

DANMARKS NATIONALBANK

Kvartalsoversigt - Maj 1996

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 banker og sparekasser - fra og med 1988 med en arbejdende kapital over 100 mill.kr. (hovedsagelig ansvarlig kapital og indlån).

Statsinstitutionen Postgiro er fra 1. juni 1991 omdannet til pengeinstitut, der fra og med juli 1991 indgår i "Pengeinstitutterne".

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

Kvartalsoversigt - Maj 1996

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter	15
Pengeinstitutternes regnskabsresultater	
v/Allan Damm Christensen, Pengepolitisk Kontor	17
Nettingbestemmelserne i værdipapirhandelsloven	
v/Peter Møller Nielsen, Pengepolitisk Kontor	25
Reale effektive valutakurser	
v/Erik Haller Pedersen, Økonomisk Kontor	33
Indikatorer for markedsdeltagernes forventninger til rente- og inflationsudviklingen i Danmark	
v/Jacob Topp, Pengepolitisk Kontor	46
Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens indlæg på Realkreditrådets årsmøde den 18. april 1996	59
Nationalbankens pressemeddelelser	63

Tabeller og figurer:

Nationalbankens vigtigste aktiver og passiver	1
Valutakurser	2
Valutakursudviklingen i forhold til dollar	4
Valutakursudviklingen i forhold til danske kroner	4
EMS-valutaernes indbyrdes placering	5
Effektiv kronekurs	5
Nominel og real effektiv kronekurs	6
Priser og lønninger	7
Danmarks internationale likviditet	8
Betalingsbalancen	9
Registrerede kapitalbetalinger fra og til udlandet	10
Specifikation af porteføljeinvesteringer	11
Udenrigshandelen	12
Kvantumindeks og bytteforhold i udenrigshandelen	12
Industrieksportens markedsandele	13
Statsfinanserne	14
Statens finansieringsbehov	14

Statens udlån og gæld	15
Kommuners likvide beholdninger og gæld	15
Pengeinstitutternes udlån	16
Pengeinstitutternes beholdning af obligationer og aktier	16
Stigning i pengeinstitutternes indlån, udlån og beholdning af obligationer	17
Pengeinstitutternes indlån	17
Branchefordeling af pengeinstitutternes indenlandske udlån og indlån	18
Pengeinstitutternes udlandsstilling	19
Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling	19
Valuta- og landefordeling af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender	20
Landefordeling af danske pengeinstitutters udenlandske aktiver	21
Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	22
Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken	22
Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	23
Pengemængden	24
Forskellige faktorerers påvirkning af pengemængden	24
Statens nettofinansieringsbehov og kreditudvidelse til den private sektor og kommuner mv. gennem vigtige finansieringskilder	25
Realkreditinstitutternes udlån	26
Nettoatilgang af børsnoterede kroneobligationer	28
Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer	29
Aktieudvidelser opdelt efter erhvervsgrupper	29
Effektiv rente af et udvalg af børsnoterede obligationer samt mindsterenten	30
Rentesatser i en række lande	31
3-måneders pengemarkedsrenter	32
Pengemarkedsrentesatser	32
CIBOR-satser	33
Nationalbankens rentesatser	34
Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter	34

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

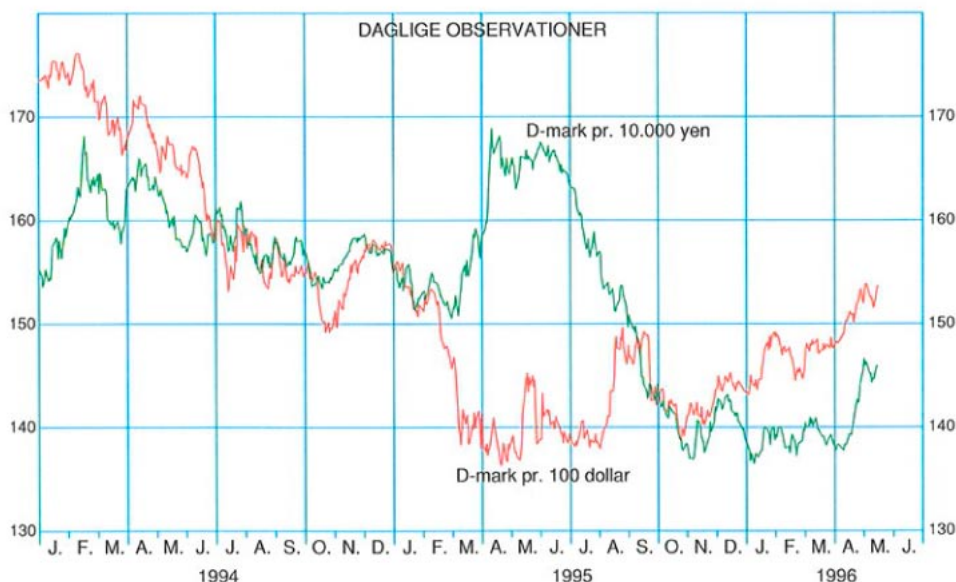
Denne oversigt vedrører perioden fra februar 1996 til midten af maj 1996.

Hovedvalutaerne

Dollaren har i årets første måneder fortsat en opadgående tendens i forhold til D-mark, kun afbrudt af en kortvarig svækkelse i løbet af februar, og er fra årsskiftet til midten af maj samlet styrket med 7 pct., se figur 1. I forhold til yen er dollaren ligeledes styrket i samme periode, om end med en betydelig redressering i sidste halvdel af april, således at den samlede styrkelse fra årsskiftet til midten af maj kun udgør et par procent. Udviklingen skal ses på baggrund af, at dollaren fra primo 1994 til medio 1995 svækkedes kraftigt i forhold til de to øvrige hovedvalutaer. D-mark var i perioden fra årsskiftet til midten af april nogenlunde konstant i forhold til yen, men er siden svækket med ca. 6 pct. i sidste halvdel af april.

Figur 1

Valutakurser i forhold til D-mark



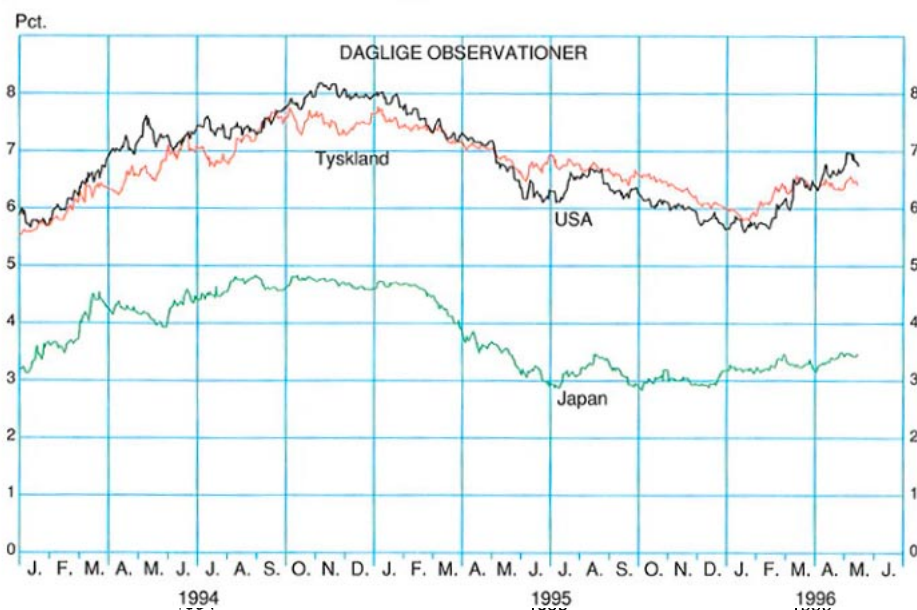
Både i USA og i de europæiske lande afdæmpedes væksten mærkbart i slutningen af 1995. Mens denne afmatning ser ud til at fortsætte i Europa, ecielt i Tyskland, se senere afsnit, er der visse tegn på, at den økonomiske aktivitet i USA igen er ved at tage fart. På den baggrund har Den Amerikanske Forbundsbank holdt de officielle renter i ro siden begyndelsen af januar, hvor den seneste af en række nedgange i fed-funds satsen på 0,25 pct. blev signaleret. De amerikanske korte renter nåede i februar et lavpunkt over 5 pct. og er siden steget igen.

Efter en lang række nedsættelser siden august 1995 har Den Tyske Forbundsbank holdt renten på genkøbsforretninger (reporenten) uændret siden begyndelsen af februar, hvorimod både lombardrenten og diskontoen, som tilsammen udgør korridoren for reporenten, i april blev sat ned med 0,5 pct. i lyset af en stabil prisudvikling. På baggrund af en afdæmpet vækst i pengemængden i 1995 blev det ikke tillagt stor vægt, at pengemængdevæksten aktuelt ligger over målzonen. De tyske korte renter fortsatte i begyndelsen af 1996 den faldende tendens fra 1995. Siden februar har 3-måneders pengemarkedsrenten ligget stort set uændret på et niveau lige over 3 pct.

I USA gav den fornyede økonomiske aktivitet grobund for en vis frygt

Figur 2

Obligationsrenter



Anm.: 10-årige statsobligationer.

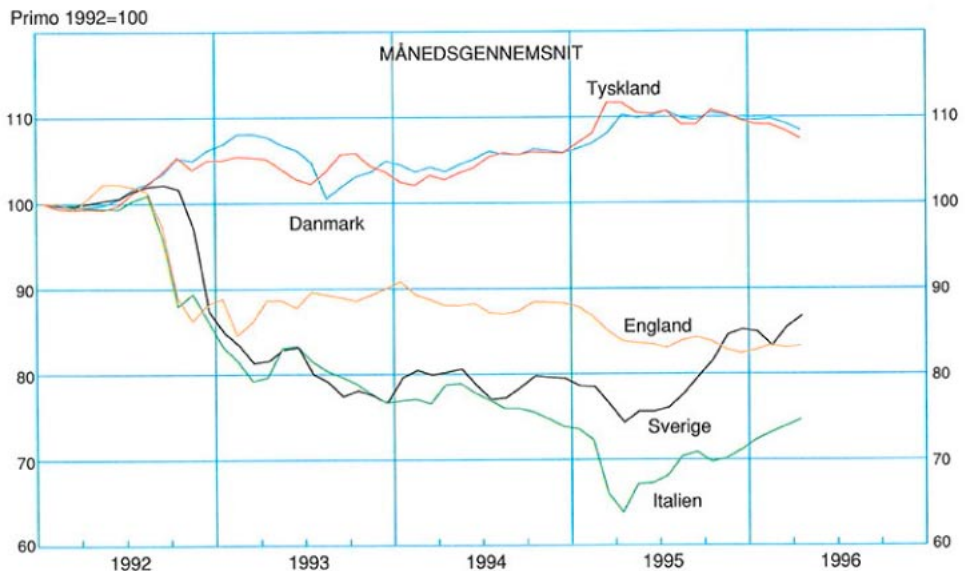
for højere inflation, hvilket afspejler sig i de lange obligationsrenter. Denne udvikling skal ligeledes ses i lyset af, at budgetkonsolideringsplanerne med henblik på fjernelse af budgetunderskuddet i 2002 indtil videre er indstillet op til præsidentvalget senere i år. Således er renten på 10-årige statsobligationer fra årsskiftet til midten af maj steget med godt 1 pct., jf. figur 2. Renten på tilsvarende tyske obligationer er steget med omtrent $\frac{1}{2}$ pct., så den lange rente i Tyskland i midten af maj var $\frac{1}{3}$ pct. lavere end i USA. Rentekurven i de to lande er siden årsskiftet blevet stejlere.

I Japan ser den længe ventede konjunkturopgang ud til at være på vej, og styrkelsen af yen og den samtidige stigning i de lange renter skal antageligt ses i det lys.

De europæiske valutaer

Den franske franc er siden februar styrket i forhold til D-mark og ligger nu på det stærkeste niveau siden første halvdel af 1993. Den franske centralbank har fra årsskiftet til slutningen af april sænket de officielle renter med ca. 1 pct. Rentespændet mellem tyske og franske korte renter er i perioden indsnævret betydeligt og ligger nu på samme niveau som før valutauroen i foråret 1995. Den seneste styrkelse af francen skal ses i lyset af, at uroen på det franske arbejdsmarked i forbindelse med regeringens for-

Figur 3 *Nominelle effektive valutakurser, udvalgte lande*



slag til stramning af finanspolitikken er drevet over. Tilliden til den økonomiske politik er generelt øget i takt med, at hovedparten af regeringens plan nu er vedtaget.

Den danske krone er blevet svagt styrket i forhold til D-mark i de seneste måneder, samtidig med at de daglige fluktuationer i kursen er blevet mindre. Som følge af stigningen i dollar og i en række europæiske valutaer er den effektive kronekurs dog samtidigt faldet et par procent, jf. figur 3.

Efter en forbigående svækkelse frem til midten af februar fortsatte svenske kroner med at blive styrket i forhold til D-mark. I forhold til lavpunktet i april 1995 er kursen på svenske kroner udtrykt i D-mark steget knap 20 pct., og den effektive svenske kronekurs er steget med godt 15 pct. Denne udvikling skal dog ses på baggrund af en svækkelse på godt 25 pct. fra 1992 til april 1995. Sveriges Riksbank sænkede fra årsskiftet til slutningen af april den pengepolitiske styringsrente, reporenten, i flere omgange med i alt mere end 2 pct. som følge af en lavere inflation end tidligere ventet. Spændet mellem tyske og svenske korte renter er herved mindsket betydeligt.

Italienske lire er i de seneste måneder også styrket kraftigt i forhold til D-mark. Det britiske pund har i højere grad fulgt dollaren på det seneste og er derved nok styrket over for D-mark, men mindre end den svenske krone og liren. Det britiske pund er således nu svækket i samme omfang som svenske kroner, siden den europæiske valutauro begyndte i sommeren 1992.

Renteudviklingen i Danmark

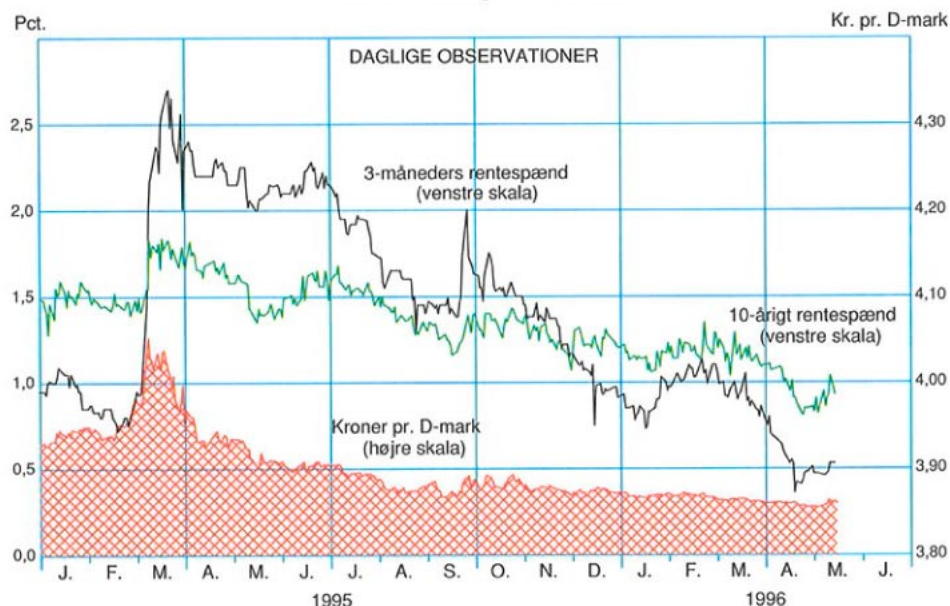
Siden februar har efterspørgslen efter kroner været betydelig. På denne baggrund har Nationalbanken kunnet foretage store valutakøb i markedet frem til begyndelsen af maj. Samtidig er de officielle rentesatser sat ned og rentespændet over for Tyskland mindsket, jf. figur 4.

Diskontoen blev nedsat med 0,25 pct. den 7. marts og igen den 19. april med 0,5 pct. til et niveau på 3,25 pct. Indskudsbevisrenten og renten på genkøbsforretninger er nedsat i mindre trin og var således 3,80 pct. i midten af maj.

3-måneders pengemarkedsrenten faldt fra begyndelsen af februar til midten af maj med ca. 0,5 pct., og det korte rentespænd over for Tyskland blev indsnævret til ca. ½ pct. Historisk har det korte rentespænd over for Tyskland kun i kortere perioder været lavere.

Pengeinstitutternes annoncerede udlånssatser har i nogen grad fulgt ned sættelserne af diskontoen. Pengeinstitutternes ud- og indlånsrenter belyses

Figur 4 *Kort og langt rentespænd over for Tyskland samt kroner pr. D-mark*



fremover gennem en ny rentestatistik, der angiver gennemsnitlige effektive renter fordelt på erhverv og ikke-erhverv, jf. særskilt omtale side 15-16 og side 34 i tabel- og figurafsnittet.

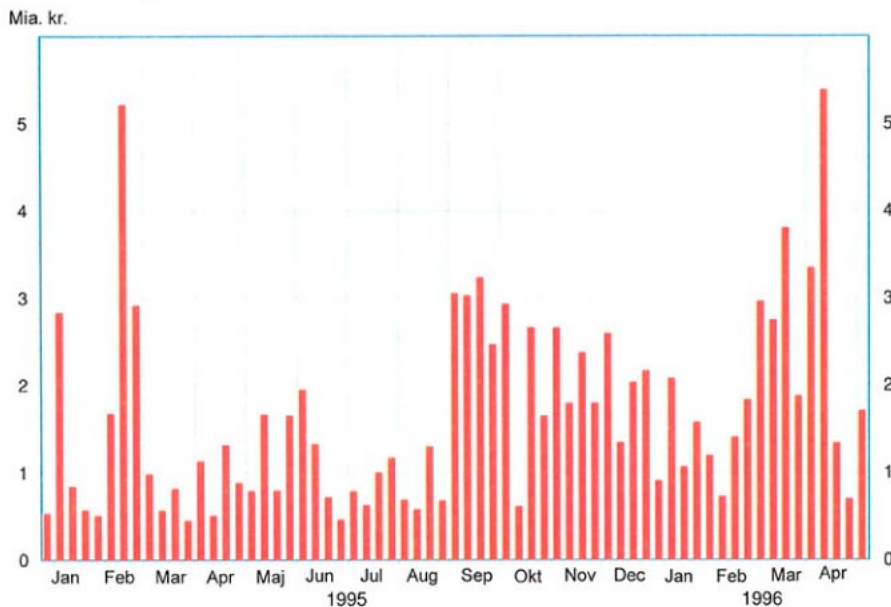
Renten på den 10-årige statsobligation steg frem til marts, men faldt efterfølgende til et niveau på ca. 7,25 pct. i begyndelsen af maj og var dermed tilbage på samme niveau som ved årsskiftet. Det seneste fald i de lange renter har været større end i Tyskland, hvorved rentespændet blev indsnævret til under 1 pct. - det laveste i ca. 2 år. Indsnævringen af rentespændet over for Tyskland ses tilsvarende for en række af de kernelande, som Danmark normalt sammenlignes med.

Renten på realkreditobligationer har fulgt renten på statsobligationer. Renten på den toneangivende realkreditobligation med en kuponrente på 6 pct. og udløb i 2026 var ca. 8,5 pct. i begyndelsen af maj.

Likviditetsudviklingen

Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken er forbedret med knap 18 mia.kr. fra begyndelsen af februar til udgangen af april til et nettotilgodehavende på 28,8 mia.kr. Forbedringen af nettostillingen kan henføres til Nationalbankens køb af valuta for 25 mia.kr. siden begyndel-

Figur 5 *Pengeinstitutsektorens samlede folioindestående på fredage*



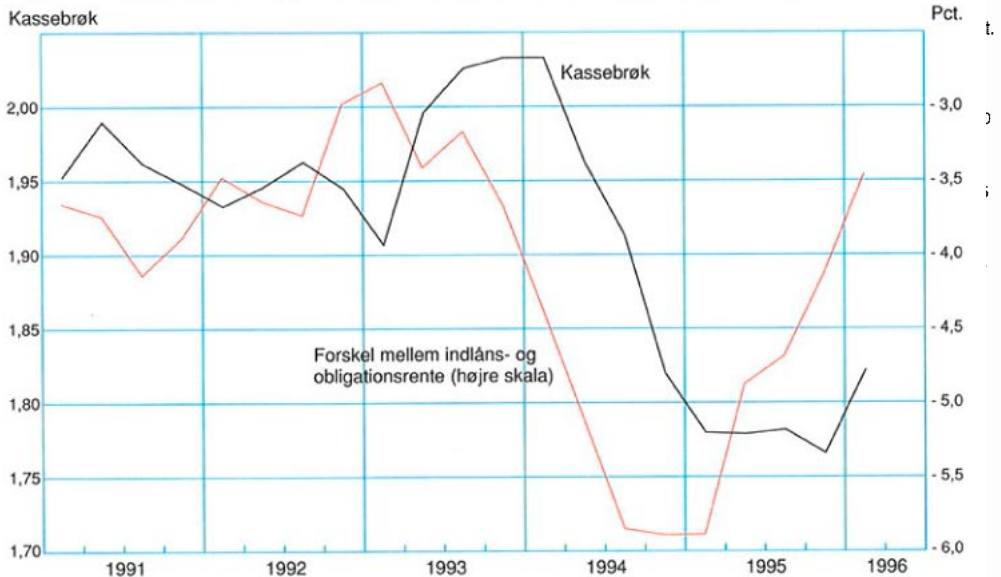
sen af februar. I modsat retning trækker, at salget af indenlandske statspapiere har oversteget statens bruttofinansieringsbehov eksklusive udenlandske afdrag med knap 8 mia.kr. i samme periode.

En mindre justering af det likviditetspolitiske instrumentarium blev gennemført i september 1995, hvor anvendelsen af markedsræssige operationer i indskudsbeviser blev påbegyndt. Justeringen skyldtes en tendens til, at pengeinstitutterne placerede utilstrækkelige midler på foliokontoen til at dække mindre likviditetsudsving med den konsekvens, at Nationalbanken hyppigt måtte tilføre likviditet ved tilbagekøb af indskudsbeviser. Efter denne ændring har likviditetsudligningen i pengemarkedet i de efterfølgende dage i højere grad kunnet foregå uden Nationalbankens mellemkomst. Fra september kan det således registreres, at pengeinstitutterne i gennemsnit har øget deres indeståender på folio på fredage, hvor Nationalbanken normalt sælger indskudsbeviser, jf. figur 5. De betydelige fluktuationer fra uge til uge afspejler blandt andet forskelle i pengeinstitutternes forventede likviditetsbehov i den efterfølgende uge.

Kreditformidlingen

Stigningen i penge- og realkreditinstitutternes udlån til indlændinge er taget til i 1996. Således er kroneudlånet til ikke-erhverv ved udgangen af

Figur 6 Kassebrøk og forskel mellem indlåns- og obligationsrente



Anm.: Kassebrøken er defineret som forholdet mellem pengemængden og indenlandsk efterspørgsel.

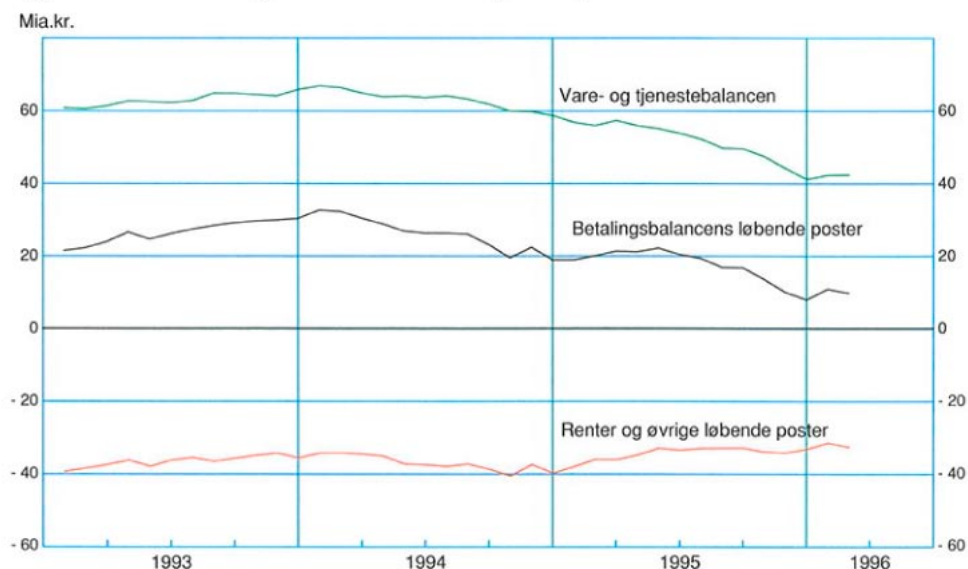
marts steget med 9 pct. og kroneudlånet til erhvervssektoren er steget med knap 7 pct. i forhold til opgørelsen på samme tidspunkt sidste år.

Pengemængden er gradvist steget siden begyndelsen af 1995. Set i relation til indenlandsk efterspørgsel er stigningen dog moderat. Stigningen i forholdet mellem pengemængden og indenlandsk efterspørgsel skal ses i lyset af en formindskelse af forskellen mellem renten på indlån og forrentningen af alternative placeringsmuligheder målt ved obligationsrenten, jf. figur 6. Den væsentligste modpost til stigningen i pengemængden er Nationalbankens køb af valuta for 33 mia.kr i 1995 og for yderligere godt 26 mia.kr. i 1996 frem til udgangen af marts, jf. side 23 i tabel- og figurafsnittet.

Ophævelse af lov om regulering af kreditformidling

Den 25. april 1996 ophævede Folketinget lov om regulering af kreditformidling. Loven, der er fra 1973, gav økonomiministeren mulighed for at fastsætte bestemmelser til regulering af kreditformidlingen efter forhandling med Nationalbanken.

Figur 7 *Betalingsbalancens hovedposter, 12 måneders sum*



Betalingsbalancens løbende poster

De sæsonkorrigerede værdier af såvel eksporten som importen faldt mærkbart fra november 1995 til februar 1996, efter begge at have haft et relativt fladt forløb gennem det meste af 1995. Eksport eksklusiv skibe mv. var i februar 11½ pct. lavere end i samme måned året før, mens importen på samme basis var 9 pct. lavere.

Handelsbalancen eksklusiv skibe mv. var i januar-februar 1996 27 pct. lavere end i samme periode året før, mens den i 4. kvartal 1995 var 30 pct. under niveauet for samme kvartal året før.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster i 1995 er af Danmarks Statistik opgjort til 8,0 mia.kr. mod 18,9 mia.kr. i 1994, jf. figur 7. Vare- og tjenestebalancen blev forringet med 17,5 mia.kr. i 1995, mens renter og udbytter blev forbedret med 4,4 mia.kr., ligesom de øvrige løbende poster blev forbedret.

