 27,7        | 579,3        |
| Nov. ....       | 473,7                  | 16,9   | 20,9           | 19,5        | 0,2                   | 1,4    | 3,6            | 28,7        | 564,8        |
| Dec. ....       | 459,5                  | 15,8   | 25,2           | 17,7        | 0,2                   | 1,6    | 2,4            | 30,1        | 552,5        |
| 1995 Jan. ....  | 473,2                  | 16,9   | 25,2           | 16,8        | 0,2                   | 1,6    | 2,4            | 24,5        | 560,7        |
| Feb. ....       | 461,9                  | 16,5   | 25,0           | 16,1        | 0,2                   | 1,4    | 2,3            | 24,5        | 547,9        |
| Marts ....      | 457,0                  | 18,3   | 24,8           | 16,0        | 0,2                   | 1,4    | 2,5            | 28,4        | 548,6        |

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. <sup>1)</sup> | Bygge- og anlægsvirksomhed | Handel, transport mv. | Finansieringsvirksomhed, ejendoms-handel mv. <sup>2)</sup> | Offentlig forvaltning og andre tjenesteydelser | Øvrige erhverv | I alt | Studielån            | Andet |       |       |
|                   |                                      |                                           |                            |                       |                                                            |                                                |                |       |                      |       |       |       |
|                   |                                      |                                           |                            |                       |                                                            |                                                |                |       |                      |       |       |       |
| Milliarder kroner |                                      |                                           |                            |                       |                                                            |                                                |                |       |                      |       |       |       |
| Udlån             |                                      |                                           |                            |                       |                                                            |                                                |                |       |                      |       |       |       |
| 1984              | Dec. ....                            | 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 |
| 1994              | — .....                              | 17,7                                      | 25,5                       | 7,6                   | 37,5                                                       | 55,9                                           | 11,9           | 12,5  | 168,6                | 3,3   | 103,9 | 275,8 |
| 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 |
|                   | Juni .....                           | 17,1                                      | 27,2                       | 7,8                   | 42,0                                                       | 57,2                                           | 11,3           | 21,2  | 183,8                | 3,7   | 103,3 | 290,9 |
|                   | Sept. ....                           | 16,7                                      | 23,1                       | 7,4                   | 39,8                                                       | 53,7                                           | 11,6           | 19,8  | 172,0                | 3,5   | 103,8 | 279,3 |
|                   | Dec. ....                            | 17,7                                      | 25,5                       | 7,6                   | 37,5                                                       | 55,9                                           | 11,9           | 12,5  | 168,6                | 3,3   | 103,9 | 275,8 |
| Indlån            |                                      |                                           |                            |                       |                                                            |                                                |                |       |                      |       |       |       |
| 1984              | Dec. ....                            | 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 |
| 1994              | — .....                              | 16,8                                      | 31,0                       | 9,4                   | 39,6                                                       | 63,1                                           | 39,3           | 20,0  | 219,2                | •     | 256,1 | 475,3 |
| 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 |
|                   | Juni .....                           | 13,0                                      | 32,6                       | 8,6                   | 44,3                                                       | 69,0                                           | 37,9           | 27,8  | 233,3                | •     | 265,4 | 498,7 |
|                   | Sept. ....                           | 14,0                                      | 30,8                       | 8,7                   | 43,4                                                       | 63,9                                           | 41,8           | 22,2  | 224,7                | •     | 263,0 | 487,7 |
|                   | Dec. ....                            | 16,8                                      | 31,0                       | 9,4                   | 39,6                                                       | 63,1                                           | 39,3           | 20,0  | 219,2                | •     | 256,1 | 475,3 |

Kilde: Danmarks Statistik.

Anm.: I 1991 og 1992 eksklusive nyetablerede pengeinstitutter.

<sup>1)</sup> Herunder energi- og vandforsyning.<sup>2)</sup> 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 <sup>1)</sup> | Kredit-institutter mv. | Andre mellem-værender | I alt |               |
|                  | Milliarder kroner |                        |                       |       |                      |                        |                       |       |               |
| 1984 Dec. ....   | 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         |
| 1994 — .....     | 74,9              | 205,0                  | 30,5                  | 310,5 | 43,2                 | 122,0                  | 20,0                  | 185,2 | 125,3         |
| 1994 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         |
| Juli .....       | 59,3              | 203,5                  | 32,6                  | 295,3 | 41,1                 | 100,8                  | 23,0                  | 164,9 | 130,4         |
| Aug. ....        | 59,9              | 207,9                  | 30,9                  | 298,7 | 44,0                 | 101,6                  | 23,2                  | 168,9 | 129,9         |
| Sept. ....       | 63,2              | 198,3                  | 32,4                  | 293,8 | 43,9                 | 101,8                  | 22,0                  | 167,7 | 126,1         |
| Okt. ....        | 58,7              | 209,5                  | 30,0                  | 298,2 | 42,9                 | 109,2                  | 21,9                  | 174,0 | 124,3         |
| Nov. ....        | 58,8              | 217,1                  | 29,8                  | 305,7 | 40,9                 | 119,2                  | 21,3                  | 181,4 | 124,4         |
| Dec. ....        | 74,9              | 205,0                  | 30,5                  | 310,5 | 43,2                 | 122,0                  | 20,0                  | 185,2 | 125,3         |
| 1995 Jan. ....   | 63,2              | 194,4                  | 32,5                  | 290,2 | 42,3                 | 112,4                  | 18,1                  | 172,8 | 117,4         |
| Feb. ....        | 61,5              | 196,5                  | 34,4                  | 292,4 | 41,4                 | 110,3                  | 18,1                  | 169,8 | 122,6         |
| Marts .....      | 62,9              | 192,0                  | 34,5                  | 289,4 | 41,1                 | 113,3                  | 17,1                  | 171,6 | 117,9         |

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.

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

### Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling

|                   | Ud- og indlånforretninger i valuta med danske kunder <sup>1)</sup> | Valutaterminsforretninger med <sup>1)</sup> |            | Ud- og indlånforretninger i kroner med udlændinge | Andre faktorer <sup>2)</sup> | 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                               |
| 1994.....         | - 1,0                                                              | 7,1                                         | - 72,3     | - 6,7                                             | - 11,3                       | - 84,2                              |
| 1993 1. kvrt. ..  | 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. kvrt. ..  | - 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                              |
| 3. — ..           | 6,0                                                                | - 7,9                                       | - 6,7      | 8,0                                               | 4,3                          | 3,6                                 |
| 4. — ..           | - 4,5                                                              | 12,2                                        | - 10,3     | 7,9                                               | - 6,1                        | - 0,8                               |
| 1995 1. kvrt. ... | 3,3                                                                | - 13,0                                      | 18,5       | - 11,8                                            | - 4,0                        | - 7,0                               |

<sup>1)</sup> Pengeinstitutternes udlandsstilling påvirkes af inddækningen af valutakursrisikoen på de pågældende forretninger, der ikke i sig selv indgår i udlandsstillingen.

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

*Valuta- og landefordeling  
af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender*

| Ultimo                                       | Aktiver           |                   |                  | Passiver     |                   |                  |
|----------------------------------------------|-------------------|-------------------|------------------|--------------|-------------------|------------------|
|                                              | Juni<br>1994      | September<br>1994 | December<br>1994 | Juni<br>1994 | September<br>1994 | December<br>1994 |
|                                              | Milliarder kroner |                   |                  |              |                   |                  |
| <b>Valutafordeling</b>                       |                   |                   |                  |              |                   |                  |
| <i>I danske kroner</i>                       |                   |                   |                  |              |                   |                  |
| med egne enheder .....                       | 31,7              | 30,0              | 36,7             | 2,8          | 2,4               | 1,9              |
| med andre banker mv. ....                    | 43,8              | 51,7              | 46,9             | 15,3         | 15,5              | 12,1             |
| med ikke-banker .....                        | 28,0              | 28,0              | 31,9             | 22,3         | 20,1              | 25,2             |
| I alt danske kroner .....                    | 103,5             | 109,7             | 115,4            | 40,5         | 38,0              | 39,2             |
| <i>I fremmed valuta</i>                      |                   |                   |                  |              |                   |                  |
| med egne enheder .....                       | 76,3              | 70,1              | 75,9             | 24,2         | 23,9              | 30,7             |
| med andre banker mv. ....                    | 51,7              | 43,0              | 38,6             | 90,7         | 73,6              | 82,6             |
| med ikke-banker .....                        | 49,5              | 45,3              | 52,6             | 19,4         | 23,0              | 22,3             |
| I alt fremmed valuta .....                   | 177,5             | 158,3             | 167,0            | 134,2        | 120,6             | 135,6            |
| I alt .....                                  | 281,0             | 268,1             | 282,4            | 174,7        | 158,5             | 174,9            |
| <b>Landefordeling</b>                        |                   |                   |                  |              |                   |                  |
| Belgien .....                                | 12,1              | 9,4               | 8,8              | 10,4         | 11,0              | 8,9              |
| Tyskland .....                               | 9,5               | 10,2              | 7,5              | 14,3         | 13,8              | 12,6             |
| Frankrig .....                               | 11,8              | 9,3               | 13,2             | 7,0          | 6,8               | 10,9             |
| Grækenland .....                             | 0,8               | 0,7               | 0,8              | 0,1          | 0,1               | 0,2              |
| Holland .....                                | 4,1               | 9,3               | 6,7              | 7,7          | 7,9               | 9,4              |
| Irland .....                                 | 16,2              | 16,1              | 17,4             | 2,9          | 3,6               | 2,4              |
| Italien .....                                | 6,4               | 4,8               | 4,5              | 1,8          | 1,5               | 1,9              |
| Luxembourg .....                             | 21,2              | 23,2              | 20,9             | 20,3         | 15,2              | 16,1             |
| Portugal .....                               | 0,6               | 0,6               | 0,7              | 0,5          | 0,9               | 0,8              |
| Spanien .....                                | 1,5               | 2,0               | 2,3              | 1,7          | 1,9               | 3,2              |
| Storbritannien .....                         | 75,4              | 67,3              | 72,6             | 34,7         | 31,1              | 44,2             |
| EU-lande i alt .....                         | 159,7             | 153,0             | 155,2            | 101,4        | 93,8              | 110,5            |
| Finland .....                                | 7,4               | 5,9               | 5,5              | 1,8          | 0,7               | 1,3              |
| Norge .....                                  | 5,7               | 4,8               | 4,5              | 3,4          | 2,2               | 2,1              |
| Sverige .....                                | 18,4              | 16,8              | 20,4             | 8,3          | 3,6               | 2,2              |
| Nordiske lande i alt <sup>1)</sup> .....     | 31,7              | 27,6              | 30,5             | 13,6         | 6,7               | 5,9              |
| Canada .....                                 | 1,3               | 1,5               | 0,6              | 0,7          | 0,7               | 0,5              |
| Japan .....                                  | 2,7               | 2,4               | 4,4              | 0,8          | 0,2               | 0,1              |
| Schweiz .....                                | 3,7               | 5,7               | 4,8              | 7,6          | 8,5               | 8,0              |
| USA .....                                    | 15,8              | 11,7              | 11,2             | 9,8          | 7,8               | 8,8              |
| Østrig .....                                 | 1,6               | 1,6               | 1,7              | 3,0          | 2,0               | 1,9              |
| Australien/New Zealand .....                 | 0,8               | 0,2               | 0,3              | 0,2          | 0,2               | 0,1              |
| OECD-lande i alt .....                       | 217,4             | 203,6             | 208,8            | 137,1        | 120,0             | 135,9            |
| Cayman Islands .....                         | 19,8              | 13,3              | 14,7             | 0,8          | 1,0               | 1,0              |
| Hong Kong .....                              | 3,7               | 5,8               | 10,4             | 0,9          | 0,2               | 0,5              |
| Singapore .....                              | 28,5              | 34,0              | 33,5             | 1,0          | 1,1               | 1,4              |
| Øvrige „Offshore Banking” centre .....       | 0,5               | 0,2               | 1,1              | 1,1          | 1,5               | 1,6              |
| Øvrige Europa <sup>2)</sup> .....            | 6,3               | 5,9               | 6,4              | 4,8          | 4,8               | 5,2              |
| Øvrige Latinamerika .....                    | 0,2               | 0,3               | 0,5              | 1,2          | 1,2               | 1,1              |
| Øvrige Mellemøsten .....                     | 1,4               | 1,9               | 2,2              | 1,6          | 2,0               | 2,4              |
| Øvrige Afrika .....                          | 0,2               | 0,3               | 0,4              | 0,4          | 0,6               | 0,5              |
| Øvrige Asien .....                           | 1,9               | 1,6               | 2,0              | 0,6          | 0,7               | 0,7              |
| Uoplyst mv. ....                             | 1,0               | 1,1               | 2,4              | 5,8          | 6,3               | 7,6              |
| International udstedelse af værdipapirer ... | •                 | •                 | •                | 19,3         | 19,1              | 17,1             |
| I alt .....                                  | 281,0             | 268,1             | 282,4            | 174,7        | 158,5             | 174,9            |

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 de henværende virksomheders mellemværender. I tallene indgår således hovedvirksomhedernes mellemværender med filialer og datterban-

ker i udlandet, og for de udenlandske ejede filialers vedkommende mellemværender med de udenlandske hovedvirksomheder og udenlandske søstervirksomheder. Eksklusive garantier og aktier.

<sup>1)</sup> Inklusive Island.

<sup>2)</sup> Inklusive Gibraltar.

(Konsolideret opgørelse)

| Ultimo                                   | Juni<br>1993      | December<br>1993 | Juni<br>1994 | December<br>1994 |
|------------------------------------------|-------------------|------------------|--------------|------------------|
|                                          | Milliarder kroner |                  |              |                  |
| Belgien .....                            | 6,9               | 7,6              | 9,8          | 13,0             |
| Tyskland .....                           | 14,6              | 16,2             | 12,9         | 14,5             |
| Frankrig .....                           | 7,6               | 7,6              | 11,1         | 10,2             |
| Grækenland .....                         | 1,6               | 1,7              | 1,4          | 1,2              |
| Holland .....                            | 5,2               | 5,6              | 5,1          | 8,0              |
| Irland .....                             | 3,3               | 2,8              | 3,5          | 4,4              |
| Italien .....                            | 3,3               | 5,3              | 6,5          | 5,0              |
| Luxembourg .....                         | 8,3               | 4,6              | 3,4          | 7,9              |
| Portugal .....                           | 0,3               | 0,2              | 0,2          | 0,2              |
| Spanien .....                            | 1,9               | 2,5              | 2,9          | 3,7              |
| Storbritannien .....                     | 43,7              | 83,4             | 75,1         | 71,8             |
| EU-lande i alt .....                     | 96,8              | 137,7            | 131,8        | 139,8            |
| Finland .....                            | 5,3               | 5,7              | 8,8          | 9,7              |
| Norge .....                              | 8,1               | 7,1              | 6,7          | 6,0              |
| Sverige .....                            | 24,8              | 20,8             | 19,5         | 33,6             |
| Nordiske lande i alt <sup>1)</sup> ..... | 38,9              | 34,1             | 35,4         | 49,4             |
| Canada .....                             | 1,0               | 1,0              | 2,2          | 2,5              |
| Japan .....                              | 3,2               | 2,9              | 3,0          | 2,4              |
| Schweiz .....                            | 5,8               | 5,5              | 3,1          | 7,9              |
| USA .....                                | 28,0              | 34,8             | 19,4         | 13,8             |
| Østrig .....                             | 0,6               | 1,5              | 2,1          | 1,6              |
| Australien/New Zealand .....             | 0,7               | 0,7              | 0,9          | 0,6              |
| OECD-lande i alt .....                   | 175,0             | 218,2            | 197,9        | 218,1            |
| Cayman Islands .....                     | 2,0               | 0,8              | 3,8          | 5,9              |
| Hong Kong .....                          | 7,4               | 6,0              | 4,1          | 6,6              |
| Singapore .....                          | 4,1               | 6,9              | 4,6          | 4,6              |
| Øvrige „Offshore Banking” centre .....   | 1,6               | 2,2              | 2,5          | 1,9              |
| Øvrige Europa <sup>2)</sup> .....        | 5,9               | 5,3              | 4,7          | 3,6              |
| Øvrige Latinamerika .....                | 0,4               | 0,4              | 0,3          | 0,9              |
| Øvrige Mellemøsten .....                 | 1,8               | 1,5              | 1,5          | 2,2              |
| Øvrige Afrika .....                      | 0,3               | 0,3              | 0,3          | 0,4              |
| Øvrige Asien .....                       | 2,1               | 2,7              | 2,0          | 2,0              |
| Uoplyst .....                            | 0,0               | 0,0              | 0,0          | 0,0              |
| I alt .....                              | 200,6             | 244,4            | 221,8        | 246,2            |

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 valutaindlånende samt udenlandske enheders fordringer på lokale kunder i lokal valuta. Eksklusive garantier og aktier.

<sup>1)</sup> Inklusive Island.

<sup>2)</sup> Inklusive Gibraltar.

# Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken



## Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken

| Ultimo <sup>1)</sup> | Tilgodehavender                    |        | Gæld                           |                               |                                 | Netto-<br>stilling<br>i alt | Udlån<br>vedr.<br>kontant-<br>depoter | Særlige<br>indskud <sup>4)</sup> | Genkøbs-<br>konti <sup>5)</sup> |
|----------------------|------------------------------------|--------|--------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|
|                      | Indskuds-<br>beviser <sup>2)</sup> | Indlån | Træk på<br>folio <sup>3)</sup> | Genkøbs-<br>forret-<br>ninger | Penge-<br>markeds-<br>udlån mv. |                             |                                       |                                  |                                 |
|                      | Millioner kroner                   |        |                                |                               |                                 |                             |                                       |                                  |                                 |
| 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                                 | •                                | •                               |
| 1994.....            | 25 851                             | 2 685  | 0                              | 55 937                        | —                               | – 27 401                    | 1 338                                 | •                                | •                               |
| 1994 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                                 | •                                | •                               |
| Juli ....            | 31 408                             | 892    | 1                              | 50 056                        | —                               | – 17 757                    | 1 162                                 | •                                | •                               |
| Aug. ...             | 22 542                             | 11 451 | 4                              | 72 729                        | —                               | – 38 740                    | 1 256                                 | •                                | •                               |
| Sept. ...            | 29 427                             | 2 431  | 1                              | 58 049                        | —                               | – 26 192                    | 1 017                                 | •                                | •                               |
| Okt. ...             | 31 577                             | 4 874  | 3                              | 65 852                        | —                               | – 29 404                    | 1 111                                 | •                                | •                               |
| Nov. ...             | 22 476                             | 10 462 | 2                              | 68 936                        | —                               | – 36 000                    | 1 214                                 | •                                | •                               |
| Dec. ....            | 25 851                             | 2 689  | 7                              | 55 937                        | —                               | – 27 404                    | 1 338                                 | •                                | •                               |
| 1995 Jan. ....       | 31 416                             | 13 691 | 0                              | 62 958                        | —                               | – 17 851                    | 1 209                                 | •                                | •                               |
| Feb. ....            | 19 982                             | 10 899 | 0                              | 56 828                        | —                               | – 25 947                    | 1 361                                 | •                                | •                               |
| Marts...             | 28 360                             | 533    | 0                              | 60 179                        | —                               | – 31 286                    | 1 004                                 | •                                | •                               |

<sup>1)</sup> Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

<sup>2)</sup> Nominel værdi. I 1985-86 indlænsbeviser.

<sup>3)</sup> 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.

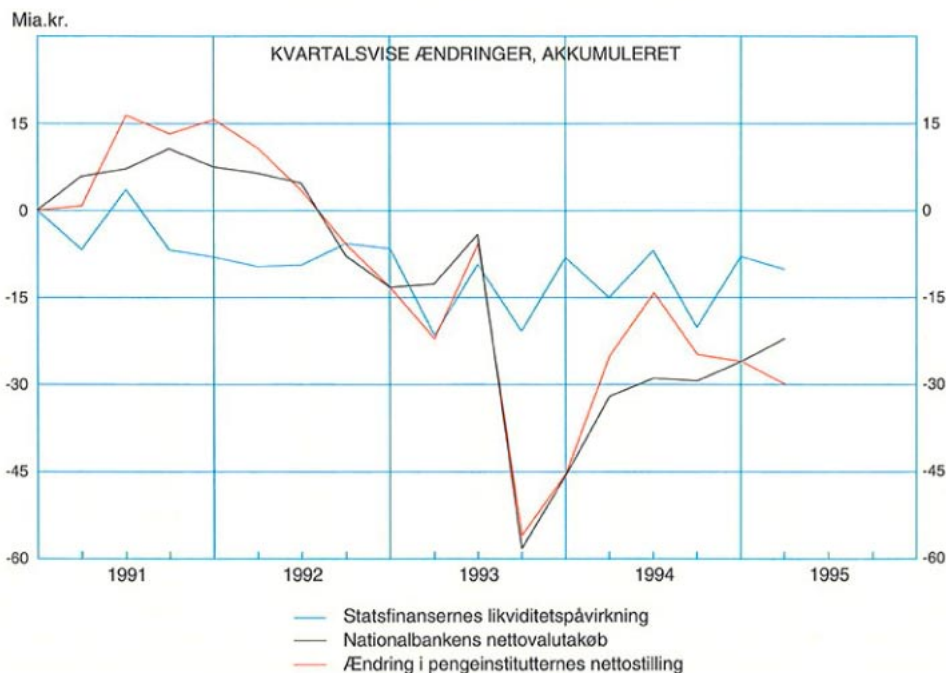
<sup>4)</sup> Som følge af overskridelser af den i henhold til indlænsovervåg-

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

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

# Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken

23



|                   | Statsfinanserne                                   |                                              |                                     | Nationalbankens nettovalutakøb <sup>5)</sup> | Nationalbankens obligationskøb <sup>5)</sup> | Andre faktorer <sup>6)</sup> | Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken |        |
|-------------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------|
|                   | Korrigeret bruttofinansieringsbehov <sup>1)</sup> | Bruttosalg af statspapirer (-) <sup>2)</sup> | Likviditetspåvirkning <sup>3)</sup> |                                              |                                              |                              | Ændring                                                   | Ultimo |
|                   |                                                   |                                              |                                     |                                              |                                              |                              |                                                           |        |
| Milliarder kroner |                                                   |                                              |                                     |                                              |                                              |                              |                                                           |        |
| 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 |
| 1994.....         | 119,8                                             | - 119,6                                      | 0,2                                 | 19,5                                         | 1,6                                          | - 1,9                        | 19,4                                                      | - 27,4 |
| 1993 1. kvrt. ..  | 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. kvrt. ..  | 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 |
| 3. — ..           | 21,1                                              | - 34,2                                       | - 13,2                              | - 0,5                                        | 4,2                                          | - 1,1                        | - 10,7                                                    | - 26,2 |
| 4. — ..           | 35,8                                              | - 23,5                                       | 12,2                                | 3,3                                          | - 12,5                                       | - 4,2                        | - 1,2                                                     | - 27,4 |
| 1995 1. kvrt. ..  | 45,7                                              | - 47,9                                       | - 2,2                               | 4,0                                          | - 6,0                                        | 0,3                          | - 3,9                                                     | - 31,3 |

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 nettovalg af skatkammerbeviser.

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

4) Forbedring af Danmarks internationale likviditet korrigeret for

statens nettolåntagning i udlandet og statens nettovalg 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<br>og mønt <sup>1)</sup> | Indskud i pengeinstitutterne <sup>2)</sup> |           |                           | Pengemængden | Stigning i<br>pengemængden<br>i forhold til<br>samme tidspunkt<br>året før |
|-----------------|---------------------------------|--------------------------------------------|-----------|---------------------------|--------------|----------------------------------------------------------------------------|
|                 |                                 | Anfordring                                 | Opsigelse | Tidsindskud <sup>3)</sup> |              |                                                                            |
|                 | Milliarder kroner               |                                            |           |                           |              | Procent                                                                    |
| 1989 .....      | 23,1                            | 187,8                                      | 37,1      | 120,0                     | 367,9        | 1,0                                                                        |
| 1990 .....      | 23,6                            | 202,8                                      | 42,4      | 122,2                     | 391,0        | 6,3                                                                        |
| 1991 .....      | 24,2                            | 224,7                                      | 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                                                                       |
| 1994 .....      | 28,9                            | 243,4                                      | 27,0      | 94,6                      | 394,0        | - 5,4                                                                      |
| 1994 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                            | 258,4                                      | 27,3      | 102,7                     | 416,1        | 4,3                                                                        |
| Juli .....      | 27,7                            | 264,2                                      | 27,1      | 114,5                     | 433,4        | 5,1                                                                        |
| Aug. ....       | 26,9                            | 255,0                                      | 26,7      | 106,7                     | 415,4        | 1,0                                                                        |
| Sept. ....      | 27,7                            | 252,8                                      | 26,2      | 100,2                     | 406,9        | - 1,1                                                                      |
| Okt. ....       | 27,2                            | 257,0                                      | 26,6      | 112,2                     | 422,9        | - 3,2                                                                      |
| Nov. ....       | 27,5                            | 250,0                                      | 27,7      | 104,9                     | 410,0        | - 3,8                                                                      |
| Dec. ....       | 28,9                            | 243,4                                      | 27,0      | 94,7                      | 394,0        | - 5,4                                                                      |
| 1995 Jan. ....  | 27,5                            | 250,0                                      | 27,3      | 104,5                     | 409,3        | - 6,9                                                                      |
| Feb. ....       | 27,2                            | 243,6                                      | 27,4      | 100,7                     | 398,9        | - 7,2                                                                      |
| Marts ....      | 28,2                            | 240,5                                      | 27,1      | 102,3                     | 398,0        | - 5,4                                                                      |

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

<sup>1)</sup> Seddel- og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

<sup>2)</sup> Inklusive indskud i Postgiroen. Mellemværender med valuta-

indlændinge i indenlandske enheder i kroner og valuta. Eksklusive indskud på særlige indlånsformer bortset fra gevinstsparringskonti.

<sup>3)</sup> Inklusive udstedte obligationer mv. med en oprindelig løbetid på op til 2 år.