I januar og februar 1996 viste betalingsbalancens løbende poster et overskud på henholdsvis 6 og 1½ mia.kr. Det store overskud i januar kan især henføres til store overførsler til Danmark fra EU, ligesom et stort salg af statsobligationer til udlandet betød ekstraordinære renteindtægter i form af vedhængende renter.

Kapitalbevægelserne

Udlændinges nettokøb af kroneobligationer beløb sig i 1. kvartal til 20 mia.kr., hovedsageligt placeret i januar. De øvrige registrerede private kapitalbetalinger var omtrent i balance. Det samlede finansieringsoverskud som følge af såvel løbende betalinger som private kapitalbetalinger beløb sig til 25½ mia.kr. Staten nedbragte i 1. kvartal sin udenlandske låntagning med 4½ mia.kr., således at valutareserven i perioden voksede med 22 mia.kr. til 86 mia.kr.

I april har Nationalbanken opkøbt valuta for 11 mia.kr., og valutareserven var ved månedens udgang 97 mia.kr.

Konjunktursituationen i Tyskland

En række af vore vigtigste europæiske samhandelspartnere har siden midten af 1995 oplevet en økonomisk afmatning. Denne udvikling, som kom kun kort tid inde i et generelt økonomisk opsving i Europa, er i brede kredse betegnet som en vækstpause.

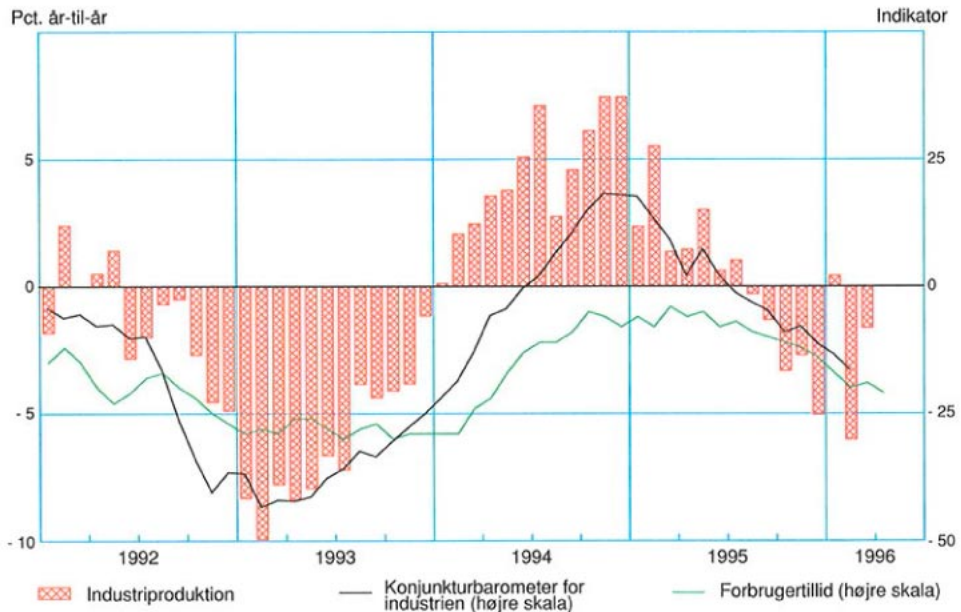
I Tyskland faldt det sæsonkorrigerede bruttonationalprodukt i følge det seneste nationalregnskab i 4. kvartal 1995 med knap ½ pct. i forhold til 3. kvartal, mens der var stort set nulvækst mellem 2. og 3. kvartal. Samtidig er vækstskønnene for 1996 blevet kraftigt nedjusteret. Den tyske regering forventer nu en vækst i 1996 på 3/4 pct.

De seneste års økonomiske opsving har i høj grad været drevet af byggesektoren, ikke mindst som følge af store boliginvesteringer i det tidligere Østtyskland. I løbet af 1995 har byggesektoren imidlertid oplevet et dramatisk omsving, bl.a. afstedkommet af en begrænsning af statsstøtten til byggeri i Østtyskland, men også rentestigningen i 1994 har bidraget hertil.

En anden væsentlig årsag til den økonomiske stagnation er konkurrenceevneudviklingen. D-marken er generelt styrket i de senere år over for Tysklands handelspartnere, se figur 3, og samtidig betød dyre overenskomster i 1995 og stigning i arbejdsgivernes sociale bidrag en yderligere stigning i de samlede timelønomkostninger i Tyskland, der er blandt de absolut højeste i verden. Den tyske eksport har i de senere år således ikke kunnet følge med markedsvæksten generelt på eksportmarkederne.

De høje tyske lønomkostninger har ligeledes ført til omfattende rationaliseringer, samtidig med at de tyske virksomheder i 1995 i langt højere grad end tidligere har lagt deres investeringer i udlandet. Erhvervsinvesteringerne i Tyskland har således ligget på et stort set uændret niveau gennem 1995 og har derved ikke kunnet bidrage til at føre opsvinget videre.

Figur 8 *Industriproduktion og konjunkturindikatorer, Tyskland*



De seneste konjunkturindikatorer, jf. figur 8, samt en kapacitetsudnyttelse, der har været aftagende det sidste halve år fra et højt niveau, tyder ikke på nogen umiddelbar opgang i investeringerne.

Væksten i det private forbrug er aftaget på det seneste, men ligger fortsat pænt. Forbrugertillidsindikatoren er dog faldet siden midten af 1995 og nærmer sig lavpunktet fra 1993. Stigningen i arbejdsløsheden i 1995 til det højeste niveau (i Vesttyskland) siden 2. verdenskrig er formentlig en medvirkende årsag hertil. Den økonomiske afmatning har desuden bidraget til, at budgetunderskuddet i 1995 blev på $3\frac{1}{2}$ pct. af BNP, det største i en år-række. På den baggrund har den tyske regering i slutningen af april fremlagt et stort spareprogram baseret på såvel udgiftsbeskæringer som øgede indtægter. Usikkerhed om den fremtidige stramhedsgrad i den økonomiske politik kan umiddelbart risikere at få forbrugerne og virksomhederne til at være afventende.

Der har fundet en betydelig lageropbygning sted i løbet af 1994 og det meste af 1995. Det betyder, at fornyet efterspørgsel formentlig i et vist omfang vil blive mødt ved tæring på lagrene og dermed ikke umiddelbart vil slå ud i øget produktion.

På den anden side er en række fundamentale økonomiske forhold for tiden positive i Tyskland. Det generelle renteniveau er lavt, inflationen er

vendt tilbage til sit lave niveau fra før den tyske genforening, de seneste overenskomster tyder på en mere moderat omkostningsudvikling i 1996 end i 1995, D-marken er på det seneste svækket fra et stærkt niveau, husholdningernes økonomi er solid, og indtjeningen i virksomhederne er forbedret. Hertil kommer, at der er vedtaget skattelettelser for lavindkomst-grupperne i 1996. Disse forhold peger på, at opsvinget tager fart igen inden for en overskuelig fremtid, men som nævnt tyder en række konjunkturindikatorer på, at omsvinget ikke er umiddelbart forestående.

Aktivitetsudviklingen i Danmark

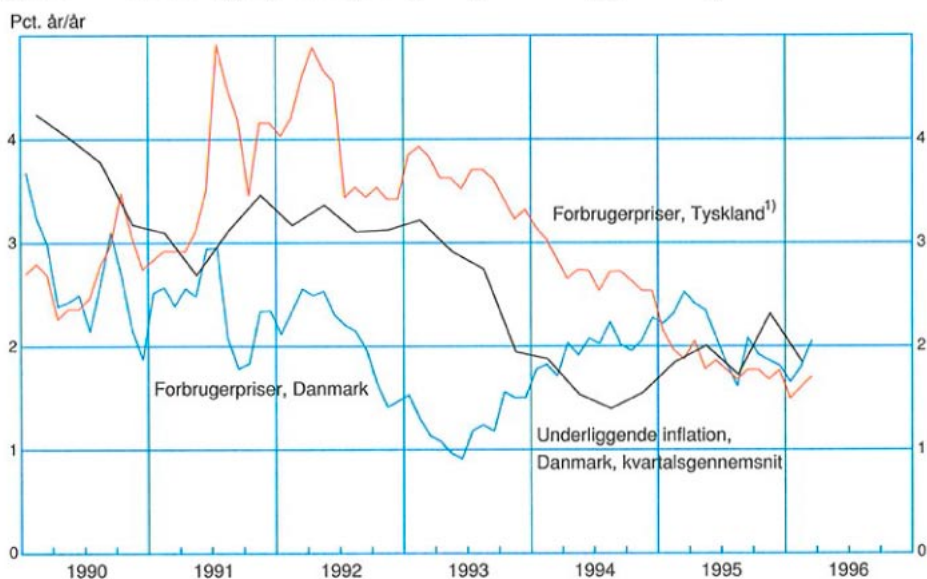
I det første foreløbige nationalregnskab for hele 1995 har Danmarks Statistik beregnet, at bruttonationalproduktet (BNP) i faste priser i 1995 var 2½ pct. højere end i 1994. Denne stigning skyldes først og fremmest udviklingen i løbet af 1994, da det sæsonkorrigerede BNP har været stort set uændret fra 1. til 4. kvartal 1995. De seneste indikatorer tyder på en fortsat svag udvikling i BNP i begyndelsen af 1996. Grundlaget for en pæn vækst fra 1995 til 1996 er dermed begrænset. Dette understreges ligeledes af en betydelig lageropbygning i løbet af 1995.

Væksten i den indenlandske efterspørgsel voksede hurtigere end produktionen i 1995. Det private forbrug voksede fortsat jævnt, om end med lave stigningstakt end i slutningen af 1993 og i 1994. De seneste indikatorer tyder på en vis afdæmpning, men ikke på et vendepunkt i udviklingen, hvilket understøttes af det solide boligmarked og den lave rente. Erhvervsinvesteringerne steg kraftigt i 1995, men denne udvikling vil dog næppe fortsætte. Kapacitetsudnyttelsen er således faldet i henhold til de seneste konjunkturbarometre for industrien.

Væksten i den indenlandske efterspørgsel blev i høj grad modsvaret af øget import. Det skyldes ikke så meget tab af danske markedsandele på hjemmemarkedet som det forhold, at det især er den importtunge del af efterspørgslen, som er steget, herunder maskin- og lagerinvesteringer i byerhvervene. Derimod var eksporten vigende mod slutningen af 1995, og udenrigshandelen blev dermed en vigtig faktor bag den flade BNP-udvikling. Det viser samtidig betydningen for dansk økonomi af den økonomiske afmatning hos nogle af vore vigtigste samhandelspartnere. Den tidlige nævnte forværring af betalingsbalancens løbende poster skal ligeledes ses på baggrund af, at den indenlandske efterspørgsel i Danmark er steget kraftigere end i vore samhandelslande.

Den samlede sæsonkorrigerede beskæftigelse steg i 1. kvartal 1996 med 0,6 pct. i forhold til kvartalet før, jf. Danmarks Statistiks foreløbige opgø-

Figur 9 *Forbrugerprisstigninger og underliggende inflation*



1) Til og med 1993 Vesttyskland.

relse baseret på ATP-indbetalinger. Opgørelsen indeholdt desuden en større opjustering af beskæftigelsen i 4. kvartal 1995, der dermed var 0,1 pct. over niveauet i kvartalet før. Beskæftigelsesstigningen er først og fremmest kommet fra den offentlige sektor, mens beskæftigelsen i den private sektor for de to kvartaler under ét er faldet en anelse. Ledigheden har fortsat sit fald fra toppunktet i begyndelsen af 1994. De seneste tal viste dog, at summen af antallet af ledige og personer på orlov var stort set uændret fra januar til marts i år.

Prisudviklingen

Forbrugerprisindekset lå i marts 2,1 pct. højere end i samme måned året før, mens stigningen i januar blot var 1,7 pct. som følge af ekstraordinært lave priser under januar-udsalget. Inflationstakten svarer nogenlunde til den moderate udvikling i de seneste par år. Dog udvikler de danske forbrugerpriser sig nu en anelse hastigere end de tyske, se figur 9, mens forbrugerprisstigningerne hos vore handelspartnere under ét nu er på niveau med de danske, efter i en årrække at have ligget på et højere niveau. Det er vigtigt for den danske konkurrenceevne over for udlandet, at den stabile prisudvikling fortsætter uanset svækkelsen af den effektive kronkurs med omkring 2 pct. siden februar.

Tabel 1

Udviklingen i nettopriserne

	Nettoprisindeks	Energi	Import	Indenlandske priser				
				I alt	Fødevarer	Husleje	Offentlige ydelser	Andre faktorer
Vægte								
1,000	0,088	0,137	0,775	0,165	0,228	0,069	0,312	
Vækst i forhold til året før, procent								
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	2,7
1994	1,6	- 3,1	2,1	2,0	3,0	1,6	2,4	1,6
1995	1,9	- 2,5	2,5	2,2	3,1	1,8	2,5	2,0
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	1,5
1995 1. kv.	2,2	- 2,8	2,7	2,5	4,5	2,0	3,2	1,8
2. -	2,1	- 3,1	2,9	2,4	3,9	1,9	3,0	2,0
3. -	1,7	- 2,9	2,6	1,9	2,4	1,8	2,0	1,7
4. -	1,7	- 1,0	1,8	1,9	1,7	1,6	1,8	2,3
1996 1. kv.	1,7	4,1	0,8	1,6	1,1	1,4	1,9	1,8

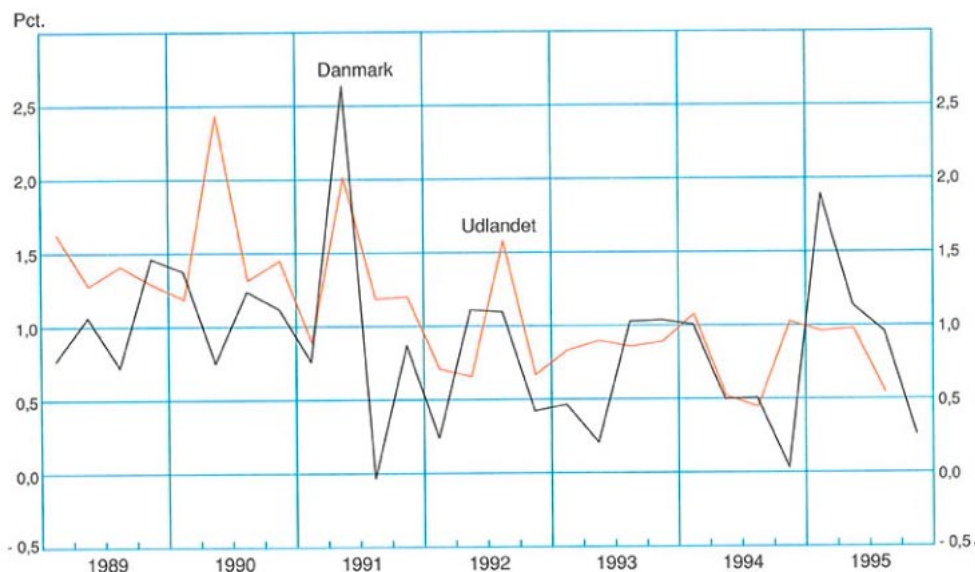
Anm.: Vægtgrundlag pr. januar 1991. Ved beregningen af importpriserne indgår et lag.
Andre faktorer indhold af tjenester er forholdsvis højt.

Nettoprisindekset, der i modsætning til forbrugerpriserne ikke indeholder indirekte skatter og afgifter, lå i marts 1,9 pct. over niveauet i samme måned året før. I gennemsnit for 1. kvartal var stigningen dog uændret 1,7 pct. En kraftig stigning i energipriserne blev opvejet af en lavere stigningstakt i bl.a. import- og fødevarerpriserne, ligesom også den underliggende inflation i tabel 1 udtrykt ved "Andre faktorer" faldt fra 4. kvartal 1995 til 1. kvartal 1996, bl.a. som følge af lave udsalgspriser, jf. ovenfor. De stigende energipriser kan meget vel fortsætte et stykke tid endnu, ikke mindst under indtryk af den stigende dollarkurs i de seneste måneder.

Timelønningerne i industrien havde i slutningen af 1995 et afdæmpet forløb efter en vis stigning i begyndelsen af året. Dansk Industri's løbende opgørelser over resultatet af de lokale lønforhandlinger i industrien tyder desuden på lavere lønreguleringer end sidste år. Det fortsatte fald i ledigheden ser således foreløbigt ikke ud til at have givet anledning til et stort løn-

Figur 10

Timelønninger i Danmark og udlandet
(Kvartalsvise ændringer, sæsonkorrigeret)



Anm: Timelønninger i udlandet i national valuta sammenvejet vha. kronekursvægte.

pres. Imidlertid er lønstigningerne i udlandet også vigende, jf. figur 10, og det må anses for usikkert, om den danske konkurrenceevne bliver styrket af denne grund i år trods tegnene på opbremsning i de danske lønninger. Tages der hensyn til valutakursudviklingen kan der dog ventes en lille foredring, da den effektive kronekurs i begyndelsen af maj var et par procent under 1995-niveauet.

Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter

Ændring i tabeltillæg (side 34)

Ud fra en pengepolitisk synsvinkel er det ønskeligt at kunne se i hvilken udstrækning Nationalbankens ændringer i diskonto og andre officielle rentesatser slår igennem i forhold til pengeinstitutternes rentesatser. Hidtil har udviklingen i pengeinstitutternes rentesatser kun været sparsomt statistisk belyst.

Principperne for den ny statistik er udarbejdet af en arbejdsgruppe under Finanstilsynet med deltagelse af Finansrådet, Danmarks Statistik og Nationalbanken.

Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlånsrente opgøres som kvartalets renteindtægter i forhold til kvartalets gennemsnitlige udlån i kroner. Tilsvarende er indlånsrenten opgjort som kvartalets renteudgifter i forhold til det gennemsnitlige indlån i kroner.

Rentestatistikken er som noget nyt opdelt på tre sektorer: Offentlige myndigheder (især kommuner), erhverv (inklusive selvstændigt erhvervsdrivende) og ikke-erhverv (i det følgende betegnet husholdninger).

Det har af tekniske grunde ikke været muligt at opdele renterne på de tre sektorer før 4. kvartal 1995. Totaltallene kan, om end med en vis usikkerhed, føres tilbage til 2. kvartal 1993.

De gennemsnitlige renter i 4. kvartal 1995 var:

	Udlånsrente	Indlånsrente
	Pct. p.a.	Pct. p.a.
Offentlige myndigheder	7,1	4,6
Erhverv	8,8	4,4
Husholdninger	<u>11,8</u>	<u>2,8</u>
I alt	<u>9,9</u>	<u>3,6</u>

Det fremgår af tallene, at offentlige myndigheder i gennemsnit har opnået de laveste udlånsrenter og højeste indlånsrenter, mens det forholder sig modsat for husholdningerne. Renterne for erhvervsvirksomheder ligger imellem de to yderpunkter, men nærmest det offentlige, især for så vidt angår indlånsrenten. Forskellene i renteniveauerne for de tre sektorer afspej-

ler bl.a. forskelle i størrelse af de enkelte saldi, kontoens art samt konkurrenceforholdene i øvrigt. For udlånenes vedkommende spiller kreditværdighed/sikkerhedsstillelse endvidere en stor rolle.

Rentestatistikken omfatter danske pengeinstitutter herunder deres filialer i udlandet, men ikke deres datterselskaber. Både mellemværender med indlændinge og udlændinge indgår i statistikken. For udlån medregnes hensættelser, mens udlån med nulstillet rente ikke medregnes. Puljeindskud fx i forbindelse med kapitalpension holdes uden for indlånene.

Alt i alt har den nye statistik medført ændrede renteniveauer i forhold til den hidtil offentliggjorte statistik over effektive renter. Fx var den samlede udlånsrente i 3. kvartal 1995 ca. 1½ pct. højere end den hidtil offentliggjorte udlånsrente, og den samlede indlånsrente ca. ½ pct. lavere. Det skyldes i det væsentlige, at den nye statistik kun omfatter kronekonti, mens den tidligere statistik omfattede både krone- og valutakonti, og at den nye indlånsrente opgøres eksklusive puljeindlån, der typisk forrentes med obligationsrenten, som normalt er væsentlig højere end de almindelige indlånsrenter.

Ud over rentetilskrivning indgår rentelignende provision mv. i udlånsrenten, men ikke gebyrer. De kvartalsvise renter er omregnet til procent p.a. under hensyn til, at det mest almindelige er kvartalsvis rentetilskrivning for udlån og årlig rentetilskrivning for indlån.

Der er to forhold, som kan bevirke, at der undertiden ikke er fuld korrespondance mellem drift og saldi. Det drejer sig om efterreguleringer og renteaftaler med indbyrdes forbundne kunder fx datterselskaber i en koncern (cash-pool arrangementer). Det skønnes, at disse forhold kun har begrænset indflydelse på de beregnede gennemsnitsrenter. Renterne for det offentlige påvirkes dog noget mere end for de to andre sektorer, dels fordi kommunerne bruger cash-pool arrangementer relativt mere end andre, dels som følge af de forholdsvis små beløb, der ligger til grund for gennemsnitsrenterne i denne sektor.

Fra og med 1. kvartal 1997 ventes rentestatistikken at blive udbygget med udskillelse af selvstændigt erhvervsdrivende fra erhvervssektoren, opdeling af puljeindskud på selvstændigt erhvervsdrivende og husholdninger, korrekt fordeling hos alle pengeinstitutter af hensættelser på sektorer, en mere præcis afgrænsning af offentlig sektor samt forbedret approksimation til kvartalsgennemsnit af saldi for hensættelser og udlån med nulstillet rente.

Pengeinstitutternes regnskabsresultater

v/Allan Damm Christensen, Pengepolitisk Kontor

Indledning

Pengeinstitutternes regnskabsresultat i 1995 var det bedste i 10 år. Resultatet bærer i høj grad præg af positive kursreguleringer på beholdningen af værdipapirer samt en fortsat reduktion af tabs- og hensættelsesniveauet i sektoren. Den danske pengeinstitutsektor har imidlertid i mange år præsteret et lavt afkast af den investerede kapital. De seneste års tilpasning af sektorens størrelse må ses som en naturlig reaktion herpå.

Med udgangspunkt i de seneste års regnskabsresultater behandles nedenfor udviklingen i en række centrale drifts- og balanceposter for pengeinstitutsektoren. Efterfølgende gennemgås udviklingen i det realiserede afkast i den danske pengeinstitutsektor over en længere årrække.

Driftsudvikling

Pengeinstitutsektoren under ét præsterede i 1995 et resultat før skat på godt 13 mia.kr. mod et nulresultat i 1994. De markante resultatudsving fra år til år har i stort omfang kunnet henføres til kursregulering af fondsbeholdningen, inklusive finansielle instrumenter, samt tab og hensættelser på udlån og garantier. Resultatfremgangen i 1995 er ingen undtagelse. Således blev kurstabet på beholdningen af værdipapirer i 1994 afløst af kursge-

Tabel 1 *Hovedposter i pengeinstitutternes regnskab*

	1992	1993	1994	1995
	Milliarder kroner			
Resultatopgørelse:				
Nettorente- og gebyrindtægter	34,5	37,1	38,1	35,8
Kursregulering af værdipapirer mv.	- 5,0	7,7	- 5,5	5,9
Resultat af finansielle poster	32,4	47,3	34,1	43,1
Udgifter til personale og administration ...	20,9	20,0	20,0	20,0
Tab og hensættelser på debitorer	15,8	15,1	7,4	5,5
Resultat før skat	-11,7	6,1	0,0	13,0
Balance:				
Udlån	480,0	478,3	433,8	440,8
Fondsbeholdning	209,0	212,6	232,4	271,2
Indlån	499,1	558,8	537,3	566,0
Balance	937,0	1041,8	945,7	1016,8
Kernekapital	55,4	57,4	62,2	70,4

vinster i 1995, jf. tabel 1, som en konsekvens af den faldende obligationsrente. Hertil kommer, at tab og hensættelser fortsat falder, om end i mere moderat tempo end i 1994, hvor der var tale om mere end en halvering i absolutte tal for sektoren. Tab og hensættelser udgør nu knap 1 pct. af udestående udlån og garantier. Man skal tilbage til 1986-87 for at finde lavere hensættelsesprocenter.

For såvel kursreguleringer som tab og hensættelser gælder dog, at sektortallene dækker over en ganske stor spredning blandt de enkelte pengeinstitutter. De to største pengeinstitutter (gruppe 1) anvender således i udstrakt grad finansielle instrumenter til afdækning af renterisici på bl.a. obligationer, hvilket alt andet lige reducerer udsvingene i fondsresultatet fra år til år. Endvidere har enkelte mellemstore institutter fremdeles hensættelsesprocenter på over 2, svarende til mere end det dobbelte af gennemsnittet i sektoren, trods konjunkturopgangen.

Nettorente- og gebyrindtægter blev totalt set reduceret med knap 6 pct. i 1995, svarende til ca. 2,3 mia.kr. En fjerdedel af denne reduktion kan henføres til et fald i gebyr- og provisionsindtægter, hvilket hovedsageligt skyldes et mere moderat omfang af konverteringer af realkreditlån i 1995. Den adfærdsregulerende virkning af de kontorelaterede gebyrer har samtidig været stærkere end forventet, hvorfor provenuet følgerigt har været mindre, end man på forhånd havde kalkuleret med i både 1994 og 1995.

Faldet i nettorenteindtægterne skyldes, at stigende renteudgifter kun delvist er modvirket af øgede renteindtægter. Væksten i renteudgifterne kan alene henføres til stigende renter til indlån. For renteindtægterne gælder, at det udelukkende er renter af tilgodehavender hos kreditinstitutter mv. samt renter af obligationer, der har bidraget til stigningen heri. Renter af udlån er således svagt reduceret, til trods for at det korte renteniveau set over hele 1995 har været en anelse højere end i 1994, og at der er tale om en udlånsstigning i sektoren, om end af meget moderat omfang.

Det stærke pres på rentemarginalen stiller krav om fortsatte reduktioner af driftsomkostningerne. Givet det aktuelle lave niveau for tab og hensættelser, er der formentlig ikke basis for nogen væsentlig forbedring af indtjeningen på denne front.

For udgifter til personale og administration har der for sektoren som helhed været tale om et stort set uændret niveau. De største institutter under ét har imidlertid præsteret en fortsat reduktion i omkostningsniveauet, mens de mindre, lokale pengeinstitutter, de såkaldte gruppe 3-institutter, over de seneste år har haft støt stigende omkostninger. Det har til dels haft sin forklaring i gruppens vækst i markedsandele på specielt udlånssiden. De vi-

Tabel 2 *Personale- og administrationsomkostninger
i forhold til nettorente- og gebyrindtægter*

	1991	1994	1995
	Øre pr. indtjent krone		
Sektor under ét	61,6	52,6	55,8
Gruppe 1	59,9	51,1	54,1
Gruppe 2	67,0	57,2	59,6
Gruppe 3	55,0	47,8	53,1

gende indtjeningsmarginer rejser imidlertid spørgsmålet, om man opnår en tilstrækkelig merindtægt for de ekstra ressourcer, der indsættes. Således er nettorente- og gebyrindtægter i 1995 for gruppe 3-institutterne kun steget med knap 2 pct., mens udgifterne til personale og administration er steget med hele 13 pct. Omkostningsbyrden, målt som udgifter til personale og administration relativt til nettorente- og gebyrindtægter, er dog fremdeles mest gunstig i gruppe 3, idet der dog i forhold til 1994 er sket forringelser over hele linjen, jf. tabel 2 (gruppe 2 omfatter 8 landsdækkende eller regionale pengeinstitutter).

Balanceudvikling og kapitalgrundlag

Det samlede udlån i sektoren er kun steget ganske moderat gennem 1995. Da der samtidig har kunnet noteres en pæn indlånsvækst, er sektorens indlånsoverskud øget med knap 22 mia.kr. og androg ved udgangen af 1995 125 mia.kr.

Solvensprocenten for institutterne under ét er reduceret fra 13,7 til 13,1. Så godt som alle institutter kan opfylde lovens solvenskrav på 8 pct. alene ved kernekapital. Som det fremgår af tabel 3, skyldes faldet i solvensprocenten primært forøgelsen af de risikovægtede aktiver og poster under stre-

Tabel 3 *Balance, kernekapital og efterstillede kapitalindskud.*

	1994	1995
	Milliarder kroner	
Kernekapital	62,2	70,4
Efterstillede kapitalindskud	28,5	25,5
Kapital, der medregnes ved solvensopgørelse	78,5	82,9
Balance	945,7	1016,8
Risikovægtede aktiver og poster under strege	573,4	632,0

gen på knap 60 mia.kr., svarende til en vækst på over 10 pct. og - absolut set - stort set lig hele balanceforøgelsen.

Ved siden af væksten i de risikovægtede aktiver og poster under strengen kommer indfrielse af efterstillet kapital i form af supplerende kapital og ansvarlig indskudskapital samt nedtrappingsordningen vedrørende samme, hvorefter den del, der kan medregnes ved solvensopgørelsen, falder i de sidste år før forfaldstidspunktet. Virkningen heraf er dog mere end afbødet af den betydelige konsolidering på godt 8 mia.kr. Omfanget af aktieemissioner har været ganske beskedent i 1995.

Afkast i pengeinstitutsektoren

Når man som investor skal afgøre, om en investering er rentabel eller ej, er én mulighed at sammenligne det forventede afkast med kapitalomkostningerne. I praksis er det vanskeligere, end det umiddelbart lyder. Det er både svært at fastlægge, hvad der er "rigtige" opgørelser af det forventede afkast, og hvilket afkastkrav man bør stille til en investering. Det gælder også, når man som her betragter historiske tal for, om investering i pengeinstitutdrift har været en fornuftig forretning, fx i forhold til en risikofri obligationsinvestering.

Vurderinger baseret på det enkelte års afkast vanskeliggøres især af to forhold. For det første udviser tab og hensættelser på udlån og garantier

Tabel 4 *Forrentning af kernekapital med forskellige antagelser om tab og hensættelser samt kursregulering af værdipapirer mv.¹⁾*

	Med årets tab og hensættelser samt kursregulering	Med gennemsnitlige tab og hensættelser	
		Med gennemsnitlig kursregulering ²⁾	Med kursregulering nul ²⁾
	Forrentning i pct. af kernekapital primo		
1991	- 0,1	11,8	0,4
1992	-17,2	10,3	-1,1
1993	11,0	18,6	7,2
1994	0,1	18,5	7,1
1995	20,9	17,8	6,3
1980-84	25,5	12,8	1,4
1985-89	15,7	13,4	2,0
1990-95	1,8	14,9	3,5
Gns. i perioden 1980-95 ...	13,5	13,8	2,4

1) Før skat.

2) Kolonne 2 og 3 er beregnet ved en gennemsnitlig tabs- og hensættelsesprocent på 1,57 og en kursregulering på 11,4 (det simple gennemsnit af kursreguleringer i perioden) henholdsvis 0 pct. af kernekapitalen.

store udsving, jf. ovenfor. For det andet har kursregulering af værdien af beholdningen af værdipapirer fluktueret som følge af ændringer i renteniveauet, også jf. ovenfor. I tabel 4 er den faktiske forrentning af kernekapitalen (kolonne 1) i perioden 1980-95 derfor suppleret med beregninger af forrentningen ved gennemsnitlige tab og hensættelser og forskellige antagelser om kursreguleringernes størrelse (kolonne 2 og 3).

Gennemsnittet af det faktisk opnåede afkast i perioden er godt 13 pct. Bortses der fra kursreguleringer på værdipapirer, dvs. at kursreguleringer antages at være nul, er det gennemsnitlige afkast 2,4 pct.

Det er således af stor betydning, at der i afkastdefinitionen tages stilling til, hvordan tab og hensættelser samt kursreguleringer behandles.

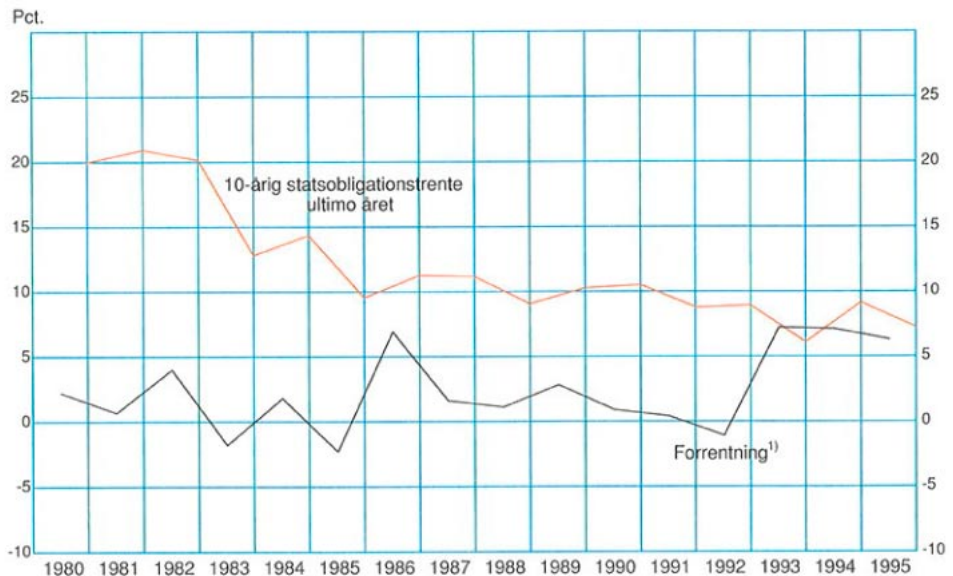
For tab og hensættelsers vedkommende er det mest nærliggende at bruge det historiske gennemsnit. Udsving i tab og hensættelser skyldes primært konjunkturudviklingen. Det høje niveau for tab og hensættelser i perioden 1988-93 (godt 2 pct. af udlån og garantier) genfindes i lavkonjunkturen i starten af 1980'erne. Tilsvarende har tab og hensættelser i perioder med højkonjunktur bevæget sig ned omkring 1 pct. af udlån og garantier. Der har således ikke været tegn på strukturelle skift i den betragtede periode, der ville tale for brug af forskellige tabs- og hensættelsesprocenter for forskellige delperioder.

For så vidt angår kursreguleringer er gennemsnittet for perioden 1980-95 exceptionelt højt. Renteniveauet blev halveret i denne periode, hvilket gav anledning til betydelige kursgevinster. Ved beregning af afkastet må udgangspunktet være et uændret renteniveau. To forhold taler imidlertid for, at kursreguleringer på nul er for lave. For det første er pengeinstitutternes avance på handel med værdipapirer for kunderne (forskel på sælger- og køberkurs) en del af de regnskabsmæssige kursreguleringer. For det andet vil der selv ved uændret renteniveau være såkaldte "løbetidsafhængige kursreguleringer". Løbetidsafhængige kursreguleringer er de kursreguleringer, der kan henføres til, at værdipapirer anskaffet til en kurs under pari stiger i kurs i takt med, at indfrielsestidspunktet nærmer sig (selvom den effektive rente ligger fast). Fra 1985-90 indgik løbetidsafhængige kursgevinster regnskabsmæssigt i nettorenteindtægter. De løbetidsafhængige kursreguleringer må også formodes at have været begrænset de seneste år, givet at effektive renter og kuponrenter for de fleste obligationer har ligget ganske tæt på hinanden.

Det fremgår desuden af tabel 1, at de gennemsnitlige kursreguleringer de seneste 4 år har været knap 1 mia.kr. om året svarende til godt 1 pct. af kernekapitalen. Da renteniveauet i gennemsnit var svagt faldende i denne

Figur 1

*Forrentning af kernekapitalen i
pengeinstitutsektoren totalt*



1) Af kernekapital ved gennemsnitlig tab og hensættelse samt kursregulering på nul.

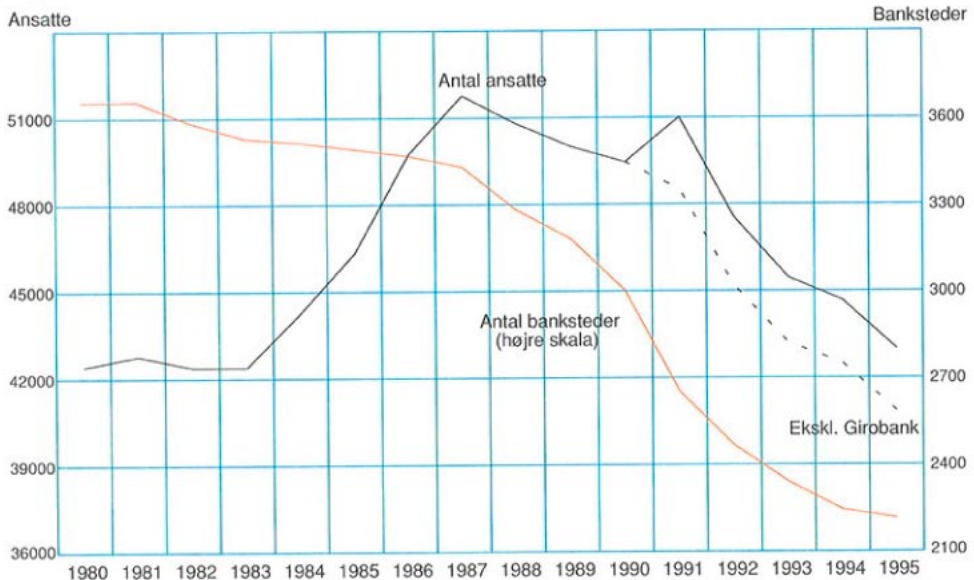
periode, må den relevante definition af afkastet i dag - og i størstedelen af perioden - således være tættest på afkastet ved gennemsnitlige tab og hensættelser eksklusive kursreguleringer på værdipapirer.

Det eksakte niveau for afkastkravet er ligeledes svært at fastsætte. Det afhænger af den såkaldte risikofrie rente, af den nødvendige risikopræmie, og af hvilken type investor, der er tale om. Som den risikofrie rente vælges typisk en kort statsobligationsrente. Risikopræmien kan i teorien fastsættes, men i praksis er det ikke nemt. Endelig afhænger den enkelte investors afkast af de skatteregler, som den pågældende er underlagt. Disse regler varierer mellem forskellige investorer.

Set over hele den betragtede periode har pengeinstitutsektoren præsteret et forholdsvis beskedent afkast. Dette kan illustreres uden brug af mere sofistikerede mål for afkastkrav. I figur 1 ovenfor sammenlignes forrentningen af kernekapitalen ved gennemsnitlige tab og hensættelser og kursreguleringer på nul således med den 10-årige rente på statspapirer.

Sektoren har i stort set hele den betragtede periode haft et lavt afkast. Kun i de seneste tre år har afkastet nærmet sig den 10-årige rente på statspapirer.

Figur 2 *Antal ansatte og antal banksteder ultimo året*



Anm.: Omregnet til fuldtidsansatte.

Pengeinstitutsektorens størrelse

Den ringe forrentning af kernekapitalen i pengeinstitutsektoren har gennem de seneste år tilskyndet til rationaliseringer og ledt til en betydelig reduktion i antallet af ansatte og filialer (se figur 2). Antallet af ansatte er siden 1987 reduceret med godt 20 pct. og antallet af filialer med godt 35 pct. (begge ekskl. GiroBank).

Såvel fusionerne som den teknologiske udvikling har i sig selv påvirket udviklingen i antal ansatte og antal filialer. Fusionerne har ledt til nedlæggelse af filialer som følge af overlappende filialnet. Tilsvarende har den teknologiske udvikling, fx i form af kontantautomater, muliggjort en reduktion i antal ansatte.

På den anden side har både fusioner og teknologisk udvikling i et vist omfang været drevet af det ringe afkast i pengeinstitutsektoren. Troen på rationaliseringsmuligheder må formodes at have været et vægtigt argument bag både fusionerne og indførelse af ny teknologi.

Målt i antal ansatte relativt til balancen er den danske pengeinstitutsektor nu nået ned på samme niveau som de øvrige nordiske lande. I runde tal svarer det til én ansat pr. 25 mill.kr. balance. Der skal naturligvis her tages forbehold for, at balancen kun er ét blandt mange mulige udtryk for aktivitetsniveauet i pengeinstitutsektoren.

Ved sammenligninger med andre lande skal det bl.a. haves for øje, at udenlandske pengeinstitutter mange gange dækker en langt højere andel af den nationale boligfinansiering end danske pengeinstitutter. Dette område er som hovedregel mindre ressourcekrævende end traditionelle bankforretninger.

I modsat retning trækker, at valutakursudviklingen de seneste år har bidraget til, at balancekroner pr. ansat i danske pengeinstitutter har nærmet sig niveauet i de øvrige nordiske lande. Kronens appreciering i forhold til de andre nordiske landes valutaer medfører, at pengeinstitutsektorens balance i de andre nordiske lande målt i danske kroner falder. Dette er selvfølgelig ikke udtryk for en mere produktiv dansk pengeinstitutsektor.

Sammenfatning

Det underliggende afkast i pengeinstitutsektoren er de seneste år forbedret, men fra et lavt niveau. Forbedringen kan bl.a. tilskrives en reduktion i sektorens størrelse i form af færre filialer og ansatte og en formindskelse af tab og hensættelser. Givet den stærke priskonkurrence i sektoren og det aktuelt lave niveau for tab og hensættelser er det imidlertid nødvendigt med fortsatte reduktioner af driftsomkostningerne, såfremt basisindtjeningen skal give en tilfredsstillende forrentning af kernekapitalen.

Nettingbestemmelserne i værdipapirhandelsloven

v/Peter Møller Nielsen, Pengepolitisk Kontor

Når aktørerne på de finansielle markeder handler med hinanden skabes der forpligtelser og rettigheder imellem parterne for et anseeligt milliardbeløb. På det internationale valutamarked omsættes således i gennemsnit dagligt for mere end 1.000 mia.\$, og på det danske værdipapirmarked er den gennemsnitlige daglige omsætning knap 70 mia.kr.

Rettigheder, der tilkommer ét institut i forhold til et andet, er udtryk for instituttets modpartsrisiko for det tilfælde, at det andet institut ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser. Bank for International Settlements (BIS) har for nylig vurderet, at afviklingsrisikoen i forbindelse med den internationale valutahandel hyppigt overstiger de enkelte institutters kapitalgrundlag¹⁾. I det omfang to eller eventuelt flere parter har mulighed for at udligne rettigheder og forpligtelser imod hinanden, vil deres modpartsrisici falde tilsvarende. Begrænsning af kreditrisikoen ved en sådan nettoopgørelse har en stor positiv betydning for stabiliteten i det finansielle system. Hvis bruttoforpligtelserne var udtryk for de reelle risici, ville en konkurs i et institut med større sandsynlighed give anledning til systemiske problemer, hvor et instituts konkurs trækker andre med sig.

Mellem deltagerne på både de nationale og internationale finansielle markeder indgås i stort antal aftaler om nettoopgørelser, også kaldet nettingaftaler. Nettingaftalerne vurderes i mange tilfælde at kunne decimere omfanget af de indbyrdes forpligtelser. Nettingaftaler får naturligvis kun retsvirkning i overensstemmelse med deres indhold, i det omfang de er juridisk holdbare også i tilfælde af, at en af parterne går konkurs eller lignende.

Hidtil har netting ikke været et juridisk begreb i egentlig forstand, men en form for aftale beslægtet med aftalt modregning. Spørgsmålet om holdbarheden af en nettingaftale har ikke været forelagt danske domstole.

I internationale fora har den juridiske holdbarhed af nettingaftaler været drøftet hyppigt. Drøftelserne er udmøntet i forskellige anbefalinger, særligt i form af de såkaldte "Lamfalussy-standarder"²⁾, der er blevet normsættende.

1) "Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions", BIS, Basel marts 1996.

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

de for systemer, hvor der anvendes netting ved afvikling. I den første af disse standarder anbefales, at nettingssystemer skal have et velfunderet juridisk grundlag i alle relevante retsområder.

I de fleste lande er der derfor indført specifikke lovregler om netting, der særligt relaterer sig til den finansielle sektor. Som led i børsreformen er der i den nye værdipapirhandelslov med virkning fra 1. januar 1996 også indført et lovgrundlag for netting i Danmark.

Nedenfor uddybes nettingproblemstillingen, lovgrundlaget gennemgås, ligesom anvendelsesområdet og virkningen heraf skitseres.

Nettingproblemstillingen

Når deltagerne i det finansielle system indgår en handel med værdipapirer eller valuta, opstår der modsatrettede fordringer. Fordringer kan ophøre ved modregning, ved at den ene parts fordring fratrækkes den andens. Kreditor efter den ene fordring skal således være debitor efter den anden, dvs. der skal være gensidighed. Det er yderligere en betingelse for modregning, at fordringerne er afviklingsmodne og udjævnelige, dvs. at forfaldstiden for den ene fordring og frigørelsestiden for den anden skal være indtrådt, og at den ene fordring skal kunne benyttes til rigtig opfyldelse af den anden.

Netting anvendes bilateralt imellem to parter leveringsforpligtelser og betalinger over for hinanden således, at kun den ene part får et samlet tilgodehavende på den anden, jf. eksemplet i tabel 1a. Nettoopgørelsen ses som udtryk for parternes mellemværende og modpartsrisiko.

Tabel 1a. *Bilateral netting ved at A og B's tilgodehavender og gæld opgøres netto*

	Bruttotilgodehavende	Bruttogæld	Nettoopgørelse
A	20	12	8
B	12	20	-8

En række af de største danske og internationale betalingssystemer benytter sig endvidere af at modregne transaktioner imellem mere end to parter ved multilateral netting. Herved opgøres alle betalinger imellem samtlige deltagere i aftalen til én betaling til eller fra hver enkelt deltager, jf. eksemplet i tabel 1b.

Tabel 1b. *Multilateral netting baseret på de bilaterale positioner mellem A og B samt en tredje deltager C*

	A	B	C	Nettoopgørelse
A		8	-5	3
B	-8		10	2
C	5	-10		-5

Ved nettingaftaler om henholdsvis bi- og multilateral netting kan parterne kontraktsmæssigt indbyrdes skabe et klart juridisk grundlag herfor. Spørgsmålet om den juridiske holdbarhed af sådanne aftaler, i tilfælde af at en af parterne går konkurs, beror imidlertid hovedsageligt på konkurslovgivningen, herunder reglerne om modregning i konkurs.

Ved multilateral netting har der i henhold til konkurslovens modregningsregler kunnet rejses tvivl om nettings juridiske holdbarhed i Danmark som følge af manglende gensidighed. Samme tvivl gør sig gældende med hensyn til fordringernes beskaffenhed ved modregning af fx værdipapirer og betaling samt fordringer i forskellige valutaer, hvilket særligt er relevant for netting "by close-out" jf. nedenfor.

I tilfælde af at der ikke kan ske modregning i konkurs, skal de skyldige beløb indbetales til boet, medens fordringerne må anmeldes heri som simple krav og indfries ved udbetaling af dividende, når boet til sin tid er gjort op. Går A i tabel 1b konkurs, inden nettoopgørelserne er afviklet, rejser der sig det konkursretlige spørgsmål, om konkursboet vil anerkende, at de midler, B skulle have betalt A, ikke overføres til konkursboet, men anvendes til dækning af A's betalinger til C. Formodningen har overvejende været, at boet som følge af manglende gensidighed ikke skulle anerkende en sådan aftalt modregning.

Ved bilateral netting er kravet til gensidighed selvsagt opfyldt. Problemerne, som følge af at fordringerne ikke er af samme art, har i et vist omfang kunnet løses ved, at en fordringshavers krav mod boet i andet end penge kunne konverteres til et erstatningskrav i forbindelse med en ophævelse af aftalen. Det samme gør sig gældende, selv om fordringerne er i forskellig mønt som følge af gældsbrevslovens bestemmelse om valget for debitor mellem betaling i den valuta, fordringen lyder på, og den på betalingsstedet gangbare mønt. Formodningen var således, at bilaterale nettingaftaler var juridisk holdbare.

Herudover har der ved bilateral netting eksisteret visse problemer afledt af konkurslovens bestemmelse om, at boet som hovedregel har ret til at indtræde i alle skyldnerens gensidigt bebyrdende aftaler af erhvervsmæssig karakter, således at konkursboet overtager både rettigheder og forpligtelser i deres helhed. Konkursloven indeholder tillige regler om, inden for hvilket tidsrum boet skal træffe en sådan beslutning om indtræden.

Konkursboet kan således "skumme fløden" af skyldnerens gensidigt bebyrdende aftaler ved kun at udnytte indtrædelsesretten, når det er økonomisk fordelagtigt. Der har i forbindelse hermed været rejst det spørgsmål, om boet havde mulighed for over for en enkelt modpart at indtræde i de kontrakter, der er fordelagtige for boet, og anmode modparten om at anmelde sine øvrige fordringer som simple krav i konkursboet, såkaldt "cherry picking". Formodningen har dog været, at boet ikke havde ret til cherry picking, men måtte vælge, om det ønskede at indtræde i det samlede aftalesæt. Boets indtrædelsesret har dog bevirket, at de meget anvendte såkaldte close-out klausuler, hvorefter der skal ske en opgørelse og modregning i tilfælde af konkurs, ikke har haft retsvirkning over for boet.

Med de nedenfor gennemgåede lovbestemmelser om netting har lovgiver ved fravigelse af konkurslovens overordnede principper taget højde for de gennemgåede problemstillinger ved skabelsen af et egentligt lovgrundlag for netting. Hensynet har været at fjerne tvivlen i den nævnte retstilstand for så vidt angår den bilaterale netting og beskytte en lille gruppe centrale multilaterale betalingssystemer, hvor en konkurs hos en af deltagerne ellers potentielt kunne få systemiske konsekvenser.

Nettingbestemmelserne

Nettingbestemmelserne i værdipapirhandelsloven består af to paragraffer, jf. boksen. Den første paragraf vedrører multilateral netting, mens den sidste paragraf vedrører bilateral netting.

Af værdipapirhandelslovens § 57 gældende for clearingcentraler og betalingssystemer fremgår, at en *multilateral nettingaftale* kan indeholde en bestemmelse om, at de fordringer, der er anmeldt til systemet, skal slutafregnes eller føres tilbage i deres helhed, såfremt en af parterne erklæres konkurs, eller der anmeldes betalingsstandsning eller åbnes tvangsakkord. Lovgiver foreskriver stort set ikke nærmere indholdsmæssige krav til disse nettingaftaler end, at de skal indeholde objektive betingelser for, i hvilke tilfælde fordringerne enten opfyldes i overensstemmelse med nettingaftalen eller tilbageføres i deres helhed. Som modstykke hertil skal aftalen for at have retsvirkning over for et eventuelt senere konkursbo mv. indsendes

Nettingbestemmelserne i værdipapirhandelsloven

§ 57. En aftale mellem to eller flere parter om, at samtlige anmeldte fordringer, der har tilknytning til en clearingcentral eller Danmarks Nationalbanks udøvelse af clearingvirksomhed, jf. § 50, stk. 3, eller forbindelse til et betalingssystem, der afvikles over konti i Danmarks Nationalbank, skal afregnes mod hinanden (nettes), kan med retsvirkning over for boet og kreditorerne tillige indeholde en bestemmelse om, at de pågældende fordringer skal slutafrægnes eller føres tilbage i deres helhed, såfremt en af parterne erklæres konkurs eller der anmeldes betalingsstandsning eller åbnes tvangsakkord. En sådan aftale skal dog for at have retsvirkning over for boet og kreditorerne inden konkursen, anmeldelsen af betalingsstandsning eller åbningen af tvangsakkord være indsendt til Finanstilsynet og indeholde objektive betingelser for, i hvilke tilfælde anmeldte, men endnu ikke opfyldte fordringer enten

- 1) opfyldes i overensstemmelse med nettingaftalen eller
- 2) tilbageføres i deres helhed.

Stk. 2. Finanstilsynet kan godkende, at aftaler om netting med udenlandske clearingcentraler eller tilsvarende udenlandske virksomheder får retsvirkning i henhold til stk. 1.

Stk. 3. Finanstilsynet udfærdiger en liste over, på hvilke clearing- og afviklingssystemer netting med retsvirkning i henhold til bestemmelserne i stk. 1 og 2 kan finde anvendelse. Listen offentliggøres ved bekendtgørelse.

§ 58. En aftale mellem to parter om, at samtlige deres indbyrdes fordringer, som er opstået i forbindelse med handel med valuta og handel med værdipapirer omfattet af denne lov, skal afregnes mod hinanden løbende eller ved en parts misligholdelse af sine aftalemæssige forpligtelser (nettes), kan med retsvirkning over for boet og kreditorerne tillige indeholde en bestemmelse om, at de pågældende fordringer skal slutafrægnes, såfremt en af parterne erklæres konkurs, eller der anmeldes betalingsstandsning, eller åbnes tvangsakkord, eller afgår ved døden.

til Finanstilsynet, der påser, at aftalen ikke indeholder diskretionære beføjelser for de involverede parter. I bemærkningerne til forslaget til loven anføres, at det forudsættes, at der for hvert system er tale om standardaftaler, som det enkelte system udarbejder, og som tiltrædes af parterne.

Det afhænger således jf. bemærkningerne af den konkrete nettingaftale, hvilke regler der skal gælde for netting i tilfælde af konkurs mv. Årsagen til denne fleksibilitet må dels tilskrives den hurtige udvikling på området, dels at de systemer, der omfattes af bestemmelsen, er meget forskellige.

Bestemmelsen finder anvendelse på en clearingcentrals eller Nationalbankens udøvelse af clearingvirksomhed eller for betalingssystemer, hvor afviklingen finder sted over konti i Nationalbanken. I lovbestemmelsen henvises specifikt til lovens afsnit om clearingvirksomhed, hvoraf fremgår, at denne ligeledes omfatter situationer, hvor en clearingcentral indtræder som part i transaktioner med værdipapirer eller sikrer transaktionernes gennemførelse på anden vis. Bestemmelsen omfatter således også den såkaldte multilaterale netting med central modpart, hvor fordringerne ikke består imellem systemets forskellige deltagere men mellem en central modpart og hver enkelt deltager for sig. Denne form for multilateral netting kan også betragtes som bilateral netting mellem den centrale modpart og den enkelte deltager.