### Forskellige faktorerers påvirkning af pengemængden

|                  | Statens træk på Nationalbanken <sup>1)</sup> | Udlånsstigning i pengeinstitutterne <sup>2)</sup> | Obligationenkøb <sup>3)</sup> | Stigning (-) i indskud på særlige indlånsformer mv. <sup>3)</sup> | Stigning (-) i nettoindskud fra realkreditinstitutter mv. <sup>4)</sup> | Ændring i pengeinstitutternes udlandsstilling | Ændring i Danmarks internationale likviditet mv. <sup>4)</sup> | Andre faktorer <sup>5)</sup> | Samlet ændring af pengemængden |
|------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------|--------------------------------|
|                  | Milliarder kroner                            |                                                   |                               |                                                                   |                                                                         |                                               |                                                                |                              |                                |
| 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                           |
| 1994 .....       | 0,2                                          | - 16,4                                            | 32,0                          | 5,1                                                               | 29,2                                                                    | - 84,6                                        | 20,1                                                           | - 8,1                        | - 22,6                         |
| 1994 1. kvrt. .. | - 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                                                               | 10,9                                                                    | - 27,6                                        | 3,2                                                            | - 8,3                        | - 4,5                          |
| 3. — ..          | - 13,2                                       | - 11,5                                            | - 5,9                         | 1,8                                                               | 20,4                                                                    | 3,6                                           | - 0,2                                                          | - 4,1                        | - 9,2                          |
| 4. — ..          | 12,2                                         | - 3,6                                             | - 15,9                        | - 1,7                                                             | 0,3                                                                     | - 1,2                                         | 3,3                                                            | - 6,4                        | - 12,9                         |
| 1995 1. kvrt. .. | - 2,2                                        | 2,1                                               | - 9,0                         | 4,9                                                               | 10,7                                                                    | - 7,0                                         | 4,0                                                            | 0,5                          | 4,1                            |

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> Til og med 1990 inklusive udlån til realkreditinstitutter mv.

<sup>3)</sup> Nationalbanken, pengeinstitutterne, Hypotekbanken og Postgiroen.

<sup>4)</sup> Korrigeret for Nationalbankens handel med ECU-obligationer.

<sup>5)</sup> Eksklusive gevinstsparringskonti og med tillæg af udstedte obligationer med en oprindelig løbetid på 2 år og derover.

<sup>6)</sup> Nettoindskud er opgjort som gæld til realkreditinstitutter mv. med fradrag af tilgodehavender.

<sup>7)</sup> 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.

<sup>8)</sup> 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 indlændinge.

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

25

|                   | Netto-<br>salg af inden-<br>landske<br>stats-<br>papirer <sup>1)</sup> | Træk på<br>National-<br>banken <sup>2)</sup> | Statens<br>netto-<br>finan-<br>sierings-<br>behov <sup>3)</sup> | Nettoudlån fra<br>pengeinstitutterne <sup>4)</sup> |        | Nettoudlån<br>fra real-<br>kredit-<br>institutter<br>mv. | Udlandet                                |                                 | Kredit-<br>udvidelse<br>til den<br>private<br>sektor og<br>kommuner<br>mv. i alt |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|--------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
|                   |                                                                        |                                              |                                                                 | Kroner                                             | Valuta |                                                          | Registreret<br>låntagning <sup>5)</sup> | Leverandør-<br>kreditter<br>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                                    | 6,2                             | 43,4                                                                             |
| 1992.....         | 28,8                                                                   | 1,5                                          | 30,3                                                            | - 30,3                                             | - 11,9 | 12,4                                                     | 3,9                                     | - 7,0                           | - 32,8                                                                           |
| 1993.....         | 46,6                                                                   | - 1,6                                        | 44,9                                                            | - 28,5                                             | - 23,8 | 17,4                                                     | 5,3                                     | - 2,3                           | - 31,9                                                                           |
| 1994.....         | 46,0                                                                   | 0,2                                          | 46,2                                                            | - 16,2                                             | - 24,0 | 12,2                                                     | 1,5                                     | - 8,6                           | - 35,2                                                                           |
| 1992 1. kv. ...   | 8,3                                                                    | - 1,6                                        | 6,8                                                             | - 12,7                                             | - 2,9  | 2,6                                                      | 10,1                                    | - 2,9                           | - 5,8                                                                            |
| 2. — ...          | 20,8                                                                   | 0,2                                          | 21,0                                                            | 11,7                                               | - 13,1 | 6,1                                                      | 5,5                                     | - 1,5                           | 8,7                                                                              |
| 3. — ...          | - 2,7                                                                  | 3,7                                          | 1,0                                                             | - 15,8                                             | 0,7    | 2,8                                                      | - 8,9                                   | - 1,3                           | - 22,7                                                                           |
| 4. — ...          | 2,4                                                                    | - 0,8                                        | 1,6                                                             | - 13,5                                             | 3,4    | 1,0                                                      | - 2,7                                   | - 1,3                           | - 13,0                                                                           |
| 1993 1. kv. ...   | 17,1                                                                   | - 15,0                                       | 2,1                                                             | - 21,2                                             | - 3,0  | 4,3                                                      | 8,5                                     | - 1,9                           | - 13,4                                                                           |
| 2. — ...          | 17,1                                                                   | 12,2                                         | 29,3                                                            | 1,2                                                | - 3,1  | 4,9                                                      | - 7,1                                   | - 3,7                           | - 7,7                                                                            |
| 3. — ...          | 20,4                                                                   | - 11,5                                       | 8,9                                                             | - 3,1                                              | - 5,9  | 6,8                                                      | 0,0                                     | 1,6                             | - 0,6                                                                            |
| 4. — ...          | - 8,0                                                                  | 12,7                                         | 4,7                                                             | - 5,5                                              | - 11,7 | 1,4                                                      | 3,9                                     | 1,7                             | - 10,2                                                                           |
| 1994 1. kv. ...   | 13,1                                                                   | - 6,9                                        | 6,2                                                             | - 9,8                                              | - 8,0  | 14,2                                                     | 0,8                                     | - 3,1                           | - 6,0                                                                            |
| 2. — ...          | 17,2                                                                   | 8,1                                          | 25,3                                                            | 5,9                                                | - 7,2  | - 5,4                                                    | 1,8                                     | - 2,3                           | - 7,2                                                                            |
| 3. — ...          | 25,1                                                                   | - 13,2                                       | 11,9                                                            | - 10,1                                             | - 3,8  | 3,7                                                      | - 2,1                                   | - 3,0                           | - 15,3                                                                           |
| 4. — ...          | - 9,5                                                                  | 12,2                                         | 2,8                                                             | - 2,3                                              | - 5,1  | - 0,3                                                    | 1,1                                     | - 0,1                           | - 6,7                                                                            |
| 1995 1. kv. ...   | 8,2                                                                    | - 2,2                                        | 6,0                                                             | 0,1                                                | - 2,1  | 7,3                                                      | 0,0                                     | ...                             | ...                                                                              |

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

<sup>1)</sup> Fra og med 1. kvartal 1994 korrigeret for opkøb af statspapirer.

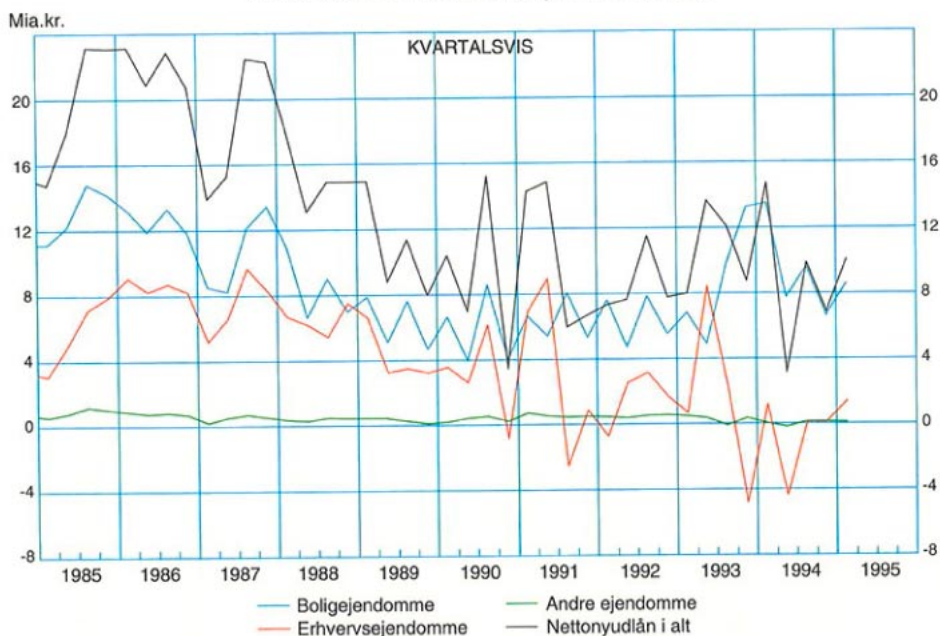
<sup>2)</sup> Statens træk på Nationalbanken korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet og statens nettosalg af ECU-obligationer.

<sup>3)</sup> Se side 14 nederst.