Den multilaterale nettingbestemmelse omfatter således situationer lige fra netting i et betalingssystem til den nedenfor nævnte netting by close-out. Er betingelserne for at anvende nettingbestemmelsen til stede i førstnævnte tilfælde, medfører dette, at betalingerne kan gennemføres upåvirket af konkurs mv. I sidstnævnte tilfælde vil en konkurs mv. derimod udløse en clearing og afvikling, hvormed fordringernes aktuelle værdi skal opgøres i forbindelse med nettingen. I lovbemærkningerne anføres, at nettingaftalen forudsættes at indeholde principper for kursfastsættelsen.

Finanstilsynet kan med hensyn til danske institutters deltagelse i udenlandske centraler tillægge deres nettingaftaler tilsvarende retsvirkning.

Tilsynet skal ifølge lovbestemmelsen ved bekendtgørelse udfærdige en liste over de systemer, hvor nettingbestemmelsen finder anvendelse.

I værdipapirhandelslovens § 58 gives lovgrundlaget for fysiske og juridiske personers indgåelse af *bilaterale nettingaftaler* vedrørende fordringer opstået i forbindelse med handel med valuta og de af loven omfattede værdipapirer.

Bestemmelsen giver parterne mulighed for enten at aftale, at fordringerne løbende afregnes mod hinanden, såkaldt netting "by novation", eller at fordringerne slutafregnes ved netting, såfremt en af parterne erklæres kon-

kurs, afgår ved døden eller der anmeldes betalingsstandsning eller åbnes tvangsakkord, såkaldt netting by close-out.

Ved en aftale om netting by novation omdannes parternes modgående fordringer fra enkeltstående forpligtelser løbende til et samlet tilgodehavende. Ved netting by close-out slutaftregnes de modgående fordringer herudover i konkurssituationen mv. Ved netting by close-out afskæres boet således ikke alene fra ved cherry picking at indtræde i de gevinstgivende aftaler, men afskæres helt fra at indtræde i aftalen.

I lovens § 2 defineres dennes værdipapirbegreb i bred forstand til ikke alene at omfatte aktier og obligationer mv. men også finansielle instrumenter, der knytter sig til underliggende værdipapirer, råvarer mv. Efter Fondsrådets bestemmelse kan nye instrumenter og kontrakter uden lovændring inddrages under lovens bestemmelser, herunder bestemmelsen om bilateral netting.

Anvendelsesområdet for nettingbestemmelserne

Med nettingbestemmelserne er der indført et lovgrundlag for de multi- og bilaterale nettingaftaler, der anvendes henholdsvis i de større afviklings-systemer og på de finansielle markeder.

I dag anvendes multilateral netting ved clearingen i Værdipapircentralen, Garantifonden for Danske Optioner og Futures samt sumclearingen (clearingen af detailbetalinger) i Nationalbanken.

I Værdipapircentralen cleares og afvikles handelen med værdipapirer således, at der gennemføres en multilateral netting for hver type værdipapir og vedrørende betalingen for hver enkelt valuta. I Garantifonden, der er et multilateralt nettingssystem med en central modpart, cleares og afvikles handler med finansielle instrumenter. I sumclearingen afvikles mindre betalinger mellem pengeinstitutterne, der bl.a. hidrører fra checks og Dankort, Betalingsservice og lønoverførsler.

I de to førstnævnte systemer er der indgået nettingaftaler, og for sumclearingen - der har måttet afvente visse omlægninger - er en sådan nært forestående. Ved indgåelsen af sidstnævnte aftale vil der hermed være skabt et klart juridisk grundlag for afviklingen i alle systemerne, således at der i tilfælde af en deltagers konkurs mv. ikke opstår tvivl om, hvorvidt allerede indrappoterede transaktioner skal gennemføres. Den multilaterale nettingbestemmelse sikrer ligeledes, at danske institutter kan tilsluttes de nyligt oprettede eller planlagte internationale afviklingssystemer, der netop fokuserer på risikoreduktion gennem netting. For at disse systemer skal fungere efter hensigten, må ingen af de deltagende institutters retssystemer

være til hinder for den aftalte netting. Det er derfor sædvanligvis en betingelse for tilslutning til systemet, at deltagerne kan tilvejebringe en "legal opinion", hvoraf det fremgår, at netting kan finde sted i henhold til hjemlandets lovgivning, uanset om deltageren går konkurs mv. Bestemmelsen sikrer, at danske institutter kan tilvejebringe en sådan, forudsat at Finanstilsynet kan tillægge systemets nettingaftaler retsvirkning herefter.

Med den bilaterale nettingbestemmelse er retstilstanden afklaret med hensyn til de meget anvendte bilaterale nettingaftalers bindende virkning i tilfælde af en af parternes konkurs mv. Bestemmelsen har stor betydning for danske pengeinstitutters fortsatte deltagelse på de internationale valuta- og værdipapirmarkeder, hvor deltagerne i stigende grad fokuserer på modpartsrisikoen i forbindelse med fastsættelse af såkaldte "dealing lines", dvs. institutternes maksimale risici på hinanden i forbindelse med handelsaktivitet. Ifølge lovbemærkningerne forventes bestemmelsen navnlig at få betydning for ikke kontantbaserede handler som terminsforretninger, futures, optioner, herunder swaps, FRA's og andre valuta- og pengemarkedsinstrumenter. Det anføres i samme forbindelse, at nettingaftalen forudsættes at indeholde principper for kursfastsættelsen. Afklaringen medfører ligeledes, at de i EU-regi netop vedtagne regler om anerkendelse af nettingaftaler ved beregning af solvenskravene kan finde anvendelse i relation til danske kreditinstitutter.

Reale effektive valutakurser

v/Erik Haller Pedersen, Økonomisk Kontor

Konkurrenceevne er et begreb, som ofte indgår i økonomiske diskussioner uden at blive præcist defineret. Med dårlig konkurrenceevne menes normalt, at løn- og prisniveauet er for højt i forhold til centrale samfundsøkonomiske mål som fx høj beskæftigelsesgrad samt lav og stabil gæld for hele samfundet over for udlandet og for den offentlige sektor. I det følgende vil der blive fokuseret på den praktiske beregning af indeks, som kan indgå i belysning af konkurrencesituationen med vægt på de indikatorer, der løbende anvendes i Nationalbanken.

Der er traditionelt to tilgangsvinkler. Den ene betragter udviklingen i en indikator over tid i forhold til et valgt basisår. De relevante indikatorer i dette tilfælde er såkaldte reale effektive valutakurser. Disse er hovedemnet for denne artikel.

Den anden tilgangsvinkel er at vurdere det absolutte niveau for konkurrenceevnen på et givet tidspunkt. Det mest anvendte absolutte mål for konkurrenceevnen er nok saldoen på betalingsbalancens løbende poster ved et "normalt" beskæftigelsesniveau og evt. korrigeret for landets position i konjunkturcyklen relativt til udlandet. Absolutte konkurrenceevnemål vil kort blive diskuteret til slut i artiklen. For et forsøg på at konstruere et mere generelt konkurrenceevnemål, se Erhvervsredegørelsen 1995, kapitel 6.

Den følgende gennemgang af udviklingen i de reale effektive kurser over de seneste 15 år viser betydelige forskelle mellem de enkelte indikatorer, jf. figur 1, side 41. Mens én real effektiv kurs viser et fald på over 20 pct. over perioden, er andre nærmest uændrede. Det understreges endvidere, at der ikke er nogen snæver sammenhæng mellem udviklingen i de reale effektive kurser og saldoen på betalingsbalancens løbende poster.

Reale effektive valutakurser

Det er vigtigt indledningsvis at slå fast, at udviklingen i den nominelle effektive valutakurs isoleret set ikke kan tjene som konkurrenceevneindikator ud over på det helt korte sigt. Det relevante mål er en real effektiv valutakurs defineret som en relativ pris eller løn målt i samme valuta, jf. boksen.

Den reale effektive kronekurs med de relative priser som deflator er defineret som følger:

$$\text{REER} = \text{NEER} * P(\text{dk}) / P(\text{udl})$$

$$\text{hvor } P(\text{udl}) = \prod_{i=1}^n p_i^{w_i}$$

REER	Real effektiv valutakurs
NEER	Nominel effektiv valutakurs
P(dk)	Prisindeks for Danmark
P(udl)	Sammenvejjet prisindeks for Danmarks samhandelspartnere
w_i	Vægt tildelt land nr. i, $\sum_{i=1}^n w_i = 1$
p_i	Prisindeks for land nr. i

Den reale effektive valutakurs viser således den samtidige udvikling i priser og valutakurser over for (et udvalg af) vore samhandelspartnere. Der kan også beregnes bilaterale reale kurser ved at erstatte den effektive kurs med den bilaterale og P(udl) med prisindekset for det pågældende land, ligesom der kan beregnes reale kurser med andre deflatorer ved fx at erstatte prisindeksene med lønindeks.

En del af problemerne ved beregning af en real effektiv kronekurs, er de samme som ved beregning af den nominelle effektive kronekurs - fx hvilke lande, der skal med i beregningen, metode til fastlæggelse af vægte, valg af basisperiode mv. Disse ting er behandlet i en artikel af Christian Ølgaard i Kvartalsoversigten, februar 1992 og skal ikke diskuteres yderligere her.

Der kan defineres mange forskellige reale effektive kurser svarende til forskelligt valg af pris- eller lønserier. I det følgende vil fordele og ulemper ved nogle hyppigt anvendte reale kurser blive diskuteret.

Det er dog vigtigt at gøre sig klart, at de reale effektive kurser alle fokuserer på den relative løn- og prisudvikling i fælles valuta, mens andre po-

Reale effektive valutakurser		
Prisdeflatorer Eksportpriser Engrospriser Forbrugerpriser ¹⁾	Omkostningsdeflatorer Arbejdskraftomkostninger: timefortjeneste. ¹⁾ totale timelønsomk. ¹⁾ enhedslønomk. ¹⁾ normaliserede enhedslønomk. Totale omkostninger: BNP-deflatorer ¹⁾ prisdeflatoren i fremstillingserhverv	Profitabilitet lønkvote

1) Reale effektive kurser med disse deflatorer beregnes af Nationalbanken.

tentielt vigtige aspekter i konkurrencesituationen ikke inddrages. Der kan nævnes ting som et lands innovative kapacitet, kvalitet, punktlighed i leveringen, design, omstillingsevne ved skift i efterspørgslen, skatteforhold, offentlige reguleringer og meget mere. Når der hovedsagelig fokuseres på lønninger og priser, er det bl.a. fordi denne type oplysninger er lettere at tilvejebringe på nogenlunde ensartet form for en række lande, ligesom det er disse størrelser, der oftest har været genstand for direkte eller indirekte styring i den økonomiske politik.

Reale effektive kurser kan opdeles i tre hovedgrupper, jf. ovenstående oversigt. Det, der adskiller de enkelte reale kurser, er valg af deflatorer. Oversigten er ikke udtømmende.

Prisdeflatorer

Indikatorer baseret på den relative udvikling i priserne på færdigvarer omregnet til fælles valuta kan for så vidt beregnes for alle typer af prisindeks. I det følgende betragtes nogle af de mest benyttede.

Eksportpriser

En tilsyneladende oplagt kandidat som deflator er den relative eksportpris. Den reale effektive kurs beregnet med relative eksportpriser som deflator har imidlertid ingen informationsværdi, såfremt der er fuldkommen

konkurrence på eksportmarkederne samt homogene produkter på tværs af lande. I dette tilfælde vil den relative eksportpris altid være lig 1 (bortset fra statistisk støj). I praksis er der ofte både import og eksport i samme varegruppe ind og ud af et land, hvilket indikerer, at mange handlede varer kan skelnes på oprindelsesland. Alligevel sætter konkurrencen som oftest snævre grænser for prisbevægelser, hvilket begrænser informationsværdien af indikatoren.

I mangel af et egentligt eksportprismateriale anvendes i praksis enhedsværdierne i eksporten. Enhedsværdiindekset udtrykker forholdet mellem værdien af eksporten pr. enhed i den aktuelle periode og værdien pr. enhed i en basisperiode, hvilket giver problemer ved forskydninger i varesammensætningen på detaljeret niveau. Enhedsværdiindekset er ikke et prisindeks i traditionel forstand.

OECD og IMF offentliggør løbende reale effektive kurser med relative eksportpriser som deflator. (Se OECD's Economic Outlook og IMF's International Financial Statistics).

Engrospriser

Engrospriserne for industrivarer giver i højere grad end eksportpriserne et udtryk for den samlede indenlandske prisudvikling. I praksis er der dog store forskelle i varesammensætningen på tværs af lande, hvilket reducerer engrosprisernes anvendelighed som indikator. IMF offentliggør løbende reale effektive kurser med relative engrospriser som deflator.

Forbrugerpriser

En meget anvendt deflator er den relative forbrugerpris. Fordelen ved denne deflator er først og fremmest, at forbrugerpriserne offentliggøres forholdsvis hurtigt i alle lande, samt at de forskellige landes forbrugerprisindeks må anses for mere sammenlignelige end andre prisindeks. Denne sammenlignelighed vil blive endnu større når der for EU-landene fra 1997 offentliggøres harmoniserede forbrugerprisindeks. Nationalbanken beregner og offentliggør månedligt en real effektiv kurs baseret på forbrugerpriser og det samme gør OECD og IMF.

Der er dog også betydelige principielle problemer med reale kurser baseret på forbrugerpriser. For det første er varesammensætningen i forbrugerprisindekset en dårlig tilnærmelse til handlede varer, da der indgår ikke-handlede varer med betydelig vægt fx boligbenyttelse. Samtidigt udelades andre goder som fx investeringsgoder. For det andet er indekset påvirket af ændringer i de indirekte skatter og subsidier. Dette kunne klares ved at be-

nytte nettoprisindekset i stedet, men et sådant offentliggøres kun for et fåtal af lande.

Alt i alt er en real kurs baseret på forbrugerpriser teoretisk problematisk, men den kan i et vist omfang anvendes som en forløber for bedre indikatorer som de omkostningsbaserede, der behandles i det følgende.

Omkostningsbaserede indikatorer

De hyppigst anvendte omkostningsbaserede reale effektive kurser tager udgangspunkt i udviklingen i de relative arbejdskraftomkostninger. Hvis danske lønninger stiger hurtigere end lønningerne hos vore konkurrenter tolkes dette typisk som tab af konkurrenceevne ved en uændret effektiv kronekurs. Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at arbejdskraftomkostningerne kun er ét omkostningselement, og derfor kan indikatoren give et ufuldstændigt billede af udviklingen i konkurrenceevnen. Ideelt set burde aflønningen af andre produktionsfaktorer som fx kapital også indgå. Dog er de kræfter, der søger at udligne i hvert fald kapitalomkostningerne på tværs af landegrænserne stærkere end for arbejdskraft på grund af den højere internationale kapitalmobilitet.

Timefortjeneste

Nationalbanken beregner to reale effektive kurser med lønninger som deflatorer. I det ene tages der udgangspunkt i de relative timefortjenester for arbejdere i fremstilligserhverv. Dette indeks, der er på kvartalsfrekvens, offentliggøres løbende i Kvartalsoversigten. Herudover beregnes en real effektiv kurs baseret på totale timelønsomkostninger dvs. inklusive indirekte lønomkostninger som sociale bidrag mv. Dette indeks beregnes normalt kun på årsfrekvens.

Lønomkostninger pr. produceret enhed

En væsentlig principiel mangel ved relative timelønninger som deflator er, at der ikke tages hensyn til en eventuel forskelligartet udvikling i arbejdskraftens produktivitet. Hvis produktiviteten i et land stiger hurtigere end hos konkurrenterne, kan lønnen også stige hurtigere, uden at profitten presses.

Den traditionelle metode til afhjælpning af dette problem er at anvende de relative enhedslønomkostninger som deflator. Enhedslønomkostningerne angiver arbejdskraftomkostningerne pr. produceret enhed og beregnes ud fra nationalregnskabstal som aflønning af arbejdskraft i fremstillingssektoren (et relativt bredt mål, der inkluderer indirekte arbejdsgiverom-

kostninger) divideret med værditilvæksten i faste priser ligeledes i fremstillingsektoren. Størrelsen kan naturligvis også beregnes for økonomien under ét.

Nationalbanken beregner en real effektiv kurs baseret på relative enhedslønomkostninger, og det samme gør OECD og IMF.

Der er imidlertid også flere problemer med denne konkurrenceevneindikator. En eventuel gevinst i arbejdskraftproduktiviteten kan være fremkommet ved øget kapitalintensitet og dermed stigning i kapitalenhedsomkostningerne, hvilket ikke fanges af en indikator baseret alene på relative enhedslønomkostninger.

Det er ydermere et principielt problem ved brugen af enhedslønomkostninger til beregning af reale kurser, at produktiviteten i sig selv er endogen. I et land med en dårlig konkurrenceevne på grund af store nominelle lønstigninger vil de mindst effektive virksomheder lukke først, hvilket isoleret set får den gennemsnitlige produktivitet til at stige. Denne produktivitetsgevinst vil modvirke eller evt. helt neutralisere stigningen i den nominelle løn. Man kan derfor komme i den situation, at den reale kurs baseret på enhedslønomkostningerne indikerer, at der intet konkurrenceevneproblem er, selv om dette i høj grad er tilfældet. Danmark i 1970'erne er et eksempel på en sådan situation.

Et tredje problem med enhedslønomkostningerne som deflator er, at arbejdskraftproduktiviteten er følsom over for, hvor i konjunkturcyklen økonomien befinder sig. Arbejdskraftproduktiviteten stiger typisk i opgangstider og falder i nedgangstider.

For at komme uden om dette sidste problem beregner IMF en indikator baseret på såkaldte normaliserede enhedslønomkostninger, hvor man søger at fjerne det cykliske element i produktiviteten. Denne fremgangsmåde er dog langt fra uproblematisk, da det ikke ex ante er muligt at afgøre, hvad der er den trendmæssige udvikling, og hvad der er cyklisk.

Selv om en real effektiv kurs beregnet med de relative enhedslønomkostninger som deflator ofte anvendes som den teoretisk set mest tilfredsstillende relative konkurrenceevneindikator, bør målet ikke stå alene. Produktivitetsberegninger på makroniveau er usikre og desuden genstand for betydelige revisioner. Ukorrigerede lønindeks er således også nyttige.

Deflator for værditilvækst

For at komme tættere på de totale produktionsomkostninger anvendes til tider værditilvækstdeflaterer som udtryk for de relative omkostninger.

Med udgangspunkt i nationalregnskabet kan der beregnes en real effek-

tiv kurs med prisdeflatoren i fremstillingserhverv som deflator. Prisdeflatoren beregnes som værditilvæksten i fremstillingserhverv i løbende priser divideret med værditilvæksten i faste priser. Produktionen i fremstillingserhvervene tages som proxy for handlede varer. Dette er naturligvis en grov men operationel approximation, da også mange serviceydelser i dag handles over grænserne. Værditilvæksten kan opfattes som et mere omfattende omkostningsmål end lønomkostningerne, da aflønningen af andre produktionsfaktorer end arbejdskraft indkluderes.

Fald i prisen på produkter fra fremstillingserhverv i Danmark relativt til udlandet formodes at give anledning til skift i efterspørgslen over mod danske varer. Igen bygger analysen på, at goder fra fremstillingserhverv kan skelnes på tværs af lande - dvs. ikke-homogene goder. Dette er en rimelig antagelse for fremstillingsvarer, mens det er mere problematisk om det holder for primære produkter som råvarer eller landbrugsprodukter.

For at kunne beregne prisdeflatoren i fremstillingserhverv kræves oplysninger fra nationalregnskabet på sektorniveau. Dette offentliggøres først med stor forsinkelse - de seneste tal dækker 1993, for visse lande endda kun frem til 1991. IMF søger at føre serierne længere frem ved at ekstrapolere ved hjælp af engrospriser. Dette er næppe ideelt, og alt i alt begrænser den sene offentliggørelse af tallene indikatorens anvendelighed.

BNP-deflatorer

Det bredest mulige mål, der kan anvendes som deflator, er de relative BNP-deflatorer. Intuitionen bag at benytte et så bredt udtryk for produktionsomkostningerne er, at det giver en ide om den relative fordelagtighed på tværs af lande mellem at producere internationalt handlede varer og ikke-handlede varer dvs. mellem at producere til eksport eller til hjemmemarkedet. Hvis priserne på eksportmarkederne er tæt sammenknyttede via konkurrence vil fx en apreciering af en real valutakurs baseret på BNP-deflatoren indikere, at bytteforholdet mellem produktion til eksport og hjemmemarked er forskudt til fordel for sidstnævnte, hvilket bevirker forskydning i produktionen over mod hjemmemarkedet og dermed en svækkelse af de erhverv, der er udsat for ekstern konkurrence.

I og for sig kan en real valutakurs baseret på forbrugerpriser fortolkes på samme måde, men problemet såfremt denne synsvinkel anlægges er, at forbrugerprisindekset ikke er bredt nok.

BNP-deflatoren baserer sig også på nationalregnskabet, og problemerne med sen offentliggørelse og betydelige revisioner er de samme som tidligere nævnt.

Profitabilitetsindikatorer

Ideen bag omkostningsdeflatorer er, at da priserne på internationalt handlede varer fra forskellige lande må antages at være tæt forbundne som følge af konkurrencen, vil udviklingen i fx de relative enhedslønomkostninger i fremstillingserhverv give et indtryk af udviklingen i profitabiliteten ved at producere i et land frem for et andet. Det er derfor oplagt at konstruere et konkurrenceevnemål, der direkte tager udgangspunkt i profitabiliteten. Dette kan ske ved at betragte den relative udvikling i lønkvoten, dvs. lønningernes andel af de samlede indkomster, idet profitkvoten blot er en minus lønkvoten. Den nominelle effektive kurs indgår ikke direkte i denne indikator, som blot angiver udviklingen i den danske lønkvote relativt til et sammenvejet udtryk for den udenlandske. Det bemærkes, at de relative lønandele fremkommer ved at sætte de relative enhedslønomkostninger i fremstillingserhverv i forhold til den relative prisdeflator i fremstillingserhverv. Dette følger af, at enhedslønomkostninger er defineret som lønsum divideret med produktion og deflatoren som produktionsværdi divideret med produktion, hvorfor forholdet mellem de to giver lønkvoten dvs. lønsummen i forhold til produktionsværdi. Der er således ikke tale om et direkte udtryk for profitabiliteten, men medmindre der er tale om landespecifikke ændringer i kapitalomkostningerne, vil indikatoren give et indtryk af udviklingen i den egentlige profitabilitet. Bl.a. Europakommissionen har beregnet indikatoren på dette grundlag. (Se European Economy No. 54, 1993).

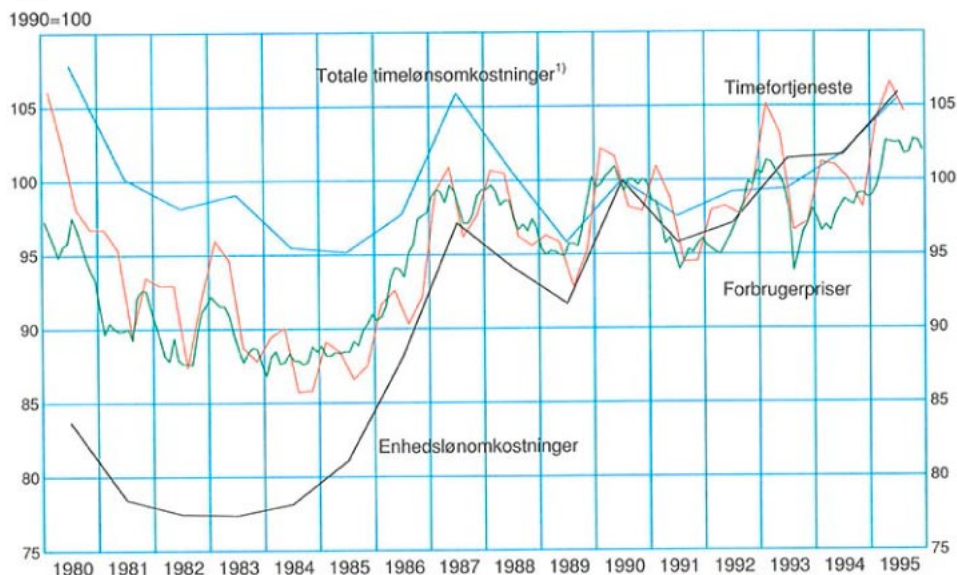
Udviklingen i de reale effektive valutakurser

Konklusionen på ovenstående diskussion må være, at de forskellige udtryk for reale effektive kurser alle har fordele og ulemper, så en universel konkurrenceevneindikator ikke kan beregnes i praksis. Dog er der større svagheder forbundet med visse af målene end med andre. Dette er baggrunden for, at bl.a. Nationalbanken beregner en hel vifte af reale effektive kurser, hvorefter det undersøges, om alle eller hovedparten af disse peger i en bestemt retning.

I figur 1 er vist udviklingen i fire reale effektive valutakurser, som løbende følges af Nationalbanken. Der tegner sig ikke noget entydigt billede, idet udviklingen afhænger af hvilken indikator, der er tale om.

Det ene yderpunkt fremkommer, når de relative enhedslønomkostninger anvendes som deflator. Ifølge denne indikator er konkurrenceevnen svækket over 20 pct. siden begyndelsen af 1980'erne. Dette er bl.a. et udtryk

Figur 1

Reale effektive valutakurser

1) Inklusive indirekte arbejdsgiveromkostninger.

for, at væksten i produktiviteten herhjemme i store dele af perioden har ligget lavere end hos vore konkurrenter. Som tidligere omtalt kan dette indeks dog være misvisende, hvorfor man ikke bør basere sig entydigt herpå. De andre reale effektive kurser udviser en betydelig mindre stigning. Det er specielt bemærkelsesværdigt, at indekset med de totale lønomkostninger pr. time som deflator tyder på en stort set uændret konkurrencesituation over perioden.

Situationen bliver endnu mere kompliceret når profitabilitetsindikatorer inddrages. Betragtes hele den private sektor under ét, har Danmark en relativt lav lønkvote internationalt set og dermed en høj restindkomstkvote, hvilket kan ses i sammenhæng med, at der er relativt mange små virksomheder. Lønkvoten har endvidere været faldende de seneste 15 år, hvilket er et internationalt fænomen, men faldet har været særligt markant i Danmark. Profitabilitetsindikatoren peger således i modsætning til ovenstående indikatorer mod en forbedring af Danmarks konkurrenceevne over perioden.

Ovenstående empiriske gennemgang understøtter den tidligere konklusion om, at de reale effektive kurser ikke giver noget entydigt billede af konkurrencesituationen og bl.a. derfor bør anvendes med varsomhed. De fleste reale kurser - med den reale effektive kurs baseret på enhedslønsmkostnin-

Tabel 1 *Dekomponering af den reale effektive kronekurs
baseret på timelønninger*

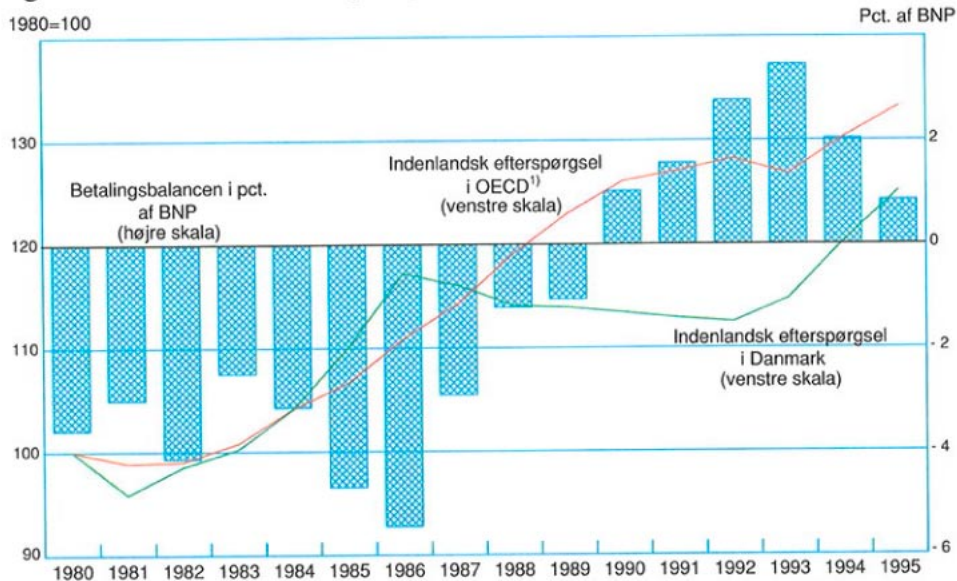
	1. kvartal 1980 - 3. kvartal 1995
	Indekspoint
JPY	- 6,14
DEM	- 2,15
FIM	- 0,62
GBP	- 0,44
SEK	3,56
USD	2,29
NLG	0,99
ITL	0,85
BEF	0,79
FRF	0,62
Øvrige valutaer	- 1,18
Ændring i real effektiv kurs	- 1,43

gerne som en markant undtagelse - peger dog mod, at Danmarks konkurrenceevne ved udgangen af 1995 stort set var på niveau med niveauet i begyndelsen af 1980'erne.

En real effektiv kurs er, som tidligere nævnt, et gennemsnit af bilaterale reale kurser. Selv om gennemsnittet er uændret over en periode, kan der godt være sket betydelige forskydninger i konkurrencesituationen over for de enkelte lande, som så blot opvejer hinanden. For at afdække disse forskydninger kan den reale kurs på linje med den nominelle dekomponeres i en række forklaringsbidrag, idet den opfattes som et (geometrisk) gennemsnit af bilaterale reale valutakurser. I tabel 1 er vist en dekomponering af den reale effektive kurs baseret på timefortjenester i industrien. Et positivt tal betyder, at den danske konkurrenceevne er svækket over for det pågældende land og omvendt ved et negativt tal.

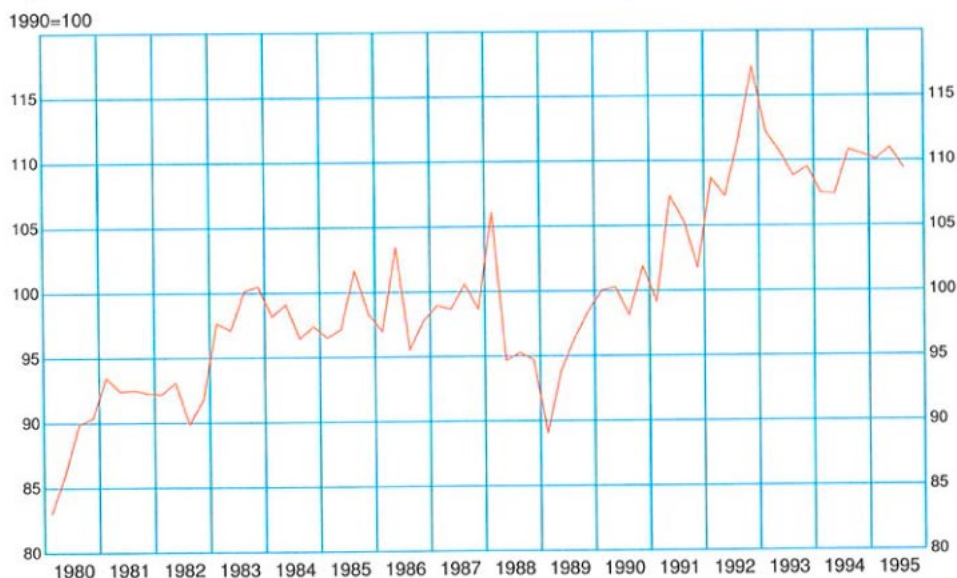
Der er alt i alt tale om en marginal forbedring over perioden 1980 til 1995. Den effektive kronekurs er godt nok steget ca. 3 pct., men de danske lønstigninger har til gengæld ligget under de sammenvejede udenlandske lønstigninger, således at den reale effektive kronekurs er faldet knap 1½ pct. eller 1,43 indekspoint som vist i tabel 1. Dekomponeringen afslører, at den lille nettoforbedring dækker over nogle ganske store bruttoudsving. Mens konkurrenceevnen er styrket over for bl.a. Japan og Tyskland, er der sket en betydelig svækkelse over for specielt Sverige og USA. I disse to tilfælde har de danske lønstigninger ikke ligget tilstrækkeligt under de på-

Figur 2 *Indenlandsk efterspørgsel og betalingsbalancen*



1) Vægtet med kronekursindeksets vægte. Kun lande med en vægt over 3 pct. er medtaget.

Figur 3 *Relativ eksportudvikling*



Anm.: Udviklingen i dansk eksport i forhold til vesteuropæisk eksport i værdi og fælles valuta.

gældende landes til at opveje deprecieringer af de respektive nominelle valutakurser over for den danske krone.

De konkrete resultater af en dekomponering som ovenstående er naturligvis følsomme over for, hvilken periode der vælges at dekomponere over, samt hvilken real valutakurs, der tages udgangspunkt i.

Absolutte konkurrenceevnemål

Det mest udbredte absolutte mål til vurdering af konkurrencesituationen er, som nævnt i indledningen, saldoen på betalingsbalancens løbende poster korregeret på forskellig vis. Der skal ikke her gøres forsøg på beregning af et absolut mål men blot konstateres, at den markante forbedring af betalingsbalancens løbende poster i procent af BNP, der er sket siden midten af 1980'erne trods svækkelse af konkurrenceevnen som målt ved de reale effektive kronekurser over samme periode, hovedsagelig må tilskrives en langsommere udvikling i den danske indenlandske efterspørgsel end i udlandet, jf. figur 2. Dette har resulteret i en stigning i eksportens andel af BNP fra 1986 til 1995, mens importens andel har været stort set uændret. Den tyske genforening har i denne forbindelse været af særlig betydning for Danmark.

Tabel 2 *Totale lønomkostninger pr. time i fremstillingserhverv i 1995*

	Kroner pr. time
Tyskland	180
Schweiz	164
Belgien	149
Østrig	144
Norge	139
Danmark	139
Japan	135
Holland	135
Sverige	121
Frankrig	109
USA	98
Italien	94
UK	82
Spanien	72
Grækenland	48

Kilde: Den Svenske Arbejdsgiverforening.

Anm.: Anvendes valutakurser fra maj 1996, vil især Sverige og Italien have højere lønomkostninger regnet i danske kroner.

Selv efter korrektion for forskelle i udviklingen i indenlandsk efterspørgsel har dansk eksport dog klaret sig godt siden midten af 1980'erne, hvilket bl.a. afspejler sig i, at den danske eksport er steget mere end eksporten i EU under ét, jf. figur 3, der viser den relative eksport i værdi og fælles valuta. Dette er sket på trods af, at de fleste reale effektive kurser peger på en mindre svækkelse af konkurrenceevnen, hvilket illustrerer, at der ikke er nogen snæver forbindelse mellem disse, eksporten og betalingsbalancens løbende poster.

Vurderingen af konkurrenceevnen kan også ske ved at sammenholde lønniveauet i Danmark med vore konkurrenters. Tabel 2 viser de totale lønomkostninger i danske kroner pr. time i fremstilligserhverv i en række lande. Indirekte lønomkostninger som arbejdsgiverfinansierede sociale bidrag mv. er således inkluderet. Ved omregning mellem valutaer er anvendt faktiske valutakurser.

Som det ses, er der en ganske betydelig spredning i timelønningerne på tværs af lande. Tyskland og til dels også Schweiz skiller sig ud med timelønninger, der ligger markant over andre landes. Danmark ligger dog også ganske højt.

På den anden side er det også klart, at der er ganske store produktivitsforskelle landene imellem. En høj timeløn er således ikke nødvendigvis udtryk for en dårlig konkurrenceevne, såfremt det resulterende produkt kan bære en høj pris eller produktiviteten er tilsvarende høj. Det er forbundet med store problemer at måle niveauet for produktiviteten, og der skal ikke her gøres forsøg på noget sådant.

Hvis der konkluderende skal gives en beskrivelse af Danmarks øjeblikkelige konkurrencesituation, må det være, at denne alt i alt ser fornuftig ud. Beskæftigelsen er ganske høj i forhold til de lande vi normalt sammenligner os med, og der er fortsat et overskud på betalingsbalancen. De reale effektive kurser peger dog samtidigt på en vis svækkelse af konkurrenceevnen i 1995 som følge af stigningen i den effektive kronekurs i begyndelsen af året og danske lønstigninger på niveau med eller i overkanten af stigningen hos vore handelspartnere. Selv om den effektive kronekurs er faldet lidt i løbet af foråret 1996 understreger udviklingen, at der ikke er plads til lønstigninger ud over omverdenens, hvis de forudgående års relativt gunstige økonomiske udvikling skal fastholdes.

Indikatorer for markedsdeltagernes forventninger til rente- og inflationsudviklingen i Danmark

v/Jacob Topp, Pengepolitisk Kontor

Indledning

Forventningerne til den fremtidige udvikling i rente og inflation er af afgørende betydning for de økonomiske dispositioner, der foretages i dag. Indikatorer for forventningerne til udviklingen i rente og inflation har derfor generel interesse.

Der findes flere metoder til at erhverve information om rente- og inflationsudviklingen. Eksempelvis anvendes den såkaldte restfaktor fra forbrugerprisindekset ofte som indikator for den underliggende inflation. Restfaktoren er dog tilbageskuende, og derfor ikke udtryk for inflationsforventningerne. I modsætning hertil står andre mere fremadskuende metoder, som fx spørgeskemaundersøgelser, der kan give skøn for forventningerne. I denne artikel beskrives en metode, der direkte bruger prisdannelsen på de finansielle markeder som grundlag. Metoden tager udgangspunkt i beregning af såkaldte forwardrenter ud fra rentestrukturen¹⁾. Forwardrenter er renter for udlån i fremtidige perioder aftalt i dag. Metoden muliggør skøn over markedsdeltagernes forventninger på kort, mellemfristet og langt sigt.

Det er ikke problemfrit at anvende forwardrenter som udtryk for markedsdeltagernes forventninger. Teoretisk er der en række veldokumenterede indvendinger mod metoden, der fx ikke tager højde for det forhold, at markedsdeltagerne normalt vil kræve en risikopræmie for længere investeringer. Forwardrenter har dog en afgørende styrke i forhold til fx spørgeskemaundersøgelser, da forwardrenter direkte afspejler priser, der handles til, og derfor har basis i faktiske transaktioner. Indvendingerne mod metoden giver dog et argument for, at indikatorerne kun beskriver forventningerne i grove træk, og bør vejes mod anden tilgængelig information.

Anvendelsen af forwardrenter som indikatorer er af nyere dato, men ret bredt funderet. Forwardrenter anvendes som pengepolitiske indikatorer i diverse publikationer om pengepolitikken fra bl.a. den svenske og den engelske centralbank. I disse lande er brugen af inflations- og renteskøn som

¹⁾ Blandt andre kilder, der gennemgår forwardrenter som indikatorer, kan nævnes Mark Deacon og Andrew Derry "Estimating market interest rate and inflation expectations from the prices of UK government bonds", Bank of England Quarterly Bulletin, august 1994, samt Lars E. O. Svensson "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-94" Working paper, Institute for International Economic Studies Stockholm University, juni 1994.

pengepolitiske indikatorer specielt oplagt, da landene ikke har en valutakursmålsætning, men i stedet mål for inflationstakten. I Danmark er pengepolitikken fastlagt ud fra en valutakursmålsætning, og sådanne skøn har ikke direkte pengepolitisk betydning. Indikatorerne kan derimod indgå i en bedømmelse af den generelle økonomiske situation.

Da rentedannelsen i Danmark er stærkt påvirket af rentedannelsen i andre lande, vil udviklingen i stort omfang være afledt af den internationale udvikling¹⁾. For Danmarks vedkommende er afhængigheden specielt stor over for kernelandene i EMS'en, bl.a. fordi valutakursmålsætningen er formuleret i forhold til disse landes valutaer. I denne artikel betragtes dog kun indikatorer for Danmark, og det bør bemærkes, at en række af de bevægelser i rente- og inflationsforventninger, der identificeres i det følgende, indeholder et betydeligt internationalt element. Metoden kan uden videre omformuleres til skøn over forskelle mellem rente- og inflationsforventninger i forskellige lande, men det er ikke forsøgt her.

En indikator for den forventede fremtidige renteudvikling

Rentestrukturen indeholder betydelig information om den forventede renteudvikling. Når der er forventninger til, at renten vil stige, vil dette normalt udmønte sig i en tendens til, at rentestrukturen er stigende, dvs. at de lange renter er højere end de korte. Hertil kommer dog risikopræmier, der delvist slører denne sammenhæng, jf. boksen side 49. Risikopræmier kan give en tendens til, at rentestrukturen bliver stigende, da risikopræmien normalt vil vokse med løbetiden.

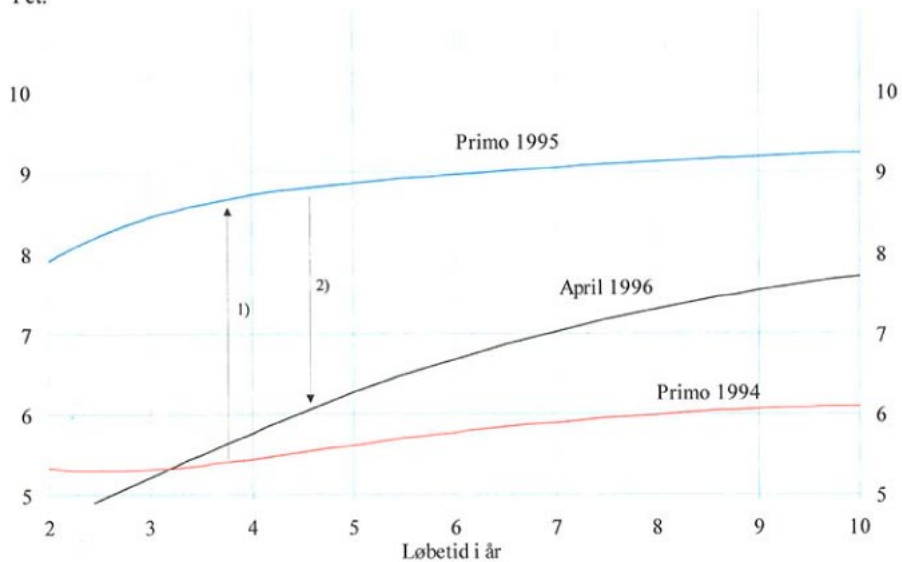
Figur 1 viser nulkuponrentestrukturen for statsobligationer med løbetider over 2 år²⁾. I boksen forklares begrebet nulkuponrente nærmere.

Der er sket betydelige forskydninger i rentestrukturen siden 1994. Der var i løbet af 1994 en voldsom stigning i renteniveauet med en nogenlunde parallel stigning i korte og lange renter. Siden er renteniveauet faldet noget, samtidig med at rentestrukturen er blevet mere stejl. Dette indikerer, at der i 1994 var en nogenlunde parallel forskydning opad af de forventede *fremtidige* renter, mens det i 1995 primært er de forventede renter inden for den nærmere fremtid, der er faldet.

1) Jf. også artiklen "Nationale og internationale elementer i renteudviklingen i 1993-95" af Niels Lynggård Hansen i Nationalbankens Kvartalsoversigt fra november 1995.

2) Estimationen er foretaget ved hjælp af programmet RIO med anvendelse af såkaldte cubic splines. En introduktion til rentestrukturestimation og en række problemer forbundet hermed er fx Michael Christensen "Obligationsinvestering", 3. udgave 1995, Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Figur 1 *Estimerede nulkuponrentestrukturer. Udvalgte tidspunkter*
Pct.



En direkte anvendelse af rentestrukturens hældning og niveau som indikator for markedsdeltagernes forventninger er en almindeligt anvendt metode, men den giver ikke specifik information vedrørende niveauet for de forventede renter. Når de forventede fremtidige renter skal analyseres, er det simplere og mere informativt at se på forwardrenter, dvs. renter for udlån i fremtidige perioder. Forwardrenterne kan beregnes ud fra rentestrukturen under forudsætning om fuldstændig arbitrage mellem priser, jf. boksen. Forwardrenten for et udlån fra fx om 9 år til om 10 år er i høj grad en afledt og hypotetisk rente, og der er intet, der sikrer, at forwardrenterne er en god indikator for den faktiske renteudvikling, specielt ikke jo længere ud i fremtiden der ses. De fleste studier viser da også, at forwardrenterne er en dårlig indikator for den faktiske renteudvikling¹⁾. Dette gælder dog også for andre indikatorer og er ikke i sig selv et argument for, at indikatorerne ikke har værdi som *forventningsindikator*. Figur 2 viser den estimerede 1-årige forwardrentestruktur, der er et beregnet forløb for den 1-årige rente fra niveauet i dag og 10 år frem²⁾.

¹⁾ En undersøgelse af forwardrenters forudsigelsesevne på danske data findes i Tom Engsted og Carsten Tanggaard "The Predictive Power of Yield Spreads for Future Interest Rates: Evidence from the Danish Term Structure", *Scandinavian Journal of Economics* 97 (1), s. 145-159, 1995.

²⁾ Når der benyttes estimerede nulkuponrenter til at beregne forwardrenter, skyldes det, at der ikke findes markeder for forwardkontrakter for ret mange forskellige løbetider. Et eksempel på et dansk forwardmarked er markedet for FRA's (Forward Rate Agreement). FRA's er pengemarkedsprodukter og er som sådan begrænset til fremtidige udlån med korte løbetider inden for den nærmeste fremtid.

Forskellige rentebegreber

Effektiv rente: Standardmålet for en obligations afkast er den effektive rente. Den effektive rente er den rente, der præcis giver obligationen en værdi, der svarer til markedsprisen, når renten anvendes til at værdisætte samtlige obligationens betalinger. Effektive renter har som afkastmål det problem, at alle betalinger fra en obligation værdisættes med samme rente. For meningsfuldt at sammenligne renten på betalinger med forskellig løbetid er det nødvendigt at finde en metode til at værdisætte den enkelte betaling for sig.

Nulkuponrente: En nulkuponrente er en effektiv rente for en såkaldt nulkuponobligation, dvs. en obligation, der kun har én betaling. Nulkuponrenten er et entydigt mål for renten for den enkelte løbetid. Ud fra en nulkuponrentestruktur er det muligt at prisfastsætte alle tænkelige betalingsprofiler. Nulkuponrenter kan generelt ikke observeres, men må estimeres.

Forwardrente: En forwardrente er en rente for udlån på en fremtidig dato. Forwardrenter kan ikke generelt observeres, men findes implicit ud fra nulkuponrentestrukturen. Udledningen forudsætter, at der ikke er forskel på prisen for investeringer, der giver samme betalinger. En implicit 1-årig forwardrente, der løber fra t til $t+1$, f_t , findes ved hjælp af renterne for udlån i dag til tidspunkt t og $t+1$, i_t og i_{t+1} :

$$(1+i_t)^t(1+f_t)^1 = (1+i_{t+1})^{t+1} \text{ eller omskrevet } f_t = \frac{(1+i_{t+1})^{t+1}}{(1+i_t)^t} - 1$$

Hermed sikres, at en $t+1$ -årig investering har samme afkast som en investering i t år samt en investering i 1 år om t år aftalt i dag.

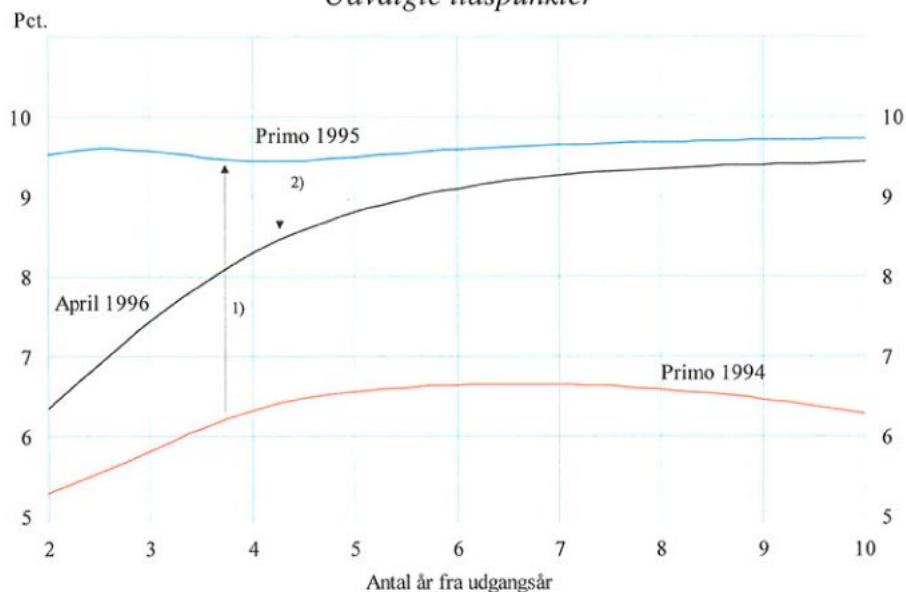
En forwardrentestruktur indeholder samme information som en nulkuponrentestruktur. En nulkuponrente kan således opfattes som et gennemsnit af 1-årige forwardrenter:

$$(1+i_{t+1})^1 = (1+i_t)(1+f_1)(1+f_2)\dots(1+f_t)$$

Forwardrenter er marginalrenter, mens nulkuponrenter er gennemsnitsrenter. En forwardrente kan derfor tolkes som stigningen i afkastet ved en marginal forøgelse af investeringshorisonten. Det er enklere at analysere marginalbegreber frem for gennemsnitsbegreber.

Forwardrenter, risikopræmier og forventede renter: Hvis investorerne ikke kræver kompensation for risiko, vil forskelle mellem det forventede afkast og forwardrenten udlignes, da der ellers vil være risikofri gevinstmuligheder, som kan udnyttes ved arbitrage. Kræver investorerne derimod kompensation i form af en risikopræmie, gælder dette ikke. Positive risikopræmier betyder, at der er en skævhed i retning af, at forwardrenterne overvurderer de forventede renter. Da risikopræmierne normalt anses for positive, vil forwardrenten derfor overvurdere den forventede rente. Hertil kommer, at risikopræmier kan variere over tid, fx hvis usikkerheden vedrørende renteutviklingen ændres. Dette betyder, at ikke alle bevægelser i forwardrenterne afspejler ændringer i den forventede rente.

Figur 2 *Estimerede 1-årige forwardrentestrukturer.
Udvalgte tidspunkter*



Det er bemærkelsesværdigt, at forwardrenterne på kort og mellemfristet sigt er faldet kraftigt siden 1995, samtidig med at forwardrenterne på langt sigt (5-10 år) stort set er uændrede. Ved sammenligning med figur 1 kan det virke overraskende, at den lange rente er faldet. Forklaringen er, at en nul kuponrente er lig et gennemsnit af forwardrenter i en række fremtidige perioder. Når forwardrenterne på kortere sigt falder, vil den lange rente også falde, fordi det gennemsnitlige afkastkrav over en periode reduceres. Figur 3 viser udvalgte forwardrenter sammen med den 10-årige rente siden 1991.

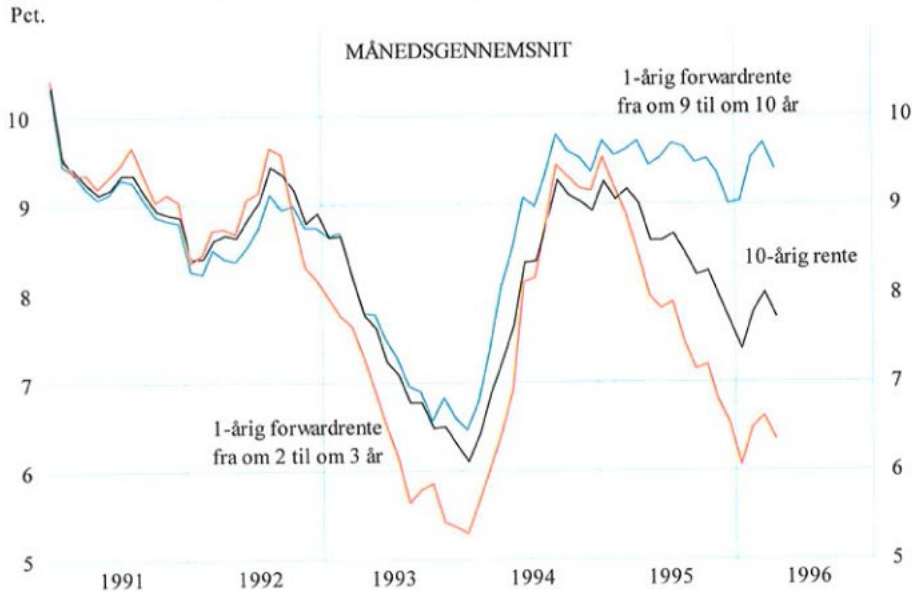
Som det ses af figur 3 trak stigningen i forwardrenterne på både kort og langt sigt den 10-årige rente op i løbet af 1994, mens den 10-årige rente i 1995 udelukkende blev trukket ned af et fald i de kortere forwardrenter.

Forwardrenterne er kun en god indikator for den forventede renteutvikling, hvis investorerne ikke kræver kompensation for risikoen for, at renten kan afvige fra det forventede. Denne forudsætning er næppe opfyldt i praksis, og det konkrete niveau for forwardrenten skal ikke tolkes for håndfast.