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

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

## Realkreditinstitutternes nyudlån (netto)



|                    | Ejerboliger<br>og fritids-<br>huse <sup>1)</sup> | Udlejnings-<br>ejendomme | Landbrugs-<br>ejendomme | Industri<br>og hånd-<br>værk mv. <sup>2)</sup> | Kontor<br>og for-<br>retning <sup>2)</sup> | Andre<br>ejendomme<br>og grunde <sup>1)</sup> | I alt |
|--------------------|--------------------------------------------------|--------------------------|-------------------------|------------------------------------------------|--------------------------------------------|-----------------------------------------------|-------|
|                    | Milliarder kroner                                |                          |                         |                                                |                                            |                                               |       |
| 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  |
| 1994 .....         | 26,3                                             | 9,2                      | 2,0                     | - 2,4                                          | - 4,6                                      | 0,1                                           | 30,6  |
| 1993 1. kvrt. .... | 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. kvrt. .... | 10,1                                             | 4,6                      | 1,1                     | 0,3                                            | 0,6                                        | 0,1                                           | 16,8  |
| 2. — ....          | 5,9                                              | 0,6                      | - 0,1                   | - 1,6                                          | - 3,7                                      | - 0,2                                         | 0,9   |
| 3. — ....          | 5,3                                              | 2,3                      | - 0,9                   | - 0,2                                          | - 1,4                                      | 0,0                                           | 5,2   |
| 4. — ....          | 5,1                                              | 1,7                      | 1,8                     | - 0,9                                          | - 0,1                                      | 0,1                                           | 7,7   |
| 1995 1. kvrt. .... | 5,3                                              | 3,3                      | 1,1                     | 0,9                                            | - 0,6                                      | 0,1                                           | 10,1  |

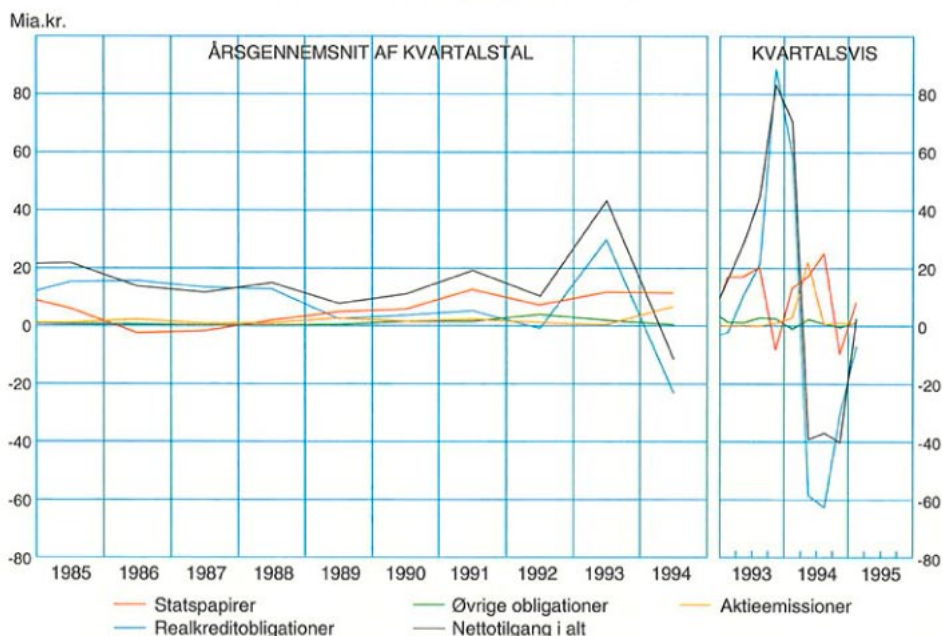
Anm.: Nettonyudlån er bruttonyudlån minus førtidige indfrielser.  
Førtidige indfrielser var til og med 1986 eksklusive ekstraordinære indfrielser.

<sup>1)</sup> Fritidshuse indgår til og med 1993 under „Andre ejendomme og grunde“.

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

# Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi samt aktieemissioner

27



|                   | Nettotilgang af børsnoterede<br>kroneobligationer til kursværdi |                                       |                                                            |        | Placeret hos                      |                                            |                                                                          |                                                       |                        | Aktie-<br>emis-<br>sioner |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------------------------------|--------|-----------------------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|------------------------|---------------------------|
|                   | Inden-<br>landske<br>stats-<br>papirer <sup>1)</sup>            | Real-<br>kredit-<br>obliga-<br>tioner | Øvrige<br>børs-<br>noterede<br>krone-<br>obliga-<br>tioner | I alt  | National-<br>banken <sup>2)</sup> | Penge-<br>institut-<br>terne <sup>2)</sup> | Sociale<br>fonde <sup>3)</sup><br>og<br>Hypotek-<br>banken <sup>4)</sup> | Øvrige<br>inden-<br>landske<br>aftagere <sup>5)</sup> | Udlandet <sup>6)</sup> |                           |
|                   |                                                                 |                                       |                                                            |        |                                   |                                            |                                                                          |                                                       |                        |                           |
| Milliarder kroner |                                                                 |                                       |                                                            |        |                                   |                                            |                                                                          |                                                       |                        |                           |
| 1985 .....        | 24,0                                                            | 60,4                                  | 2,8                                                        | 87,2   | - 0,3                             | 20,7                                       | 12,4                                                                     | 37,1                                                  | 17,4                   | 3,7                       |
| 1986 .....        | - 10,4                                                          | 62,2                                  | 2,7                                                        | 54,4   | 12,1                              | - 7,4                                      | 16,7                                                                     | 32,4                                                  | 0,6                    | 8,3                       |
| 1987 .....        | - 7,3                                                           | 53,0                                  | 1,0                                                        | 46,7   | - 0,1                             | - 33,6                                     | 12,7                                                                     | 50,5                                                  | 17,3                   | 3,0                       |
| 1988 .....        | 7,9                                                             | 50,9                                  | 1,1                                                        | 59,9   | - 0,1                             | 15,7                                       | 12,3                                                                     | 19,3                                                  | 12,6                   | 4,0                       |
| 1989 .....        | 19,2                                                            | 10,2                                  | 1,7                                                        | 31,1   | - 0,3                             | 10,5                                       | 11,5                                                                     | 18,3                                                  | - 9,0                  | 10,7                      |
| 1990 .....        | 23,3                                                            | 15,2                                  | 5,8                                                        | 44,3   | 2,0                               | - 25,5                                     | 10,2                                                                     | 28,9                                                  | 28,6                   | 6,1                       |
| 1991 .....        | 50,3                                                            | 20,9                                  | 5,9                                                        | 77,1   | 12,0                              | - 0,3                                      | 9,2                                                                      | 16,6                                                  | 39,5                   | 9,3                       |
| 1992 .....        | 29,2                                                            | - 3,0                                 | 15,4                                                       | 41,7   | - 11,8                            | - 11,0                                     | 1,9                                                                      | 15,4                                                  | 47,1                   | 4,7                       |
| 1993 .....        | 46,6                                                            | 119,1                                 | 7,8                                                        | 173,4  | 6,9                               | - 9,6                                      | 13,1                                                                     | 87,8                                                  | 75,2                   | 1,5                       |
| 1994 .....        | 46,0                                                            | - 92,9                                | 1,6                                                        | - 45,4 | 1,6                               | 30,3                                       | - 3,9                                                                    | 10,7                                                  | - 84,1                 | 26,7                      |
| 1993 1. kvt.....  | 17,1                                                            | - 2,1                                 | 1,3                                                        | 16,4   | 1,3                               | - 4,5                                      | 5,3                                                                      | 6,0                                                   | 8,2                    | 0,1                       |
| 2. — .....        | 17,1                                                            | 10,7                                  | 1,1                                                        | 28,9   | 2,0                               | 1,6                                        | 3,8                                                                      | 2,7                                                   | 18,8                   | 0,3                       |
| 3. — .....        | 20,4                                                            | 21,7                                  | 2,8                                                        | 44,9   | 14,3                              | 2,9                                        | 3,0                                                                      | 25,4                                                  | - 0,6                  | 0,1                       |
| 4. — .....        | - 8,0                                                           | 88,8                                  | 2,6                                                        | 83,3   | - 10,7                            | - 9,5                                      | 0,9                                                                      | 53,8                                                  | 48,8                   | 1,1                       |
| 1994 1. kvt.....  | 13,1                                                            | 58,5                                  | - 1,0                                                      | 70,6   | 7,3                               | 42,0                                       | 5,3                                                                      | 40,4                                                  | - 24,4                 | 2,9                       |
| 2. — .....        | 17,2                                                            | - 58,6                                | 2,3                                                        | - 39,1 | 2,6                               | 1,9                                        | - 1,9                                                                    | - 1,1                                                 | - 40,6                 | 22,1                      |
| 3. — .....        | 25,1                                                            | - 62,6                                | 0,8                                                        | - 36,7 | 4,2                               | - 10,0                                     | - 0,4                                                                    | - 17,1                                                | - 13,4                 | 0,6                       |
| 4. — .....        | - 9,5                                                           | - 30,2                                | - 0,5                                                      | - 40,1 | - 12,5                            | - 3,6                                      | - 6,9                                                                    | - 11,5                                                | - 5,6                  | 1,2                       |
| 1995 1. kvt.....  | 8,2                                                             | - 6,9                                 | 1,4                                                        | 2,7    | - 6,0                             | - 3,1                                      | 4,6                                                                      | 10,7                                                  | - 3,5                  | 0,8                       |

<sup>1)</sup> Inklusive statsgælds- og skatkammerbeviser. Fra og med 1. kvartal 1994 korrigeret for opkøb af statspapirer.

<sup>2)</sup> Korrigeret for genkøbsforretninger mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

<sup>3)</sup> Den sociale Pensionsfond, Arbejdsmarkedets Tillægspension og Lønmodtagernes Dyrtidsfond.

<sup>4)</sup> Inklusive Postgiroen.

<sup>5)</sup> Beregnet residualt.

<sup>6)</sup> Se side 11.

## Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer

(Nominel værdi)

| Ultimo         | Indenlandske statspapirer |                   |                   |       | Realkreditobligationer | Andre obligationer | I alt   |
|----------------|---------------------------|-------------------|-------------------|-------|------------------------|--------------------|---------|
|                | Obligationer              | Statsgældsbeviser | Skatkammerbeviser | I alt |                        |                    |         |
|                | Milliarder kroner         |                   |                   |       |                        |                    |         |
| 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 |
| 1994 .....     | 441,1                     | 111,7             | 56,2              | 609,0 | 861,5                  | 91,9               | 1 562,5 |
| 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 | 969,8                  | 88,1               | 1 626,1 |
| 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 |
| Juli ....      | 432,1                     | 107,1             | 48,0              | 587,2 | 878,7                  | 89,0               | 1 554,9 |
| Aug. ....      | 436,8                     | 100,4             | 57,6              | 594,9 | 884,9                  | 90,3               | 1 570,1 |
| Sept. ....     | 449,6                     | 102,2             | 62,8              | 614,6 | 893,5                  | 92,2               | 1 600,2 |
| Okt. ....      | 461,0                     | 108,1             | 47,9              | 616,9 | 854,1                  | 92,7               | 1 563,7 |
| Nov. ....      | 438,3                     | 112,2             | 52,9              | 603,5 | 857,9                  | 93,1               | 1 554,5 |
| Dec. ....      | 441,1                     | 111,7             | 56,2              | 609,0 | 861,5                  | 91,9               | 1 562,5 |
| 1995 Jan. .... | 444,2                     | 118,8             | 46,6              | 609,6 | 845,7                  | 91,7               | 1 546,9 |
| Feb. ....      | 454,5                     | 95,9              | 54,3              | 604,6 | 849,7                  | 92,5               | 1 546,8 |
| Marts ....     | 459,3                     | 102,8             | 58,5              | 620,6 | 855,3                  | 93,8               | 1 569,7 |

Anm.: For indeksobligationer er nominel værdi inklusive indeksering.

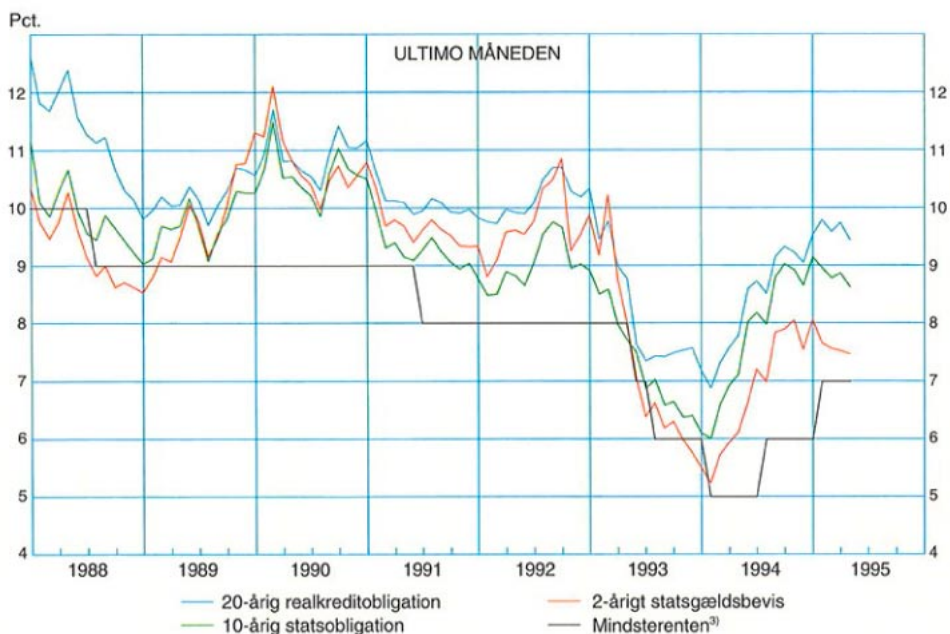
## Tinglysninger af pantebreve i fast ejendom

|                   | Pantebreve tinglyst til (långiver) |                       |                                                          |                          |                                                                               |       | Ejer-<br>pante-<br>breve | Sælger-<br>pante-<br>breve | Ting-<br>lys-<br>ninger<br>i alt |
|-------------------|------------------------------------|-----------------------|----------------------------------------------------------|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-------|--------------------------|----------------------------|----------------------------------|
|                   | Real-<br>kredit-<br>institutter    | Penge-<br>institutter | Forsik-<br>ringssæl-<br>skaber og<br>pensions-<br>kasser | Stat<br>og kom-<br>muner | Boli-<br>gsselska-<br>bernes<br>Lands-<br>bygge-<br>fond<br>mv. <sup>1)</sup> | Andre |                          |                            |                                  |
|                   |                                    |                       |                                                          |                          |                                                                               |       |                          |                            |                                  |
| Milliarder kroner |                                    |                       |                                                          |                          |                                                                               |       |                          |                            |                                  |
| 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                            |
| 1994.....         | 262,9                              | 6,7                   | 1,0                                                      | 1,4                      | 0,4                                                                           | 2,1   | 27,8                     | 2,4                        | 304,7                            |
| 1993 4. kvt. ...  | 131,3                              | 1,7                   | 0,6                                                      | 0,3                      | 0,1                                                                           | 0,8   | 5,9                      | 0,5                        | 141,2                            |
| 1994 1. kvt. ...  | 124,6                              | 1,4                   | 0,2                                                      | 0,4                      | 0,1                                                                           | 0,7   | 5,3                      | 0,5                        | 133,2                            |
| 2. — ..           | 60,3                               | 1,6                   | 0,3                                                      | 0,5                      | 0,1                                                                           | 0,5   | 5,0                      | 0,5                        | 68,9                             |
| 3. — ..           | 42,9                               | 1,6                   | 0,2                                                      | 0,2                      | 0,1                                                                           | 0,4   | 6,6                      | 0,7                        | 52,8                             |
| 4. — ..           | 35,2                               | 2,1                   | 0,3                                                      | 0,3                      | 0,1                                                                           | 0,5   | 10,8                     | 0,7                        | 49,8                             |

<sup>1)</sup> Inklusive Grundejernes Investeringsfond og Finansieringsinstitut for Hoteller.

# Effektiv rente af et udvalg af børsnoterede obligationer samt mindsterenten

29



| Ultimo         | Statspapirer (stående lån) <sup>1)</sup> |       |       | Realkreditobligationer (annuitetslån) <sup>1)</sup> |       |       | Gennemsnit af effektiv obligationsrente <sup>2)</sup> | Mindste-<br>renten <sup>3)</sup> |
|----------------|------------------------------------------|-------|-------|-----------------------------------------------------|-------|-------|-------------------------------------------------------|----------------------------------|
|                | Løbetid antal år                         |       |       |                                                     |       |       |                                                       |                                  |
|                | 10                                       | 5     | 2     | 30                                                  | 20    | 10    |                                                       |                                  |
|                | Procent p.a.                             |       |       |                                                     |       |       |                                                       |                                  |
| 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                                |
| 1994.....      | 9,14                                     | 8,77  | 8,06  | 9,73                                                | 9,53  | 9,00  | 9,17                                                  | 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                                |
| Aug. ....      | 8,80                                     | 8,57  | 7,84  | 9,44                                                | 9,15  | 8,58  | 9,01                                                  | 6                                |
| Sept. ....     | 9,02                                     | 8,79  | 7,89  | 9,60                                                | 9,33  | 8,75  | 9,16                                                  | 6                                |
| Okt. ....      | 8,92                                     | 8,68  | 8,05  | 9,48                                                | 9,23  | 8,83  | 9,02                                                  | 6                                |
| Nov. ....      | 8,65                                     | 8,35  | 7,54  | 9,26                                                | 9,05  | 8,44  | 8,85                                                  | 6                                |
| Dec. ....      | 9,14                                     | 8,77  | 8,06  | 9,73                                                | 9,53  | 9,00  | 9,17                                                  | 6                                |
| 1995 Jan. .... | 8,96                                     | 8,54  | 7,66  | 9,97                                                | 9,79  | 8,86  | 8,96                                                  | 7                                |
| Feb. ....      | 8,78                                     | 8,35  | 7,56  | 9,80                                                | 9,59  | 8,72  | 8,83                                                  | 7                                |
| Marts ....     | 8,86                                     | 8,31  | 7,52  | 9,95                                                | 9,74  | 8,64  | 8,96                                                  | 7                                |
| April ....     | 8,62                                     | 7,95  | 7,47  | 9,74                                                | 9,44  | 8,57  | 8,72                                                  | 7                                |

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

<sup>1)</sup> Såfremt der på et givet tidspunkt ikke er åbne serier med de pågældende løbetider, anvendes (evt. lukkede) serier med tilnærmelsesvis tilsvarende restløbetider.