En indikator for den gennemsnitligt forventede fremtidige inflation

Prisdannelsen på de finansielle markeder afslører indirekte en vis information om markedsdeltagernes inflationsforventninger. Udledning af en

Figur 3 Udvalgte forwardrenter og 10-årig nulkuponrente



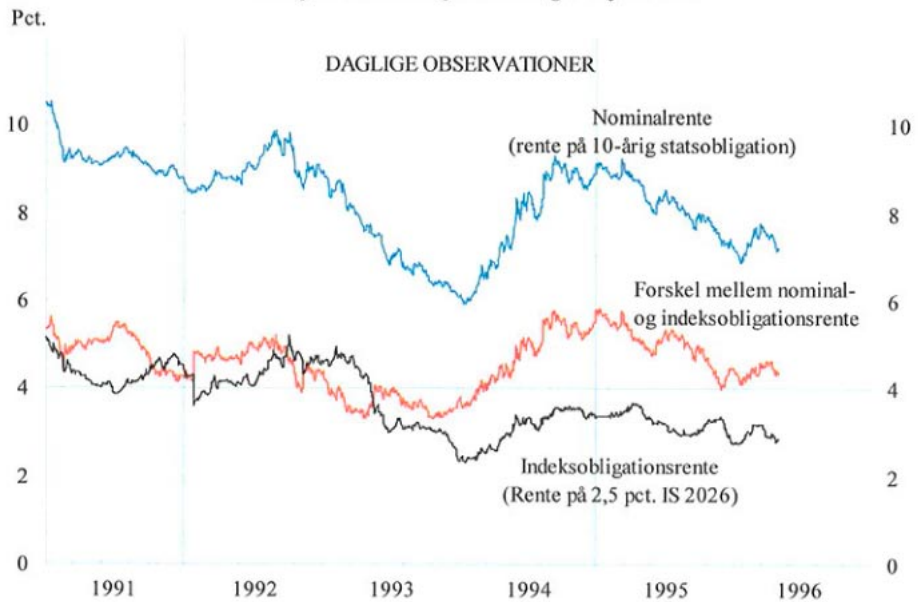
indikator for den forventede fremtidige inflation er dog væsentlig mere usikker og diskutabel end udledningen af renteindikatorerne.

Til udledning af en indikator for inflationsforventningerne anvendes renten på såkaldte indeksobligationer. Indeksobligationer forrentes med en real rente, da obligationens hovedstol og restgæld reguleres med et prisindeks, hvilket sikrer det reale afkast. Der er ingen indeksering af traditionelle obligationer, og renten er derfor en nominel rente. Et simpelt mål for de gennemsnitlige inflationsforventninger er forskellen mellem en nominel og en real rente¹⁾. Figur 4 afbilder renten på indeks- og nominalobligationer samt rentespændet mellem disse to.

Det fremgår, at rentefaldet i 1993 også justerede realrenten nedad. Derimod kan langt det meste af rentestigningen gennem 1994 henføres til den nominelle del. Dette kunne tyde på en opjustering af den forventede inflation. Rentefaldet fra 1995 kan både henføres til fald i den reale og den nominelle komponent, idet det dog er den nominelle komponent, der tegner sig for det største fald.

¹⁾ Indikatoren har følgende forklaring: Hvis investorerne ikke kræver kompensation for usikkerhed vedrørende inflationsudviklingen, vil det gælde, at realrenten er lig forskellen mellem den nominelle rente og den forventede inflation. Denne sammenhæng kaldes Fisher-ligningen. Er det derfor muligt at erhverve information om realrenten, kan den forventede inflationsudvikling implicit udledes ved hjælp af en realrente og en nominel rente. For nulkuponrenter bestemmer Fisher-ligningen *gennemsnittet* af den forventede inflationsrate over obligationens levetid.

Figur 4 Rente på indeks- og nominalobligationer samt en indikator for den forventede fremtidige inflation

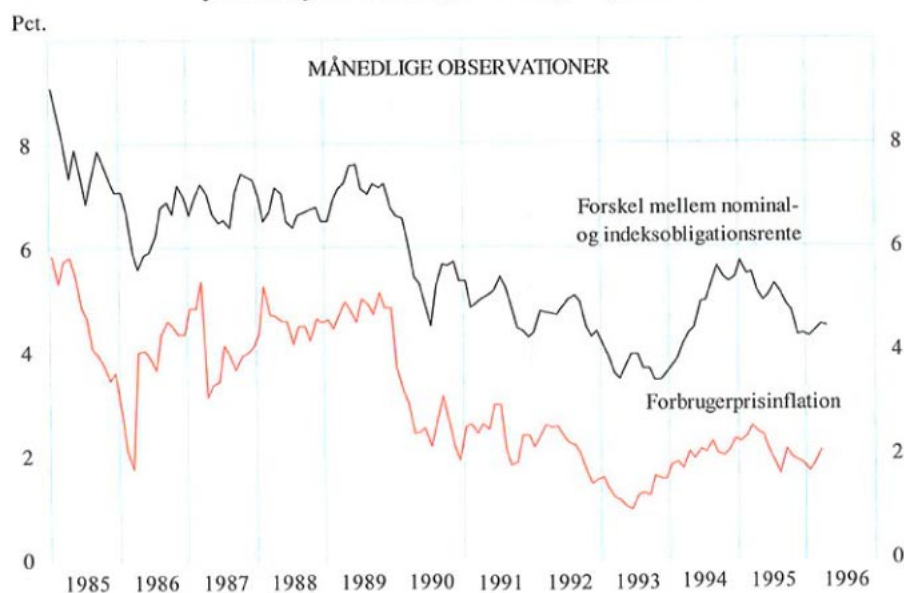


Tolkningen af renteforskellen som udtryk for inflationsforventningerne hos markedsdeltagerne besværliggøres af nogle ganske komplicerede skatteforhold. Det er ikke hensigten her at gå i dybden med denne problemstilling, men det bør nævnes, at danske investorer helt eller delvist friholdes for beskatning af renteindtægter fra indeksobligationer¹⁾. I det omfang skattebegunstigelserne fører til ekstra interesse for indeksobligationer, er det sandsynligt, at renten på indeksobligationer er i underkanten af før-skat realrenten. Hertil kommer, at markedet for indeksobligationer er lille og il-likvidt i forhold til markedet for nominelle fordringer. Dette betyder, at prisdannelsen er noget usikker. I lyset heraf skal det absolutte spænd mellem nominal- og indeksobligationsrenten næppe tolkes for hårdt, og der vil være en tendens til, at forskellen overvurderer den forventede inflation. Derimod kan der være rimelighed i at fortolke ændringer i spændet som ændringer i inflationsforventningerne.

At denne vurdering synes rimelig, underbygges af figur 5, der viser ren-

¹⁾ Indeksobligationer er helt fritaget for beskatning for realrenteafgiftspligtige investorer, mens indekseringen er skattefri for private investorer. For private investorer betyder dette, at en indeksobligation foretrækkes frem for en nominalobligation, selvom de giver de samme forventede før-skat betalinger. Med udgangspunkt i Fisher-ligningen (se note side 51) fås eksempelvis, at en realrente på 2 pct. og en forventet inflation på 3 pct. svarer til et afkast på en nominal obligation på 5 pct. Ved 50 pct. i skat betaler indeksobligationen imidlertid 2 pct. * $\frac{1}{2}$ + 3 pct. = 4 pct., mens nominalobligationen betaler 5 pct. * $\frac{1}{2}$ = 2,5 pct. efter skat.

Figur 5 *Aktuel forbrugerprisinflation og en indikator for den forventede fremtidige inflation*



tespændet mellem en 10-årig statsobligation og en indeksobligation sammen med den aktuelle inflation.

Figur 5 illustrerer, at der er forholdsvis konstant positiv forskel mellem indikatoren og den aktuelle inflation på omkring 2 pct. Dette tyder på, at indikatoren rent faktisk overvurderer den forventede inflation. Tilsyneladende synes figuren at afkræfte, at de overordnede bevægelser i indeksobligationsrenten skulle være bestemt udelukkende af skatteforhold, da samvariationen mellem indikatoren og den aktuelle inflation er tæt. Samtidig indebærer denne vurdering, at forventningerne til den fremtidige inflation følger den aktuelle inflation, hvilket tyder på en meget simpel forventningsdannelse.

Indikatorer for den forventede fremtidige inflation

Ovenstående metode giver én observation for *gennemsnittet* af inflationsraterne over en årrække. Det er imidlertid muligt at dekomponere den gennemsnitlige inflationsrate, så der fremkommer skøn, der relaterer sig til det enkelte år frem i tiden. Dette gøres ved at bestemme forskellen mellem en nominel forwardrente og en real forwardrente for hvert enkelt år. Der er allerede beregnet nominelle forwardrenter for de enkelte år frem i tiden, og der mangler således kun en beregning af forward-realrenter.

Beregningen af en realrentestruktur er problematisk, men historiske observationer tyder på, at den er flad eller svagt stigende. Som en bekvem første approksimation til en realrentestruktur på et givet tidspunkt anvendes en flad kurve med udgangspunkt i niveauet for indeksobligationsrenten¹⁾. Med en flad rentestruktur er alle forward-realrenter lig den aktuelle indeksobligationsrente.

Tabel 1 *Beregning af indikatorer for forventet fremtidig inflation. Pct.*

	Fra om 2 til om 3 år			Fra om 9 til om 10 år		
	Januar 1994	Januar 1995	April 1996	Januar 1994	Januar 1995	April 1996
Nominel forwardrente	5,3	9,5	6,3	6,5	9,7	9,4
- Indeksobligationsrente	2,4	3,3	2,9	2,4	3,3	2,9
- Fast korrektion	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
= Forward inflationsrate	0,9	4,2	1,4	2,1	4,4	4,5

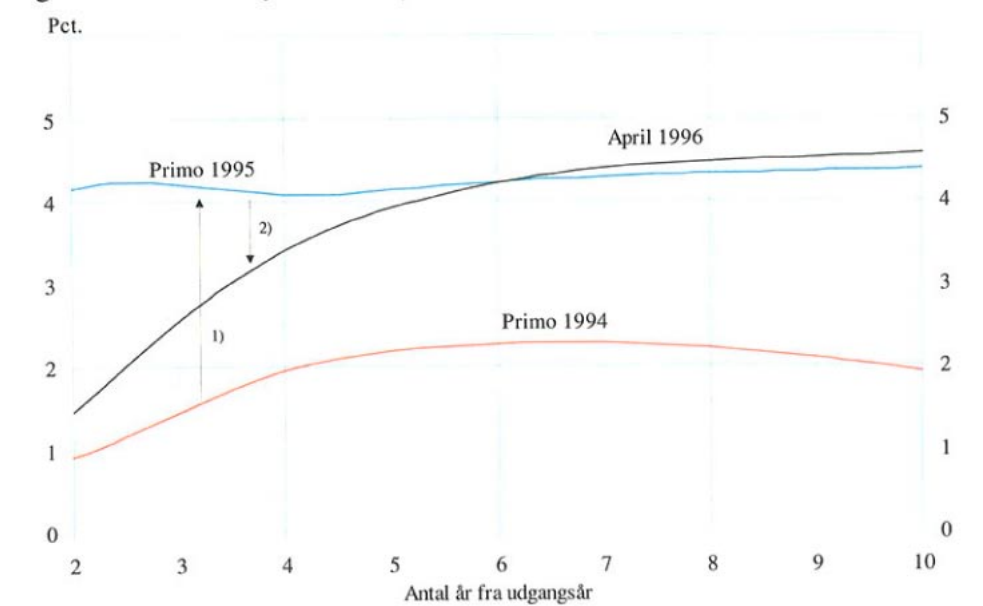
I tabel 1 er der et eksempel på beregning af indikatorer for den forventede fremtidige inflation. Som det ses korrigeres der på et givet tidspunkt med samme reale forwardrente, uanset hvilken fremtidig tidsperiode der betragtes. Derimod svinger niveauet for den reale forwardrente noget over tid. For at tage hensyn til risikopræmier og skattefordelen ved indeksoobligationer er det - som en relativt grov approksimation - valgt fast at fratrække yderligere 2 pct. fra den nominelle forwardrente. Dette har som konsekvens, at niveauet for inflationsraterne i den nære fremtid generelt matcher det aktuelle inflationsniveau, jf. figur 5.

I figur 6 er afbildet forventede inflationsforløb beregnet efter denne metode over de næste 10 år.

Figur 6 viser, at samtlige år-til-år forward inflationsrater steg kraftigt i løbet af 1994. I løbet af 1995 faldt år-til-år forward inflationsraterne i den nære fremtid, mens år-til-år forward inflationsraterne på længere sigt forblev uændrede.

¹⁾ Som nævnt er markedet for indeksoobligationer tyndt, og det er ikke forsøgt at estimere en realrentestruktur. Imidlertid er renten på indeksoobligationer forholdsvis uafhængig af løbetid. De effektive renter for indeksoobligationer med forskellige løbetider varierer i et forholdsvis lille interval, især når det tages i betragtning, at visse af obligationerne muligvis er meget skævt prissatsatte. Fra 1990 til i dag har renten på længere indeksoobligationer svinget omkring 0-1½ pct. over renten på kortere indeksoobligationer. Svingningerne i rentekurvens hældning er små i sammenligning med svingningerne i hældningen på den nominelle rentekurve. Fx var der fra 1993 til i dag et omsving fra et spænd mellem den 10-årige rente og 3-måneders renten på -5 pct. til et spænd på +4 pct.

Figur 6 År-til-år forward inflationsrater. Udvalgte tidspunkter



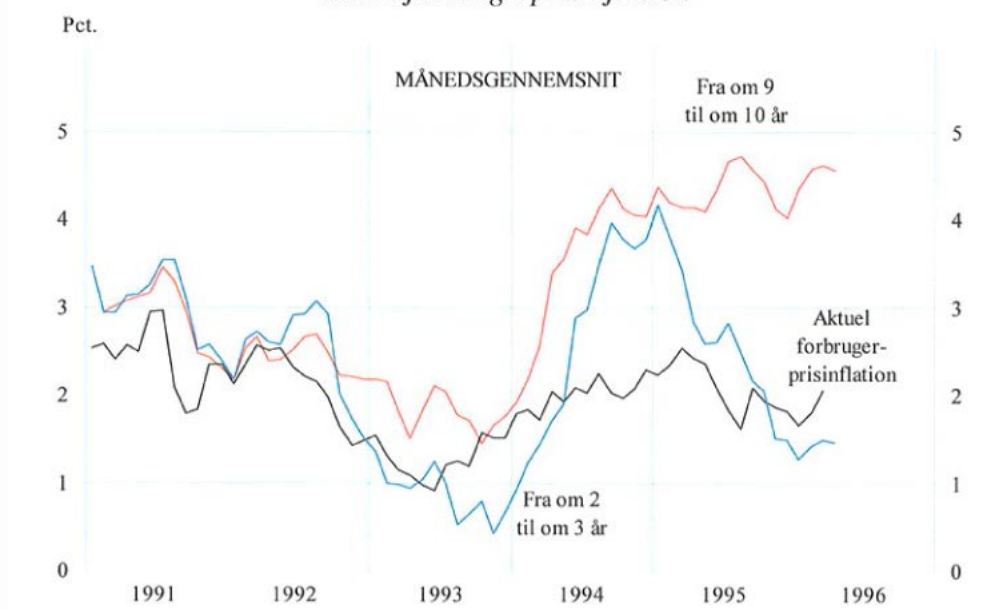
Kurveforløbene i figur 6 er forholdsvis tæt på kurveforløbene for de nominelle forwardrenter i figur 2. Dette skyldes delvist, at realrentestrukturen er antaget flad, så hældningen på kurverne med år-til-år forward inflationsrater stammer fra de nominelle forwardrenter. Ligheden mellem figur 2 og 6 gør det rimeligt at overveje, hvad der er vundet ved at inddrage realrenten i analysen.

Det er en betydelig fordel ved metoden, at den dekomponerer den gennemsnitlige inflationsforventning over en årrække og renser for realrenteudviklingen, så der isoleret ses på den "inflationære del" af rentekurven. Det ses således også ved en sammenligning af figur 2 og 6, at der er en vis - om end beskedent - forskel på kurvernes niveau. At realrentedelens bidrag *over tid* er beskedent i forhold til den nominelle del, er som sådan ekstra information, der ikke var kendt på forhånd. Observationen er i god overensstemmelse med en formodning om, at realrenten er mere stabil over tid end den nominelle rente. Den nominelle rente påvirkes således af udsving i inflation; udsving der historisk har været ganske voldsomme.

I figur 7 er afbildet indikatorerne for den forventede år-til-år inflation om henholdsvis 2 og 9 år. Indikatorerne er afbildet sammen med den aktuelle inflation.

Figur 7 viser, at indikatoren for den forventede inflation i den nære

Figur 7 *År-til-år forward inflationsrater og
aktuel forbrugerprisinflation*



fremtid generelt har fulgt den aktuelle inflation tæt, mens der har været større afvigelser mellem den aktuelle inflation og forventningerne til inflationen på lidt længere sigt. En sådan sammenhæng forekommer intuitivt fornuftig. Der var dog i løbet af 1994 en betydelig afvigelse mellem den aktuelle inflation og indikatoren for den forventede inflation i den nære fremtid.

Eksistensen af risikopræmier vedrørende den forventede inflationsudvikling kan sløre indikatorens værdi som forventningsindikator. Det er svært at afgøre, i hvilket omfang udsving i indikatoren skyldes udsving i den forventede inflation eller i risikopræmien. I de fleste tilfælde er der dog formodentlig tale om en kombination. En række empiriske studier tyder således på, at der i perioder med høj gennemsnitlig inflation også er større udsving i inflationen¹⁾. I det omfang en opgang i den forventede inflation trækker en større usikkerhed vedrørende udsvingene i denne med sig, vil der også være en tendens til, at risikopræmien på lange placeringer vokser.

Vurderes udviklingen fra 1994 til i dag i dette lys, kan der således være tale om en kombineret opgang i den forventede inflation på længere sigt og

¹⁾ Se fx John E. Golob "Does Inflation Uncertainty Increase with Inflation?", Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, 3. kvartal 1994.

i risikopræmien vedrørende lange nominelle placeringer, uden at det dog er muligt yderligere at dekomponere udviklingen.

Selv om eksistensen af risikopræmier slører sammenhængen mellem indikatoren og den forventede inflation, må det vurderes, at et større skift i indikatoren har informationsværdi, uanset årsag. Især risikopræmien må formodes at have en negativ effekt på den økonomiske aktivitet. For en virksomhed, der skal lånefinansiere en investering, er inflationen i sig selv kun en omkostning, hvis den bliver mindre, end det allerede var inddiskonteret i lånerenten. Risikopræmien er derimod direkte en finansieringsomkostning.

En samlet vurdering af resultaterne

Når udviklingen i de ovenstående indikatorer sammenstilles, fås bl.a. en mulighed for at vurdere den voldsomme rentestigning i løbet af 1994 og det efterfølgende rentefald. Det har bl.a. været diskuteret, om der var tale om en såkaldt spekulativ boble, hvor forventningerne adskiller sig betydeligt fra, hvad der er grundlæggende økonomisk forklarligt. Det er svært at vurdere en sådan forklaring, men analysen her giver mulighed for en lidt anderledes vinkel.

Den voldsomme rentestigning i 1994 fandt sted sideløbende med en generel opgang i inflationsforventningerne. Efterfølgende er det dog kun de forventede fremtidige inflationsrater på kort sigt, der er faldet. Dette reducerede det gennemsnitlige afkastkrav og derved den lange rente. Faldet i den lange rente siden begyndelsen af 1995 har således fundet sted uden et fald i de forventede inflationsrater på længere sigt.

Dette kan muligvis tyde på, at de forventede inflationsrater på langt sigt naturligt ligger på et højere niveau end i begyndelsen af 1994. Det er således værd at bemærke, at renteniveauet i 1994 var historisk lavt i en situation, hvor både realrente og forventet fremtidig inflation var faldet betydeligt i de foregående år. I de seneste 50 år er inflationsrater i nærheden af 1-2 pct. et særsyn, især hvis der betragtes forløb over en hel konjunkturcyklus. Tilsvarende må lange renter på omkring 6 pct. i et historisk perspektiv vurderes som lave. Det er måske ikke muligt permanent at nå et meget lavere niveau for den lange rente, før inflationsrater i størrelsesordenen 1-2 pct. for alvor har vist sig at være normen.

Som nævnt indledningsvis beskriver indikatorerne kun forventningerne i grove træk og bør vejes mod anden tilgængelig information, herunder det internationale element i rentedannelsen. Det er dog betryggende, at vurde-

ringerne af udviklingen i løbet af 1994 og 1995 passer ind i udviklingen i de økonomiske konjunkturer og den mere anekdotiske information omkring markedets forventninger. Konjunkturbilledet i løbet af 1994 gav således et indtryk af, at der var et kraftigt vækstforløb i gang med risiko for overophedning af økonomien til følge. Vækstforløbet kan også have givet mindelser til 1986-87, hvor der var en kraftig økonomisk vækst og en kraftig opgang i inflationen. Da det imidlertid i løbet af 1995 og 1996 viste sig, at de aktuelle inflationstal fortsat var pæne, og den økonomiske vækst aftog, afdæmpedes forventningerne til inflationsudviklingen i de nærmest kommende år.

Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens indlæg på Realkreditrådets årsmøde den 18. april 1996

Indledningsvis vil jeg gerne slå fast, at vi i disse år har en meget komfortabel økonomisk situation i Danmark - en situation, som mange af vore europæiske kolleger misunder os. Vi har lav inflation, stabil valuta og i sammenligning med de fleste andre europæiske lande en begrænset arbejdsløshed. Hertil kommer, at underskuddet på de offentlige finanser er beskedent, og at betalingsbalancen i de sidste 5 år har vist overskud.

Selvom det stadig er ønskeligt at få reduceret arbejdsløsheden, har vi ikke længere de økonomiske balanceproblemer, som prægede 1970'erne og det meste af 1980'erne. Det er på denne baggrund, mine bemærkninger i det følgende skal ses.

Det kraftige økonomiske opsving i Danmark, som startede i 1993, løjede af i løbet af 1995. Siden er væksten efter alt at dømme gået i stå.

Når økonomerne skal vurdere, hvornår vi igen får gang i væksten, er det først og fremmest tegn på et omsving i de øvrige europæiske lande, man kigger efter. Selvom der i de fleste europæiske lande er stor usikkerhed med hensyn til, hvornår den nuværende stagnation i efterspørgslen afløses af fornyet vækst, er forventningerne overvejende, at det vil ske i løbet af i år.

Men kan Danmark da ikke skabe sin egen vækst uden at være så afhængig af udlandet? Kan vi ikke selv sætte mere gang i økonomien?

På grund af den store udenrigshandel er vi meget afhængige af den økonomiske udvikling hos vore handelspartnere og dermed deres efterspørgsel efter vore eksportvarer. Men vi har i perioder haft en væsentlig afvigende konjunkturudvikling.

Fastkurspolitikken introduktion i 1982 og det efterfølgende meget betydelige rentefald skabte en voldsom aktivitet og optimisme. Den danske vækst i årene 1983-86 blev derfor væsentligt kraftigere end i de øvrige OECD-lande. Ud over alt det gode, som væksten medførte, havde den imidlertid den kedelige bivirkning, at importen steg voldsomt, og at betalingsbalancen satte rekord i underskud med 36 mia.kr. i 1986.

Dette nødvendiggjorde en kraftig opstramning af den økonomiske politik, som i dag primært huskes som kartoffelkuren. Det vigtigste var dog

nok skattereformen og en række andre indgreb. Resultatet af det hele blev, at Danmark fra 1987 til begyndelsen af 1990'erne havde en væsentligt svagere vækst end omverdenen, men det var nødvendigt at styrke den private opsparing. Perioden huskes i denne kreds formentlig især for effekten af omlægningen af rentefradraget og af den faldende inflation på de finansielle markeder, blandt andet på grund af de kraftige fald i ejendomspriserne.

Men den politisk fremkaldte stagnation var nødvendig for at forbedre betalingsbalancen. Og det gik hurtigere, end selv optimisterne havde forudset, idet vi fik overskud allerede i 1990, og i 1993 kom vi helt op på et plus på 30 mia.kr.

I 1993 følte man derfor, at den begrænsning på den økonomiske politik, som betalingsbalancen tidligere havde medført, var blevet væsentligt lempet. Der var så at sige et "råderum" til at føre en selvstændig ekspansiv finanspolitik i Danmark, selvom det ville indebære, at afviklingen af udlandsgælden kom til at gå langsommere. Nationalbanken gav dengang udtryk for, at det var forsvarligt med en lempelse af finanspolitikken, blot der var tale om en såvel tidsmæssigt som beløbsmæssigt begrænset lempelse.

Oveni virkningen af finanspolitikken kom så effekten af rentefaldet og de meget betydelige omlægninger af realkreditlån, som fandt sted i 1993 og 1994, og som bidrog til den kraftige vækst i det private forbrug.

Danmark fik derfor en hurtigere konjunkturopgang end udlandet, og væksten kom i 1994 helt op på 4,5 pct. Som konsekvens reduceredes betalingsbalanceoverskuddet, så vi nu nærmer os balance.

Da vi stadig har en udlandsgæld på omkring 260 mia.kr., er det vigtigt, at man fastholder sigtet om et betalingsbalanceoverskud for at kunne nedbringe gælden. Derfor bliver vi nødt til at indrette den økonomiske politik sådan, at vores vækst ikke bliver kraftigere end omverdenens. Det er den begrænsning, vi nu har, efter at råderummet er brugt.

Hvis vi er i stand til at øge vores markedsandel på eksportmarkederne, kan det selvfølgelig lette situationen, men vi kan næppe løbe an på det ved tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. Derfor må kravene til de kommende finanslovforhandlinger ses i lyset af, at Danmarks traditionelle balanceproblem - betalingsbalancen - igen er dukket op på dagsordenen.

Det er derfor væsentligt, at den planlagte stramning af finanspolitikken fastholdes, også selvom vi får en periode med svag vækst eller stagnation. Der er ikke plads til en selvstændig dansk ekspansion af hensyn til beskæftigelsen. Vi kan så håbe på, at der snart kommer gang i den europæiske økonomi, så vi ad den vej kan få en stimulans til den økonomiske udvikling i Danmark.

Siden 1982 har man vist politisk vilje til at fastholde kronens værdi i forhold til de øvrige stabile europæiske valutaer, først og fremmest D-marken.

Denne politik har givet Danmark en lav inflation og lave renter, og det er bemærkelsesværdigt, at vi nu har den laveste diskonto siden Korea-krigen.

Vi står i en situation, hvor eksporten er kommet under pres som følge af svag efterspørgsel på de fleste markeder, og hvor en række andre europæiske valutaer er blevet devalueret i 1992 og 1993. Derfor rejses spørgsmålet undertiden, om det ikke ville være gavnligt med en devaluering. Heldigvis er næsten alle i Danmark enige om at svare nej til dette, fordi fastkurspolitikken har vist sig at være både i forbrugernes og erhvervslivets interesse.