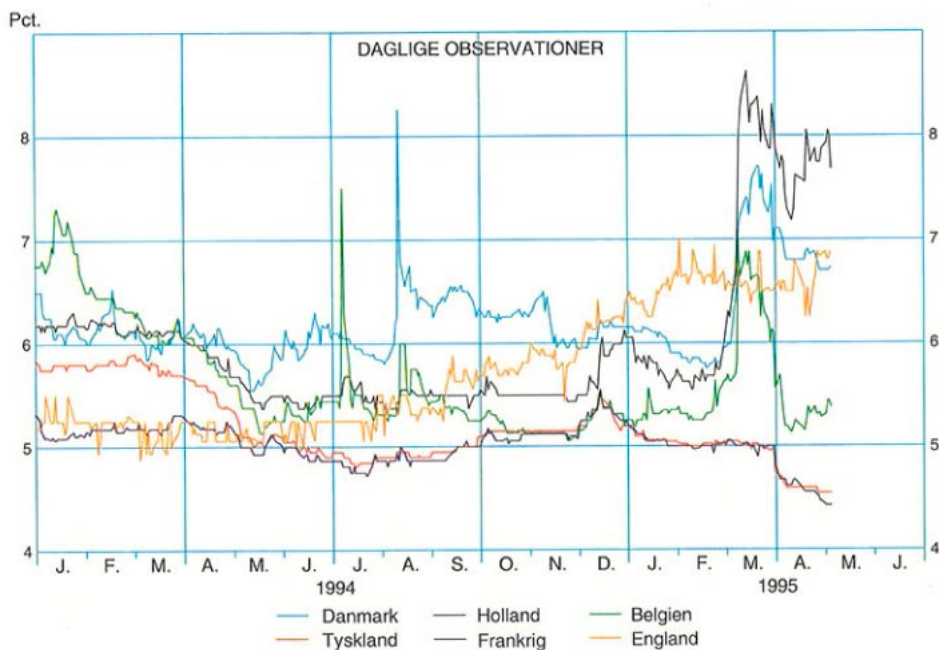
<sup>2)</sup> I beregningen indgår samtlige statsobligationer og et udvalg af realkreditobligationer. Gennemsnitsrenten er sammenvejet på grundlag af kursværdien af de cirkulerende beløb.

<sup>3)</sup> I henhold til kursgevinstloven.

| Ultimo            | 3-måneders eurorente                                       |         |       |         |          |     |
|-------------------|------------------------------------------------------------|---------|-------|---------|----------|-----|
|                   | Danmark <sup>1)</sup>                                      | England | Japan | Sverige | Tyskland | USA |
|                   | Procent p.a.                                               |         |       |         |          |     |
| 1993 April .....  | 9,9                                                        | 6,0     | 3,1   | 8,6     | 7,6      | 3,1 |
| Maj. ....         | 8,3                                                        | 5,8     | 3,3   | 8,0     | 7,5      | 3,3 |
| Juni .....        | 7,8                                                        | 5,9     | 3,1   | 8,1     | 7,4      | 3,2 |
| Juli .....        | 14,5                                                       | 5,9     | 3,0   | 7,9     | 6,8      | 3,2 |
| August. ....      | 10,5                                                       | 5,8     | 2,6   | 7,5     | 6,6      | 3,1 |
| September. ....   | 9,3                                                        | 5,8     | 2,4   | 7,3     | 6,6      | 3,3 |
| Oktober .....     | 8,1                                                        | 5,6     | 2,3   | 7,1     | 6,4      | 3,3 |
| November ....     | 7,9                                                        | 5,4     | 2,1   | 7,3     | 6,1      | 3,4 |
| December .....    | 6,5                                                        | 5,3     | 2,0   | 6,9     | 5,8      | 3,3 |
| 1994 Januar ..... | 6,1                                                        | 5,4     | 2,1   | 7,1     | 5,8      | 3,1 |
| Februar .....     | 6,1                                                        | 5,1     | 2,2   | 6,8     | 5,8      | 3,6 |
| Marts .....       | 6,1                                                        | 5,1     | 2,2   | 7,1     | 5,6      | 3,8 |
| April .....       | 6,0                                                        | 5,1     | 2,2   | 7,2     | 5,3      | 4,2 |
| Maj. ....         | 5,9                                                        | 5,1     | 2,1   | 6,9     | 5,0      | 4,5 |
| Juni .....        | 6,1                                                        | 5,1     | 2,1   | 7,0     | 4,9      | 4,6 |
| Juli .....        | 5,9                                                        | 5,4     | 2,1   | 7,3     | 4,9      | 4,8 |
| August. ....      | 6,4                                                        | 5,4     | 2,3   | 7,5     | 4,9      | 4,9 |
| September. ....   | 6,3                                                        | 5,8     | 2,3   | 7,8     | 5,1      | 5,4 |
| Oktober .....     | 6,3                                                        | 6,0     | 2,3   | 7,9     | 5,1      | 5,5 |
| November ....     | 6,0                                                        | 6,1     | 2,3   | 7,9     | 5,2      | 6,1 |
| December .....    | 6,2                                                        | 6,5     | 2,3   | 8,0     | 5,2      | 6,4 |
| 1995 Januar ..... | 5,9                                                        | 6,7     | 2,3   | 7,9     | 4,9      | 6,2 |
| Februar .....     | 6,0                                                        | 6,7     | 2,2   | 8,1     | 5,0      | 6,2 |
| Marts .....       | 7,1                                                        | 6,6     | 1,8   | 8,7     | 4,6      | 6,1 |
| April .....       | 6,7                                                        | 6,9     | 1,3   | 8,7     | 4,4      | 6,1 |
| Ultimo            | Effektiv rente af 10-årige statsobligationer <sup>2)</sup> |         |       |         |          |     |
|                   | Danmark                                                    | England | Japan | Sverige | Tyskland | USA |
|                   | Procent p.a.                                               |         |       |         |          |     |
| 1993 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 |
| August. ....      | 8,8                                                        | 8,7     | 4,8   | 11,3    | 7,2      | 7,3 |
| September. ....   | 9,0                                                        | 9,0     | 4,6   | 11,2    | 7,6      | 7,8 |
| Oktober .....     | 8,9                                                        | 8,9     | 4,8   | 10,8    | 7,6      | 8,0 |
| November ....     | 8,7                                                        | 8,6     | 4,7   | 11,0    | 7,3      | 8,1 |
| December .....    | 9,1                                                        | 8,9     | 4,6   | 10,9    | 7,7      | 8,0 |
| 1995 Januar ..... | 9,0                                                        | 8,7     | 4,7   | 11,0    | 7,4      | 7,7 |
| Februar .....     | 8,8                                                        | 8,8     | 4,5   | 10,7    | 7,4      | 7,3 |
| Marts .....       | 8,9                                                        | 8,7     | 3,9   | 11,5    | 7,2      | 7,3 |
| April .....       | 8,6                                                        | 8,6     | 3,6   | 11,2    | 7,0      | 7,2 |

<sup>1)</sup> 3-måneders pengemarkedsrente. Usikret.

<sup>2)</sup> Stående lån.



## Pengemarkedsrentesatser

|      | Dag-til-dag <sup>1)</sup> |        |        | 3 måneder <sup>2)</sup> |        |        |                      |        |        |      |
|------|---------------------------|--------|--------|-------------------------|--------|--------|----------------------|--------|--------|------|
|      |                           |        |        | Usikret                 |        |        | Sikret <sup>3)</sup> |        |        |      |
|      | Gennem-snit               | Højest | Lavest | Gennem-snit             | Højest | Lavest | Gennem-snit          | Højest | Lavest |      |
|      | Procent p.a.              |        |        |                         |        |        |                      |        |        |      |
| 1993 | April ...                 | 10,46  | 11,69  | 9,13                    | 10,56  | 11,55  | 9,75                 | 10,14  | 10,98  | 9,45 |
|      | Maj ....                  | 9,98   | 11,75  | 8,38                    | 8,85   | 10,75  | 7,75                 | 8,69   | 9,70   | 8,08 |
|      | Juni ....                 | 8,98   | 10,81  | 7,94                    | 7,90   | 8,75   | 7,50                 | 7,67   | 8,40   | 7,30 |
|      | Juli.....                 | 11,40  | 41,38  | 7,50                    | 10,40  | 14,50  | 7,80                 | 9,63   | 13,20  | 7,25 |
|      | Aug. ....                 | 18,53  | 91,00  | 9,38                    | 11,24  | 14,50  | 10,00                | 10,77  | 13,00  | 9,85 |
|      | Sept. ...                 | 11,00  | 12,31  | 8,44                    | 10,12  | 11,50  | 9,15                 | 9,37   | 10,48  | 8,35 |
|      | Okt. ...                  | 9,28   | 10,63  | 7,56                    | 8,59   | 9,19   | 7,99                 | 7,81   | 8,25   | 7,30 |
|      | Nov. ...                  | 8,43   | 10,00  | 6,63                    | 7,93   | 8,10   | 7,63                 | 7,00   | 7,20   | 6,85 |
|      | Dec.....                  | 7,38   | 9,00   | 6,25                    | 7,29   | 7,95   | 6,50                 | 6,54   | 7,00   | 6,10 |
| 1994 | Jan. ....                 | 6,77   | 8,00   | 5,94                    | 6,16   | 6,50   | 6,00                 | 5,77   | 6,10   | 5,60 |
|      | Feb. ....                 | 6,59   | 9,44   | 5,50                    | 6,16   | 6,53   | 6,00                 | 5,78   | 6,14   | 5,58 |
|      | Marts...                  | 6,11   | 7,50   | 5,50                    | 6,03   | 6,25   | 5,85                 | 5,82   | 5,95   | 5,74 |
|      | April ...                 | 6,01   | 6,38   | 5,25                    | 6,06   | 6,20   | 5,95                 | 5,80   | 5,89   | 5,72 |
|      | Maj ....                  | 5,90   | 6,94   | 5,13                    | 5,77   | 5,98   | 5,55                 | 5,63   | 5,75   | 5,49 |
|      | Juni ....                 | 5,44   | 6,00   | 5,06                    | 6,06   | 6,30   | 5,84                 | 5,84   | 6,00   | 5,73 |
|      | Juli.....                 | 5,40   | 5,81   | 4,94                    | 5,97   | 6,12   | 5,85                 | 5,85   | 5,97   | 5,75 |
|      | Aug. ...                  | 5,39   | 6,00   | 4,88                    | 6,40   | 8,25   | 5,80                 | 6,22   | 7,75   | 5,78 |
|      | Sept. ...                 | 5,46   | 5,94   | 4,94                    | 6,43   | 6,56   | 6,25                 | 6,15   | 6,27   | 6,04 |
|      | Okt. ...                  | 5,59   | 5,94   | 5,13                    | 6,26   | 6,33   | 6,20                 | 5,98   | 6,07   | 5,93 |
|      | Nov. ...                  | 5,46   | 5,94   | 5,00                    | 6,16   | 6,50   | 5,95                 | 5,89   | 6,03   | 5,77 |
|      | Dec.....                  | 5,43   | 6,25   | 5,13                    | 6,10   | 6,22   | 5,93                 | 5,87   | 5,94   | 5,75 |
| 1995 | Jan. ....                 | 5,48   | 5,81   | 5,00                    | 6,07   | 6,15   | 5,90                 | 5,80   | 5,93   | 5,74 |
|      | Feb. ....                 | 5,54   | 6,13   | 5,06                    | 5,84   | 5,95   | 5,75                 | 5,70   | 5,73   | 5,66 |
|      | Marts...                  | 6,49   | 7,31   | 5,31                    | 7,11   | 7,70   | 5,98                 | 6,90   | 7,43   | 5,74 |
|      | April ...                 | 6,71   | 7,31   | 6,13                    | 6,86   | 7,10   | 6,70                 | 6,70   | 7,00   | 6,56 |

<sup>1)</sup> Beregnet på grundlag af daglige omsætningsgennemsnit. På bank-dage uden omsætning er anvendt simple gennemsnit af slutsatser for køb og salg.

<sup>2)</sup> Renten ved modtagelse af likviditet.

<sup>3)</sup> Genkøb af statspapirer.

|      |           | 1 måned      |        |        | 2 måneder   |        |        | 3 måneder   |        |        |
|------|-----------|--------------|--------|--------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|
|      |           | Gennem-snit  | Højest | Lavest | Gennem-snit | Højest | Lavest | Gennem-snit | Højest | Lavest |
|      |           | Procent p.a. |        |        |             |        |        |             |        |        |
| 1993 | 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   |
|      | Aug. ...  | 6,15         | 8,42   | 5,74   | 6,43        | 8,40   | 5,88   | 6,60        | 8,45   | 5,98   |
|      | Sept. ... | 6,04         | 6,19   | 5,88   | 6,33        | 6,51   | 6,09   | 6,61        | 6,73   | 6,47   |
|      | Okt. ...  | 5,90         | 5,99   | 5,80   | 6,09        | 6,21   | 6,01   | 6,43        | 6,49   | 6,37   |
|      | Nov. ...  | 5,88         | 6,07   | 5,76   | 6,14        | 6,40   | 5,95   | 6,33        | 6,63   | 6,09   |
|      | Dec. .... | 5,84         | 5,90   | 5,76   | 6,02        | 6,09   | 5,91   | 6,20        | 6,27   | 6,07   |
| 1995 | Jan. .... | 5,80         | 5,87   | 5,75   | 6,02        | 6,10   | 5,92   | 6,20        | 6,30   | 6,05   |
|      | Feb. .... | 5,73         | 5,90   | 5,70   | 5,85        | 6,01   | 5,81   | 5,97        | 6,15   | 5,92   |
|      | Marts...  | 7,23         | 8,22   | 5,86   | 7,27        | 7,97   | 6,01   | 7,32        | 7,97   | 6,13   |
|      | April ... | 6,99         | 7,19   | 6,81   | 7,05        | 7,27   | 6,90   | 7,07        | 7,30   | 6,90   |

|      |           | 4 måneder    |        |        | 5 måneder   |        |        | 6 måneder   |        |        |
|------|-----------|--------------|--------|--------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|
|      |           | Gennem-snit  | Højest | Lavest | Gennem-snit | Højest | Lavest | Gennem-snit | Højest | Lavest |
|      |           | Procent p.a. |        |        |             |        |        |             |        |        |
| 1993 | 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   |
|      | Aug. ...  | 6,75         | 8,22   | 6,12   | 6,90        | 8,08   | 6,24   | 7,03        | 8,01   | 6,35   |
|      | Sept. ... | 6,85         | 6,94   | 6,72   | 7,06        | 7,13   | 6,90   | 7,25        | 7,33   | 7,05   |
|      | Okt. ...  | 6,61         | 6,70   | 6,54   | 6,77        | 6,86   | 6,67   | 6,91        | 6,99   | 6,80   |
|      | Nov. ...  | 6,46         | 6,74   | 6,23   | 6,56        | 6,84   | 6,33   | 6,67        | 6,94   | 6,41   |
|      | Dec. .... | 6,37         | 6,47   | 6,22   | 6,51        | 6,63   | 6,32   | 6,65        | 6,79   | 6,44   |
| 1995 | Jan. .... | 6,38         | 6,47   | 6,25   | 6,54        | 6,65   | 6,39   | 6,68        | 6,80   | 6,51   |
|      | Feb. .... | 6,12         | 6,24   | 6,06   | 6,24        | 6,38   | 6,19   | 6,36        | 6,47   | 6,30   |
|      | Marts...  | 7,35         | 7,96   | 6,23   | 7,38        | 7,96   | 6,34   | 7,42        | 7,96   | 6,45   |
|      | April ... | 7,09         | 7,33   | 6,94   | 7,11        | 7,36   | 6,95   | 7,14        | 7,40   | 6,97   |

Anm.: Gennemsnit af indberetninger fra pengeinstitutter der del-tager i CIBOR-fastsættelsen. De 2 højeste og laveste satser indgår ikke.

| Nationalbankens rentesatser  |              |                                |                                              | Pengeinstitutternes effektive rentesatser <sup>3)</sup> |              |        |
|------------------------------|--------------|--------------------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------------------------|--------------|--------|
| Gældende ultimo året/<br>fra | Diskonto     | Indskud på folio <sup>1)</sup> | Genkøbs- og indskudsbevisrente <sup>2)</sup> | Gennemsnit                                              | Udlån        | Indlån |
|                              | Procent p.a. |                                |                                              |                                                         | Procent p.a. |        |
| 1987 .....                   | 7,00         | 8,25                           | •                                            | 1987 .....                                              | 13,4         | 7,5    |
| 1988 .....                   | 7,00         | 7,75                           | •                                            | 1988 .....                                              | 13,2         | 7,0    |
| 1989 .....                   | 7,00         | 11,00                          | •                                            | 1989 .....                                              | 13,3         | 7,0    |
| 1990 .....                   | 8,50         | 9,50                           | •                                            | 1990 .....                                              | 14,1         | 7,9    |
| 1991 .....                   | 9,50         | 9,50                           | •                                            | 1991 .....                                              | 11,4         | 7,2    |
| 1992 .....                   | 9,50         | 9,50                           | 13,00                                        | 1992 .....                                              | 11,6         | 7,5    |
| 1993 .....                   | 6,25         | 6,25                           | 6,75                                         | 1993 .....                                              | 10,5         | 6,5    |
| 1994 .....                   | 5,00         | 5,00                           | 5,50                                         | 1994 .....                                              | 8,4          | 3,8    |
| 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                                         | 2. — ....                                               | 8,2          | 3,8    |
| 29. — ....                   | 6,50         | 6,50                           |                                              | 3. — ....                                               | 8,2          | 3,8    |
| 1. dec. ....                 |              |                                | 7,25                                         | 4. — ....                                               | 8,7          | 3,7    |
| 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                                         |                                                         |              |        |
| 1995 8. marts ....           | 6,00         | 6,00                           | 7,00                                         |                                                         |              |        |
| 6. april ....                |              |                                | 6,75                                         |                                                         |              |        |
| 27. — ....                   |              |                                | 6,50                                         |                                                         |              |        |
| (30. april) ....             | 6,00         | 6,00                           | 6,50                                         |                                                         |              |        |

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 udlånsmasse. I 1991 dog kun baseret på kronemellemværender med danske kunder. For udlånenes vedkommende med korrektion for hensættelser fra og med 1991.