Fordelene i form af lav rente og lav inflation kan meget hurtigt fortabes, hvis vi ikke fastholder valutapolitikken også i hårde tider. Det er mange, mange års faktiske politik, der afgør troværdigheden på de finansielle markeder. Derfor er det også meget væsentligt for Danmark at kunne signalere, at vi efter starten på ØMU'ens 3. fase vil holde en stabil kronekurs i forhold til euroen.

I sidste weekend blev det halvårslige uformelle Økonomi- og Finansministerrådsmøde holdt i Verona. Disse møder er uformelle i den forstand, at aktuelle spørgsmål drøftes, men man træffer ikke beslutninger. Et af de væsentlige emner var etablering af et valutakursarrangement mellem "the ins and the outs", som det efterhånden kaldes. Man tegnede konturerne af et ERM II, som på visse punkter skal ligne det nuværende, noget udvandede EMS-system. Belært af erfaringerne skal der ske en række tekniske tilpasninger, som vil blive drøftet det næste års tid.

Der er bred forståelse for, at Danmark vil ønske en bilateral aftale med den kommende europæiske centralbank om en mere snæver tilknytning til euroen.

Omstillingen fra højinflation/højrente-samfundet til lavinflation/lavrente-samfundet var med til at skabe betydelige problemer for den finansielle sektor i anden halvdel af 1980'erne, ikke mindst for realkreditinstitutterne. Vi er nu igennem disse problemer, og i de senere år har der været en positiv udvikling i sektorens aktivitet og regnskabsresultater.

Konverteringerne gav et vældigt skub til udlånsaktiviteten og har vel permanent skabt en større bevidsthed også hos private om muligheden for omlægning af lån.

Den øgede konkurrence har imidlertid betydet, at den direkte indtjening på realkreditvirksomhed nu er så lav, at selv en mindre stigning i tab og

hensættelser vil medføre underskud. Og man kan ikke vente, at store kursgevinster på fondsbeholdningen vil kunne redde regnskabet hvert år. Realkreditinstitutterne er således stadig meget følsomme over for tilbageslag på ejendomsmarkedet.

I de sidste år har der været kraftigt stigende priser på ejerboliger. En del af disse prisstigninger er dog nok et engangsfænomen, som korrigerede de store fald i slutningen af 1980'erne. Med den ganske lave inflation, Danmark har i disse år, kan vi næppe forvente store prisstigninger på fast ejendom i de kommende år. Og der er tegn på, at vi nu mere permanent har fået en større prisstabilitet, ikke bare i Danmark, men i de fleste europæiske lande.

Mange købere af fast ejendom ser selv dette perspektiv. Derfor er låntagere generelt mere forsigtige i dag, end de var for 10-15 år siden, hvor man anspændte sin økonomi til det yderste ved køb af ejerbolig.

Også realkreditinstitutterne må tilpasse sig lavinflationssamfundet. De kan ikke basere långivningen på, at prisstigninger hurtigt vil øge værdien af pantet og dermed redde instituttet for tab, hvis låntageren ikke kan klare betalingerne. Den mere udstrakte brug af avanceret teknologi i moderne bygninger, der hurtigt forældes, forstærker dette problem.

Med de senere års liberaliseringer er rammerne for realkreditvirksomhed blevet mere fleksible. Det er et fremskridt, at der er blevet ryddet op i den detaljerede lovgivning, og at ændringer i realkreditloven ikke længere bruges i konjunkturregulerende øjemed. Men samtidig er det også blevet endnu klarere, at det er institutternes eget ansvar at tilpasse lånevilkårene, når den samfundsøkonomiske udvikling ændres.

Med den stigende konkurrence i sektoren er der vel en tendens til, at konkurrencen også kommer til at omfatte lånevilkårene. Og man har jo før set, at kimen til senere problemer blev lagt i en periode med meget betydelig konkurrence om kunderne. Derfor må overvejelser om robustheden i de til enhver tid gældende lånevilkår indgå i strategiudformningen i realkreditinstitutterne. Og det gør de formentlig også - det er bare ikke noget, man taler så meget om.

Nationalbankens pressemeddelelser

Den 6. marts 1996 om nedsættelse af diskontoen, foliorenten, genkøbsrenten og indskudsbevisrenten

Diskontoen nedsættes med $\frac{1}{4}$ pct. til $3\frac{3}{4}$ pct. med virkning fra den 7. marts 1996. Folioarenten nedsættes ligeledes med $\frac{1}{4}$ pct. til $3\frac{3}{4}$ pct.

Diskontonedsættelsen har baggrund i Nationalbankens betydelige køb af valuta og kronens styrke på valutamarkedet.

Renten ved indgåelse af genkøbsforretninger den 7. marts vil være 4,10 pct., en nedsættelse på 0,15 pct. Renten ved salg af indskudsbeviser nedsættes tilsvarende.

Den 18. april 1996 om nedsættelse af diskontoen, foliorenten og indskudsbevisrenten

Med baggrund i den europæiske renteutvikling nedsættes diskontoen med $\frac{1}{2}$ pct. til $3\frac{1}{4}$ pct. med virkning fra den 19. april 1996. Folioarenten nedsættes ligeledes med $\frac{1}{2}$ pct. til $3\frac{1}{4}$ pct.

Renten ved salg af indskudsbeviser den 19. april vil være 3,80 pct., en nedsættelse på 0,10 pct.

Tabeller og figurer

Ultimo ¹⁾	Aktiver				Passiver			
	Danmarks internationale likviditet ²⁾		Udlån ³⁾⁴⁾	Obligationer og aktier ⁵⁾	Seddel- og mønt-omløb	Indlån ³⁾⁶⁾	Indskuds-beviser ³⁾	Staten
	Guld	Netto-fordringer på ud-landet mv.						
Millioner kroner								
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
1995	3 531	60 075	49 599	34 096	34 656	3 090	33 603	38 808
1993 Marts	3 422	53 715	54 816	32 613	26 312	12 053	15 505	57 225
Juni	3 331	57 064	54 356	34 637	28 414	15 667	30 697	39 751
Sept.	3 278	65 145	96 292	48 901	27 518	12 309	24 681	113 467
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
April	3 936	53 585	53 748	32 488	32 493	2 899	26 642	44 659
Maj	3 939	52 886	85 550	31 809	32 708	14 585	20 023	68 981
Juni	3 934	52 423	57 761	32 824	33 564	3 383	15 100	56 995
Juli	3 941	55 723	53 750	32 017	33 434	5 772	26 601	42 343
Aug.	3 945	58 564	64 482	31 599	32 664	13 573	21 146	52 335
Sept.	3 947	64 334	65 809	33 143	32 600	4 455	38 291	53 440
Okt.	3 950	60 477	47 866	33 202	32 378	14 640	25 616	34 978
Nov.	3 955	60 905	63 554	31 829	32 983	16 638	23 499	45 971
Dec.	3 958	63 489	49 753	32 023	34 656	3 221	33 813	35 444
1996 Jan.	3 498	73 331	42 862	34 236	32 872	19 444	29 903	31 342
Feb.	3 504	72 983	50 195	33 962	32 817	16 054	31 258	39 857
Marts	3 513	82 089	47 417	34 723	33 454	3 042	42 205	51 620

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

2) Danmarks internationale likviditet er specificeret på side 8.

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

4) Inklusive udlån vedrørende kontantdepoter.

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

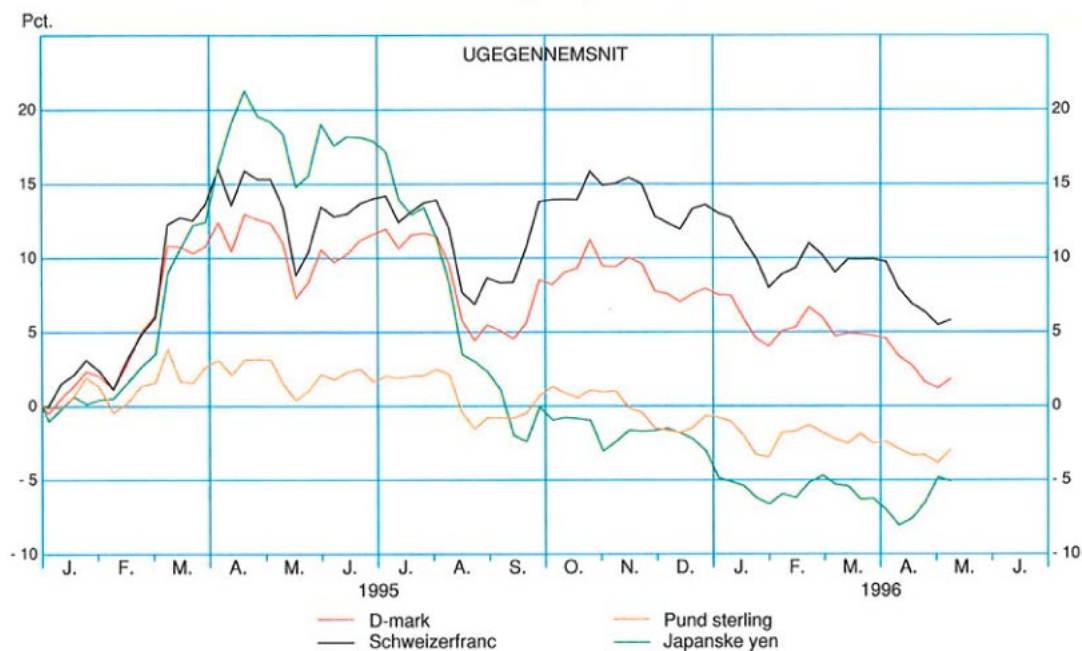
6) I perioden fra og med 1989 til og med 1991 inklusive genkøbskonti.

	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
	ECU (XEU)			SDR (XDR)			US-dollar (USD)		
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
1995	724,60	748,10	707,68	849,63	890,82	813,15	560,53	613,45	533,85
1995 1. kvrt.	740,56	748,10	725,33	875,05	890,82	855,96	585,94	613,45	548,00
2. -	721,32	725,96	718,74	856,22	867,45	847,22	546,81	564,95	533,85
3. -	723,53	728,77	718,95	843,28	856,83	827,92	556,07	577,10	537,00
4. -	712,29	719,08	707,68	823,78	832,46	813,15	551,76	561,90	539,80
1996 1. kvrt.	713,45	718,86	707,22	831,81	838,18	821,69	567,71	577,00	555,15
Jan.	713,63	718,86	707,22	829,70	837,97	821,69	565,25	577,00	555,15
Feb.	710,80	715,21	708,08	831,51	838,18	825,08	567,21	576,95	558,45
Marts	715,93	717,89	714,13	834,33	837,31	832,43	570,78	573,30	568,65
April	722,25	725,88	716,29	842,75	853,95	833,11	581,39	590,35	571,25
	Pund sterling (GBP)			D-mark (DEM)			Svenske kroner (SEK)		
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
1995	884,61	955,34	847,09	391,13	405,44	386,75	78,65	85,66	72,57
1995 1. kvrt.	927,13	955,34	884,75	396,56	405,44	392,49	79,47	82,22	74,33
2. -	873,47	886,82	856,43	391,85	396,19	389,59	74,99	76,74	72,57
3. -	874,77	893,45	857,86	388,34	390,67	386,82	77,43	81,11	74,24
4. -	861,33	882,39	847,09	387,74	389,17	386,75	82,51	85,66	78,85
1996 1. kvrt.	869,07	878,77	856,87	386,65	387,17	386,04	83,75	86,27	81,37
Jan.	864,75	869,08	856,87	386,83	387,17	386,55	84,08	85,07	82,10
Feb.	871,20	878,77	861,24	386,84	387,17	386,34	82,40	84,17	81,37
Marts	871,47	877,10	866,51	386,27	386,52	386,04	84,77	86,27	83,46
April	880,56	890,46	871,50	385,84	386,07	385,47	86,46	87,26	85,50
	Norske kroner (NOK)			Franske franc (FRF)			Belgiske franc (BEF)		
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
1995	88,45	90,74	87,11	112,30	114,18	109,80	19,010	19,588	18,805
1995 1. kvrt.	89,93	90,74	88,64	113,49	114,18	112,61	19,240	19,588	19,095
2. -	87,65	88,35	87,11	111,27	113,13	109,80	19,057	19,267	18,956
3. -	88,19	88,87	87,53	112,36	113,22	111,41	18,884	19,005	18,805
4. -	87,92	88,37	87,55	111,95	113,26	110,32	18,857	18,911	18,815
1996 1. kvrt.	88,48	88,88	87,68	112,76	113,39	112,15	18,808	18,843	18,783
Jan.	88,10	88,38	87,68	112,97	113,39	112,43	18,819	18,843	18,808
Feb.	88,56	88,78	88,44	112,50	112,76	112,15	18,811	18,832	18,794
Marts	88,80	88,88	88,70	112,82	113,17	112,54	18,794	18,804	18,783
April	89,45	89,84	88,95	113,72	114,23	113,18	18,781	18,799	18,757
	Schweizerfranc (CHF)			Hollandske gylde (NLG)			Italienske lire (ITL)		
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
1995	474,22	486,81	464,56	349,17	361,41	345,33	0,3444	0,3769	0,3135
1995 1. kvrt.	472,28	486,81	464,56	353,71	361,41	350,42	0,3574	0,3769	0,3211
2. -	474,05	483,47	466,40	350,03	353,82	347,97	0,3284	0,3430	0,3135
3. -	470,95	483,71	464,83	346,69	348,76	345,33	0,3453	0,3592	0,3308
4. -	479,76	483,64	476,01	346,22	347,48	345,41	0,3452	0,3519	0,3341
1996 1. kvrt.	477,00	481,71	472,77	345,33	345,85	344,88	0,3608	0,3686	0,3526
Jan.	479,37	481,71	474,74	345,43	345,85	345,16	0,3569	0,3607	0,3526
Feb.	474,40	476,41	472,77	345,46	345,81	345,05	0,3606	0,3654	0,3537
Marts	477,13	479,40	473,53	345,09	345,32	344,88	0,3651	0,3686	0,3617
April	476,28	479,52	473,30	345,04	345,74	344,40	0,3712	0,3788	0,3639

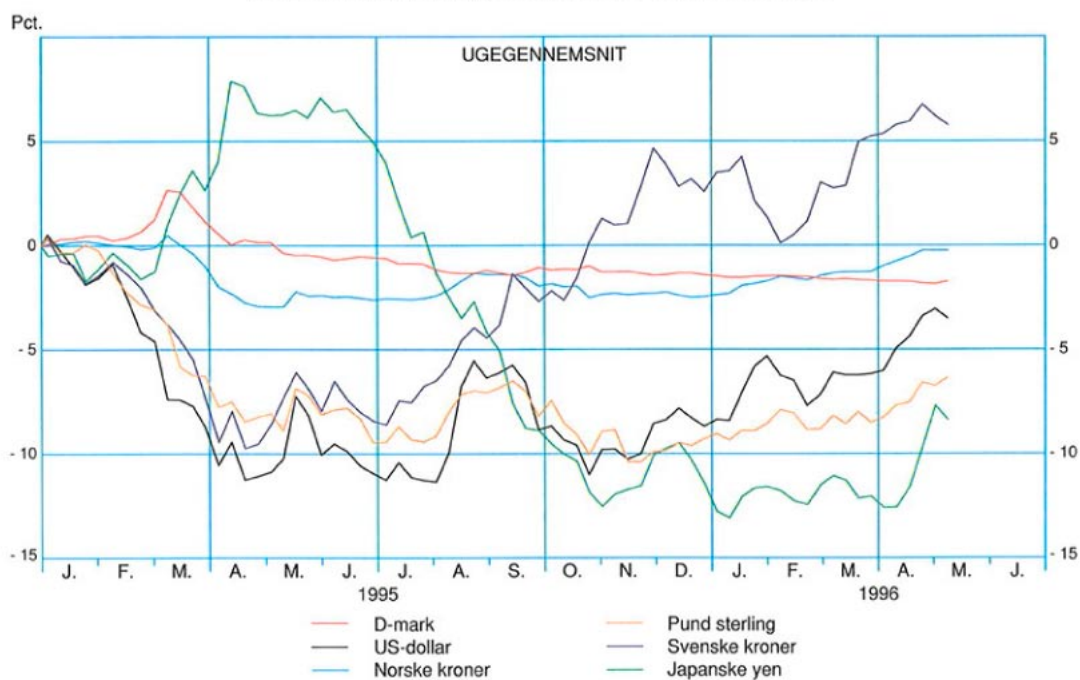
Anm.: Bortset fra SDR er de anførte kurser fastsat på grundlag af markedskurserne. SDR-kursen er beregnet på basis af markedskursen på de valutaer, der indgår.

	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
Finske mark (FIM)				Islandske kroner (ISK)			Østrigske schilling (ATS)		
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
1995	128,39	131,45	125,93	8,65	8,96	8,43	55,596	57,595	54,971
1995 1. kv.	127,95	131,14	126,09	8,86	8,96	8,64	56,350	57,595	55,789
2. -	127,40	128,44	125,93	8,63	8,72	8,56	55,710	56,303	55,400
3. -	129,13	131,45	126,37	8,61	8,69	8,52	55,215	55,550	54,996
4. -	128,99	130,33	127,18	8,50	8,58	8,43	55,103	55,297	54,971
1996 1. kv.	125,34	128,61	123,02	8,57	8,62	8,49	54,978	55,054	54,896
Jan.	127,26	128,61	125,66	8,55	8,60	8,49	55,003	55,042	54,961
Feb.	124,61	126,52	123,27	8,56	8,61	8,52	55,006	55,054	54,932
Marts	124,05	125,34	123,02	8,60	8,62	8,58	54,924	54,958	54,896
April	122,72	123,67	121,72	8,70	8,77	8,60	54,862	54,906	54,792
Spanske pesetas (ESP)				Portugisiske escudos (PTE)			Canadiske dollar (CAD)		
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
1995	4,495	4,632	4,295	3,737	3,845	3,670	408,39	437,88	388,54
1995 1. kv.	4,489	4,632	4,306	3,814	3,845	3,764	416,50	437,88	390,95
2. -	4,448	4,534	4,295	3,715	3,748	3,691	398,71	416,14	388,54
3. -	4,526	4,559	4,461	3,723	3,756	3,696	410,31	428,75	392,45
4. -	4,512	4,576	4,447	3,692	3,712	3,670	407,13	418,36	393,84
1996 1. kv.	4,589	4,602	4,555	3,727	3,742	3,708	414,59	420,60	404,75
Jan.	4,588	4,602	4,558	3,729	3,742	3,716	413,58	419,60	406,55
Feb.	4,591	4,599	4,583	3,722	3,735	3,708	412,24	419,57	404,75
Marts	4,587	4,597	4,555	3,731	3,738	3,718	417,99	420,60	415,03
April	4,626	4,652	4,587	3,758	3,771	3,738	427,87	433,22	421,40
Japanske yen (JPY)				Irske pund (IEP)			Græske drachmer (GRD)		
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
1995	5,9799	6,6395	5,3047	898,54	944,93	873,82	2,420	2,536	2,337
1995 1. kv.	6,1061	6,3445	5,9668	921,65	944,93	887,54	2,502	2,536	2,429
2. -	6,4781	6,6395	6,2891	890,08	904,92	874,26	2,416	2,438	2,402
3. -	5,9237	6,3692	5,5212	895,96	910,75	883,10	2,406	2,429	2,387
4. -	5,4410	5,5462	5,3047	885,27	899,68	873,82	2,352	2,386	2,337
1996 1. kv.	5,3687	5,4437	5,2764	896,47	904,42	886,07	2,352	2,369	2,325
Jan.	5,3513	5,4144	5,2764	894,80	900,70	886,07	2,351	2,368	2,334
Feb.	5,3648	5,4106	5,3195	897,27	904,42	888,61	2,341	2,355	2,325
Marts	5,3909	5,4437	5,3440	897,41	901,67	893,35	2,363	2,369	2,356
April	5,4184	5,6400	5,3002	909,47	919,41	898,75	2,401	2,425	2,367
Australiske dollar (AUD)				Newzealandske dollar (NZD)					
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			
1995	415,80	472,42	383,26	367,64	392,30	352,83			
1995 1. kv.	438,63	472,42	397,30	375,38	392,30	355,87			
2. -	397,67	413,25	383,90	365,48	375,43	356,25			
3. -	412,11	439,71	383,26	368,26	380,25	360,61			
4. -	413,03	426,55	402,51	361,05	367,64	352,83			
1996 1. kv.	429,05	448,49	412,66	381,77	393,16	362,57			
Jan.	418,95	429,58	412,66	373,91	386,59	362,57			
Feb.	428,59	434,26	422,47	383,03	388,93	377,77			
Marts	440,09	448,49	432,90	388,73	393,16	383,79			
April	457,25	466,79	446,74	396,82	404,23	390,04			

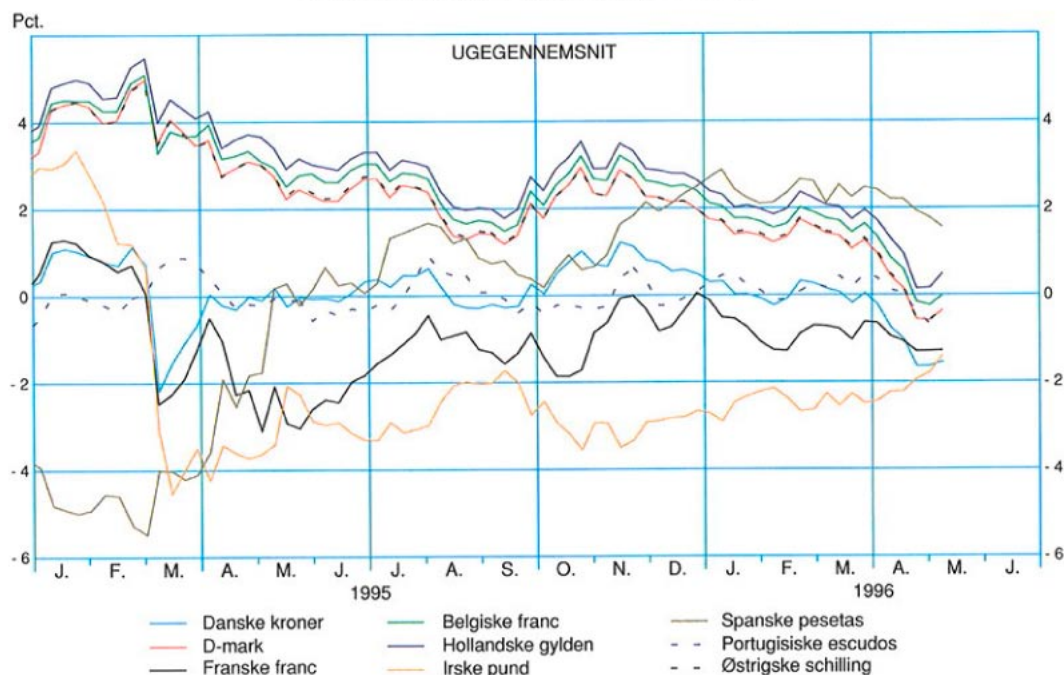
Valutakursudviklingen i forhold til dollar



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 1994.

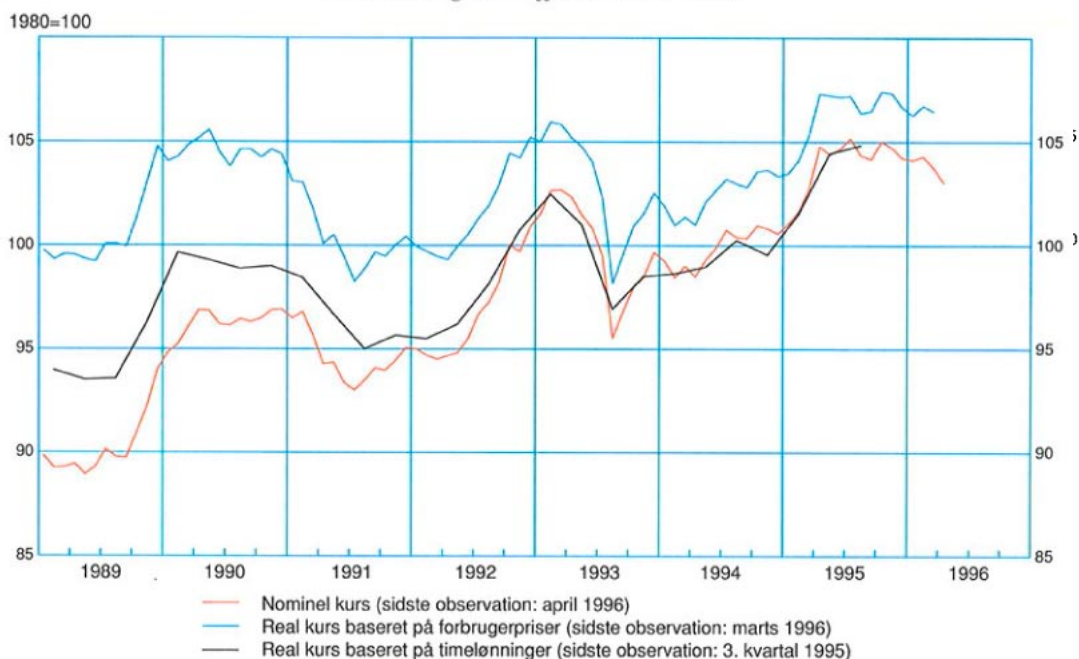


Anm.: Figuren viser EMS-valutaernes relative placering i forhold til centralkurserne. De enkelte valutaers placering er centreret omkring et nul-punkt, der er beregnet som gennemsnittet af den stærkeste og den svageste valuta. Hvis to valutaer er i paritet med hinanden, er kurverne sammenfaldende. Fra og med 2. august 1993 er udsvingsgrænserne ± 15 pct.

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 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.

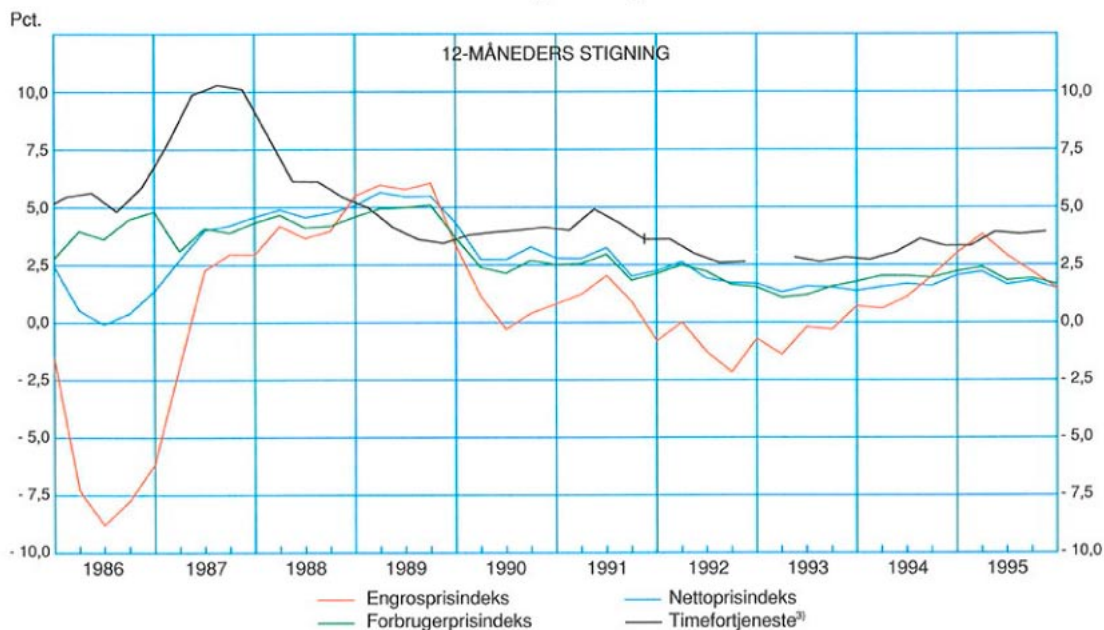


	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Sæsonkorrigeret timeløn		Real effektiv kronekurs baseret på time-lønninger
		Danmark	Udlandet		Danmark ¹⁾	Udlandet	
		1980=100					
1989	90,2	172,9	155,2	100,5	180,6	172,7	94,4
1990	96,3	177,4	163,4	104,6	189,0	183,3	99,2
1991	94,6	181,7	171,2	100,4	197,8	193,9	96,5
1992	96,9	185,5	176,8	101,6	203,8	202,1	97,7
1993	99,9	187,8	182,3	103,0	209,1	209,5	99,8
1994	99,9	191,6	186,7	102,5	215,4	216,4	99,4
1995	103,9	195,6	191,1	106,3	...	...	...
1994 4. kv.	100,8	193,1	188,0	103,5	216,3	218,9	99,6
1995 1. kv.	101,8	194,1	189,5	104,3	220,3	221,0	101,5
2. -	104,6	195,8	191,0	107,2	222,9	223,1	104,5
3. -	104,6	195,6	191,7	106,7	225,0	224,3	104,9
4. -	104,7	196,7	192,2	107,1	225,6	...	...
1996 1. kv.	104,1	197,7	193,2	106,5	...	...	...
1995 Marts	102,8	194,8	190,0	105,3	•	•	•
April	104,8	195,4	190,8	107,3	•	•	•
Maj	104,4	196,2	191,0	107,2	•	•	•
Juni	104,7	195,9	191,3	107,2	•	•	•
Juli	105,2	195,0	191,3	107,2	•	•	•
Aug.	104,4	195,3	191,6	106,4	•	•	•
Sept.	104,2	196,4	192,1	106,5	•	•	•
Okt.	105,0	196,5	192,1	107,4	•	•	•
Nov.	104,7	196,9	192,1	107,3	•	•	•
Dec.	104,2	196,8	192,3	106,7	•	•	•
1996 Jan.	104,1	196,6	192,6	106,3	•	•	•
Feb.	104,3	197,7	193,2	106,7	•	•	•
Marts	103,8	198,8	193,7	106,5	•	•	•
April	103,0	...	...	...	•	•	•

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 Kontor.

1) Kvartalsindeks er til og med 1991 et gennemsnit af de tre kvartalsmåneder. Derefter baseret på den midterste kvartalsmåned.



	Engros- prisindeks ¹⁾	Forbruger- prisindeks ²⁾	Netto- prisindeks ²⁾	Time- fortjeneste ³⁾	Engros- prisindeks ¹⁾	Netto- prisindeks ²⁾	Time- fortjeneste, års- gennemsnit ³⁾
	År-til-år stigning i procent				1990=100	Jan. 1975=100	Kroner
1986	-6,8	3,6	0,7	5,3	90,2	229,3	99,00
1987	-0,2	4,0	3,1	10,1	90,0	236,5	110,00
1988	4,0	4,6	5,0	6,4	93,6	248,4	116,00
1989	5,8	4,8	5,2	4,5	99,0	261,4	122,00
1990	1,0	2,6	3,1	4,6	100,0	269,6	128,00
1991	0,4	2,4	2,6	4,0	100,4	276,7	132,00
1992	-1,1	2,1	2,1	3,3	99,3	282,5	136,00
1993	-0,6	1,2	1,4	2,8	98,7	286,5	139,00
1994	1,4	2,0	1,6	3,2	100,1	291,2	144,61
1995	2,9	2,1	2,0	3,7	103,0	296,9	...
1994 1. kv.	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. kv.	3,4	2,4	2,2	3,3	102,5	294,5	•
2. -	3,4	2,3	2,1	3,9	103,2	297,2	•
3. -	2,9	1,8	1,7	3,8	103,1	297,0	•
4. -	1,9	1,9	1,7	3,9	103,1	298,8	•
1996 1. kv.	1,1	1,8	1,7	...	103,6	299,4	•

Anm.: Årstallene og kvartalstallene for prisindeksene 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.

2) Forbrugerprisindekset belyser de faktiske detailpriser, som forbrugerne betaler, mens nettoprisindekset opgøres eksklusive indirekte skatter og pristilskud. Vægtene i begge indeks er siden februar 1991 baseret på sammensætningen af det private forbrug i 1987. Indeks for forbrugerpriser er anført på side 6 nederst.

3) Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik, timefortjeneste for alle lønmodtagere. Stigningstakt er fra Konjunkturstatistikken (gennemsnit af ændringer mellem nedre og øvre kvartil). Årsgennemsnit er fra Strukturstatistikken. Årsgennemsnit til og med 1993 er beregnet fra Strukturstatistikken for 1994. I figuren er udvikling i timefortjeneste til og med 1991 baseret på gennemsnitlig timefortjeneste for samtlige arbejdere i industri, håndværk samt bygge- og anlægsvirksomhed.



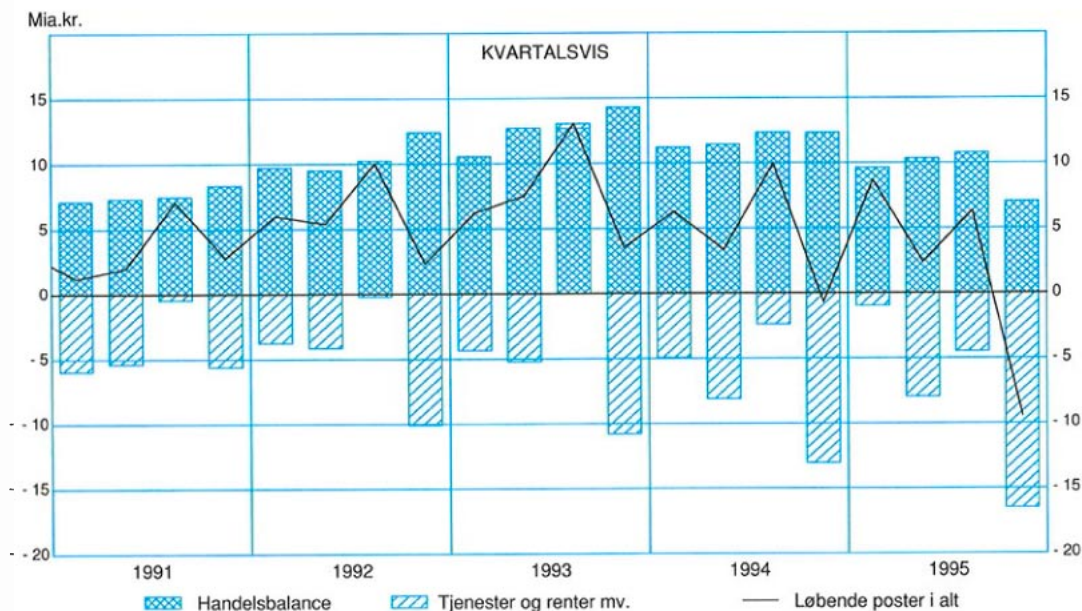
Ultimo ¹⁾	Guld	Fordringer på udlandet	Europæiske valuta- enheder (ECU)	Særlige træknings- rettigheder i IMF (SDR)	Reserve- stilling over for IMF ²⁾	I alt (brutto)	For- pligtelser over for udlandet	I alt (netto) ³⁾
Millioner kroner								
1985	4 772	41 328	4 194	1 759	2 040	54 093	605	53 488
1986	4 675	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
1995	3 531	53 577	4 521	880	3 297	65 806	2 200	63 606
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
April	3 936	46 693	3 789	1 009	3 028	58 455	934	57 521
Maj	3 939	46 531	3 789	603	3 130	57 992	1 167	56 825
Juni	3 934	45 689	3 789	925	3 130	57 467	1 110	56 357
Juli	3 941	49 258	3 957	925	3 130	61 211	1 547	59 664
Aug.	3 945	52 200	3 957	942	3 242	64 286	1 777	62 509
Sept.	3 947	57 837	3 957	942	3 242	69 925	1 644	68 281
Okt.	3 950	53 533	4 525	950	3 375	66 333	1 906	64 427
Nov.	3 955	54 148	4 525	965	3 354	66 947	2 087	64 860
Dec.	3 958	56 681	4 525	965	3 520	69 649	2 202	67 447
1996 Jan.	3 498	64 834	4 934	880	3 297	77 443	614	76 829
Feb.	3 504	64 183	4 934	904	3 297	76 822	335	76 487
Marts	3 513	73 384	4 934	904	3 422	86 157	555	85 602

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

2) Danmarks kvote minus Valutafondens beholdning af danske kroner.

3) Kursreguleringer af Danmarks internationale likviditet medførte i 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., i 1994 et fald på 7.715 mill.kr. og i december 1995 et fald på 3.841 mill.kr.



	Handels- balance ¹⁾	Søtrans- port (netto)	Rejser (netto)	Renter, udbytter og lign. (netto)	Andre løbende trans- aktioner ²⁾ (netto)	Løbende poster i alt	Regi- strerede kapital- betalinger ³⁾	Uregistre- rede kapital- betalinger ⁴⁾	Ændringer i Danmarks inter- nationale likviditet
							--forøgelse af passiver eller formindskelse af aktiver		
	Milliarder kroner								
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	41,9	2,7	0,4	- 34,8	13,6	23,7	17,1	7,7	- 1,1
1993	50,3	3,6	- 0,6	- 31,7	8,6	30,3	11,5	- 6,0	24,8
1994	47,3	2,3	- 1,9	- 32,4	3,6	18,9	31,2	0,7	- 13,0
1995	37,8	2,6	- 3,4	- 28,1	- 1,0	8,0	- 4,2	- 1,2	13,4
1994 3. kv. ..	12,3	0,9	0,8	- 5,0	0,9	10,0	11,7	0,8	- 2,5
4. - ..	12,3	0,7	- 0,9	- 13,0	0,2	- 0,7	11,2	- 11,5	- 0,4
1995 1. kv. ..	9,6	0,5	- 1,9	- 3,3	3,8	8,7	1,4	4,5	2,8
2. - ..	10,4	0,6	- 0,6	- 6,2	- 1,7	2,4	6,8	- 3,8	- 0,6
3. - ..	10,8	0,7	0,3	- 4,4	- 1,1	6,3	- 6,0	0,4	11,9
4. - ..	7,1	0,9	- 1,2	- 14,2	- 2,0	- 9,4	- 6,4	- 2,2	- 0,8

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

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

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

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

4) Inklusive fejl og udeladelser.

	Offentlig sektor ¹⁾	Privat sektor								Regi- strerede kapital- betalinger i alt
		Direkte investeringer ²⁾		Porte- følje- investe- ringer ³⁾	Låntagning		Lån- giv- ning ²⁾	Penge- inst. udlands- stilling ⁵⁾	I alt	
		Indad- gående	Udad- gående		Virksom- heder ²⁾⁴⁾	Privat- personer				
Indtægt										
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>	375,1	<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
1995	77,6	58,5	32,4	1 160,6	114,0	7,8	198,2	•	1 571,6	1 649,2
1995 1. kvrt.	35,0	18,0	7,3	256,5	28,9	1,2	47,9	•	359,9	394,9
2. -	22,2	10,2	9,0	266,1	26,5	1,4	51,5	•	364,8	387,0
3. -	8,9	14,1	6,5	284,5	26,7	1,4	48,3	•	381,6	390,5
4. -	11,6	16,1	9,5	353,4	32,0	3,7	50,5	•	465,3	476,9
1996 1. kvrt.	36,8	13,6	11,3	431,2	31,6	1,2	36,8	•	525,8	562,5
Udgift										
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>	360,6	<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	1 869,6
1995	99,9	35,0	49,3	1 123,2	124,0	9,7	197,3	•	1 538,5	1 638,4
1995 1. kvrt.	35,7	8,5	16,0	258,4	30,5	4,1	49,8	•	367,2	402,9
2. -	26,3	8,4	9,4	246,9	31,6	2,0	48,1	•	346,4	372,7
3. -	19,6	9,2	8,9	276,2	28,4	1,5	49,7	•	373,9	393,4
4. -	18,3	9,0	15,0	341,6	33,4	2,2	49,8	•	451,1	469,4
1996 1. kvrt.	40,3	11,5	20,2	406,7	32,5	3,5	33,1	•	507,4	547,6
Nettoindtægt										
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>	- <u>9,8</u>	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	83,8	- 3,7	- 31,2
1995	- 22,2	23,4	- 16,9	37,5	- 9,9	- 1,9	0,9	- 6,6	26,5	4,2
1995 1. kvrt.	- 0,7	9,6	- 8,6	- 1,9	- 1,6	- 2,9	- 1,9	6,6	- 0,7	- 1,4
2. -	- 4,1	1,8	- 0,4	19,2	- 5,2	- 0,5	3,5	- 21,1	- 2,7	- 6,8
3. -	- 10,7	4,9	- 2,3	8,3	- 1,8	- 0,1	- 1,4	9,0	16,7	6,0
4. -	- 6,7	7,1	- 5,6	11,8	- 1,4	1,5	0,7	- 1,1	13,1	6,4
1996 1. kvrt.	- 3,5	2,1	- 8,8	24,5	- 0,8	- 2,3	3,8	0,2	18,6	15,1

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

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

2) Koncernlån indgår fra og med 1992 under "Direkte investeringer", mens de tidligere er medtaget under virksomheders låntagning og långivning.

3) Specifikation heraf er anført på side 11.

4) Herunder offentlige virksomheder.

5) Et positivt tal er udtryk for en nettolåntagning i udlandet. Fra og med 1994 opgjort inklusive implicit rente af nulcuponpapirer og driftsresultat i udenlandske filialer. Udlandsstillingen er specificeret på side 19.

	Danske værdipapirer							Udenlandske værdipapirer				
	Aktier	Obligationer mv.					I alt	Aktier	Obliga- tioner mv.		I alt	
		i kroner				i frem- med mønt						
		Stats- obliga- tioner	Stats- gælds- beviser	Skat- kammer- beviser	Andre papirer							
									i kroner	i frem- med mønt		
Milliarder kroner												
Indtægt												
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	
1995	26,1	850,9	104,7	41,1	52,7	6,4	1 081,9	21,3	0,9	56,6	78,8	
1995 1. kv.	4,3	184,3	25,6	11,4	8,2	1,4	235,2	4,3	0,1	16,9	21,4	
2. -	7,6	203,7	19,3	6,5	9,3	1,7	248,1	5,5	0,2	12,4	18,1	
3. -	6,9	203,0	26,1	14,6	15,1	1,5	267,2	5,5	0,3	11,6	17,3	
4. -	7,3	259,9	33,8	8,7	20,0	1,7	331,4	6,0	0,2	15,8	22,0	
1996 1. kv.	8,9	318,9	30,3	8,6	31,4	4,3	402,4	6,8	0,3	21,7	28,8	
Udgift												
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	
1995	22,9	815,0	104,0	48,6	43,6	5,8	1 039,9	24,3	0,7	58,2	83,3	
1995 1. kv.	5,8	179,8	30,1	16,7	6,3	1,2	239,9	4,9	0,3	13,3	18,5	
2. -	5,6	186,6	19,6	7,9	8,2	1,2	229,1	5,5	0,1	12,3	17,9	
3. -	5,1	198,7	25,2	12,8	12,2	1,6	255,7	7,8	0,2	12,6	20,5	
4. -	6,3	249,9	29,1	11,2	16,9	1,7	315,2	6,2	0,1	20,1	26,4	
1996 1. kv.	7,4	301,1	34,3	5,8	28,2	3,9	380,7	7,9	0,4	17,8	26,0	
Nettoindtægt												
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	
1995	3,1	35,9	0,7	- 7,4	9,0	0,6	42,0	- 3,0	0,1	- 1,6	- 4,5	
1995 1. kv.	- 1,6	4,5	- 4,6	- 5,3	1,9	0,3	- 4,8	- 0,6	- 0,1	3,6	2,9	
2. -	2,0	17,1	- 0,3	- 1,4	1,1	0,5	19,0	0,1	0,1	0,1	0,2	
3. -	1,8	4,3	0,9	1,8	2,9	- 0,1	11,5	- 2,3	0,1	- 1,0	- 3,2	
4. -	0,9	10,0	4,7	- 2,5	3,1	0,0	16,2	- 0,2	0,1	- 4,3	- 4,3	
1996 1. kv.	1,5	17,8	- 4,0	2,8	3,2	0,5	21,7	- 1,1	- 0,1	4,0	2,7	

	Import (cif)				Eksport (fob)				Handelsbalance
	I alt	heraf			I alt	heraf			
		Varer til erhvervene	Brændselsstoffer mv.	Varer til forbrug samt personbiler		Landbrugsprodukter ¹⁾	Industriprodukter	Brændselsstoffer mv.	
Milliarder kroner									
1986	184,7	111,7	15,8	48,3	171,8	35,3	115,8	5,1	- 12,9
1987	174,1	105,3	13,2	46,7	175,3	33,3	118,4	4,9	1,2
1988	174,4	107,7	10,9	45,7	182,4	34,0	124,8	4,5	8,0
1989	195,3	117,0	13,7	49,5	205,5	37,9	142,2	6,6	10,2
1990	195,8	116,4	13,2	51,6	216,4	38,8	150,0	7,8	20,7
1991	<u>206,8</u>	<u>118,3</u>	<u>14,2</u>	<u>57,6</u>	<u>229,8</u>	<u>40,3</u>	<u>159,5</u>	<u>9,4</u>	<u>23,0</u>
1992	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	240,7	38,3	163,2	9,7	42,8
1994	228,5	127,7	11,4	67,7	266,2	41,5	180,0	9,5	37,6
1995	244,0	140,3	10,6	70,0	273,5	40,7	195,0	8,1	29,5
1994 3. kv. ..	54,9	29,9	3,1	17,0	65,3	10,4	43,8	2,4	10,4
4. - ..	62,7	36,3	2,6	17,7	71,8	10,8	48,7	2,2	9,1
1995 1. kv. ..	62,6	36,4	2,6	18,3	70,0	10,3	49,6	2,4	7,4
2. - ..	60,6	35,2	2,5	16,7	68,3	10,3	47,9	2,1	7,7
3. - ..	57,3	32,1	3,0	17,1	66,0	10,4	47,5	1,8	8,7
4. - ..	63,5	36,5	2,5	18,0	69,2	9,7	50,0	1,8	5,7

Anm.: Generalhandel, dvs. inklusive transithandel. Til og med 1991 opgjort som specialhandel. Efter overgangen i 1993 til det nye indsamlingssystem for handelen EU-landene imellem (det så-

kaldte Intrastat-system) har en del af samhandelen med de øvrige EU-lande ikke kunnet fordeles på varegrupper.

1) Inklusive kød- og mælkekonserves.

Kvantumindeks og bytteforhold i udenrigshandelen

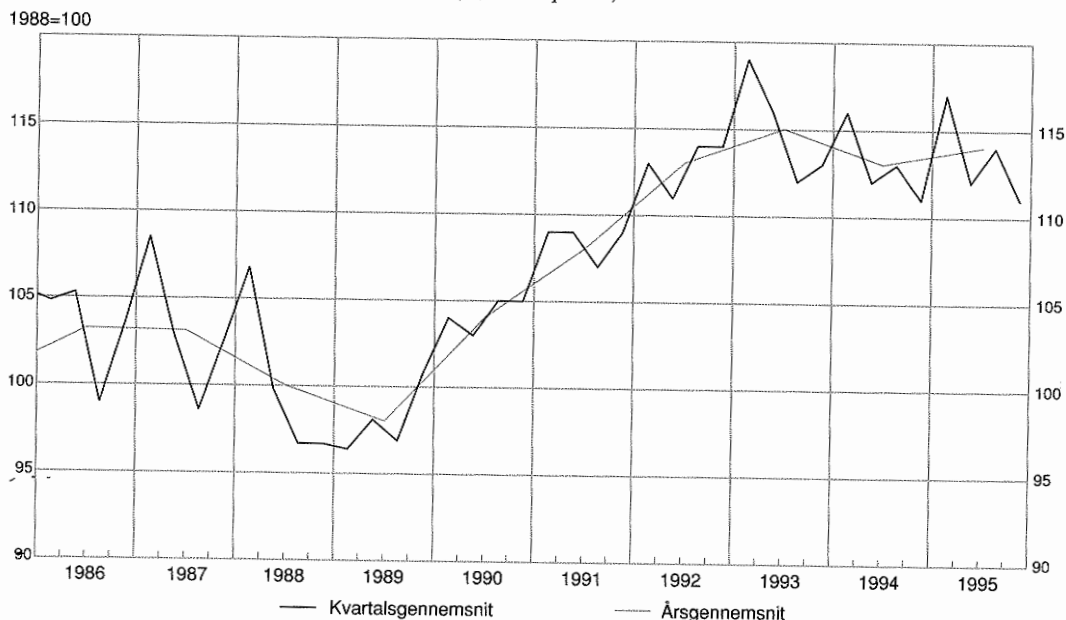
	Kvantumindeks		Indeks for enhedsværdier		Bytteforhold ¹⁾
	1985=100		1985=100		
	Eksport	Import	Eksport	Import	1985=100
1986	102	108	95	90	106
1987	104	106	95	86	110
1988	110	104	94	87	108
1989	118	107	100	93	107
1990	125	111	98	90	110
1991	133	116	99	90	110
1992	139	121	97	87	111
1993	135	112	95	85	111
1994	145	127	96	86	112
1995	152	133	97	88	110
1994 3. kv.	141	122	97	86	112
4. -	154	138	97	87	111
1995 1. kv.	152	135	98	90	110
2. -	150	130	97	89	110
3. -	149	126	96	87	110
4. -	154	137	96	88	109

Anm.: Generalhandel, dvs. inklusive transithandel. Til og med 1991 opgjort som specialhandel. Se i øvrigt anmærkningen til ovenstående tabel.

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

Industrieksportens markedsandele
(Løbende priser)

13



	Tyskland	England	Frankrig	Holland	Sverige	Norge	USA	13 større markeder i alt ¹⁾
1988=100								
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	99	118	113	108	90	115
1994	148	92	100	117	112	107	91	113
1995	148	94	105	133	...	105	88	114
1993 1. kv.	156	100	103	129	118	113	88	119
2. -	162	93	103	112	109	108	94	116
3. -	156	87	96	116	111	108	84	112
4. -	154	93	95	114	113	105	92	113
1994 1. kv.	158	92	101	113	112	107	98	116
2. -	147	89	104	119	109	104	96	112
3. -	146	91	96	124	115	108	82	113
4. -	143	96	100	113	114	110	89	111
1995 1. kv.	155	97	101	132	111	108	99	117
2. -	146	90	109	124	108	104	92	112
3. -	147	94	102	150	108	111	77	114
4. -	144	93	109	127	...	99	86	111

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 Kontor.

Som følge af omlægningen af EU-landenes udenrigshandelsstatistik ved årsskiftet 1992-93 er beregningerne blevet mere usikre end hidtil på grund af mangelfulde 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.

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

Statsfinanserne
(Ifølge statsregnskab)

Finansår	Overskud på drifts-, anlægs- og udlåns-budgettet	Netto-udgifter på kapital-budgettet ¹⁾²⁾	Brutto-kasse-overskud ²⁾	Afviklet ved			
				Indenlandsk låntagning			Udenlandsk låntagning ⁴⁾
				Salg af statspapirer	Formindskelse af indestående i Nationalbanken	Andet ³⁾	
Milliarder kroner							
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	- 39,7	95,8	- 135,5	119,6	33,1	0,4	- 17,6
1995 ⁵⁾	- 36,4	133,8	- 170,2	...	...	...	...
1996 ⁵⁾	- 28,8	101,2	- 130,0	...	...	...	...

1) Kapitaludgifterne omfatter bl.a. afdrag på indenlandsk og udenlandsk gæld, Den sociale Pensionsfonds obligationskøb, køb af obligationer til amortisation samt restanceforskydninger og kapitalindtægterne bl.a. afdrag på statens udlån.

2) I perioden fra og med 1986 til og med 1990 inklusive ændringer i Postgiros mellemværender med andre end staten. I 1991 er finansie-

ringsbehovet forøget med ca. 21 mia.kr. på grund af Postgiros om-dannelse til GiroBank.

3) I 1985 inklusive træk på postgiro, jf. note 2.

4) Inklusive udenlandske lån genudlånt til elværker.

5) Skøn, budgetoversigt december 1995.

Statens finansieringsbehov

	Statens brutto- finansie- rings- behov	Afdrag på uden- landske statslån ¹⁾	Afdrag på inden- landske stats- papirer ¹⁾²⁾	Statens netto- finansie- rings- behov ³⁾	Dækket ved				
					Nettosalg af stats- papirer i kroner til ¹⁾		Uden- landsk netto- låntag- ning	Salg af ECU- obliga- tioner	Formind- skelse af indestå- ende i National- banken ⁶⁾
					Private, virksom- heder og fonde mv. ⁴⁾	National- banken og pengeinsti- tutterne mv. ⁵⁾			
Milliarder kroner									
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
1995	171,3	32,5	104,5	34,2	58,8	- 26,2	- 19,6	- 0,2	21,5
1995 1. kv. ..	61,4	15,7	39,7	6,0	10,8	- 2,6	- 1,6	-	- 0,6
2. - ..	29,0	3,2	4,4	21,5	33,0	- 8,8	- 3,3	-	0,5
3. - ..	38,6	6,1	24,9	7,6	11,1	2,8	- 9,7	-	3,6
4. - ..	42,3	7,5	35,6	- 0,9	4,0	- 17,5	- 5,0	- 0,2	18,0
1996 1. kv. ..	28,5	7,5	25,7	- 4,6	25,6	- 9,7	- 4,0	- 0,4	- 16,2

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

1) Korrigeret for opkøb af statspapirer fra og med 1. kvartal 1994. Ved opkøb indgår de opkøbte papirer i afdrag til transaktionsværdi. Når de opkøbte papirer forfalder, reduceres afdrag med papirernes nomi-nelle værdi.

2) I 1990-92 inklusive tilbagebetaling af bunden opsparring.

3) Nettofinansieringsbehovet er fra og med 2. kvartal 1994 i modsæt-ning til statsregnskabet opgjort eksklusive over- eller underkurs ved opkøb af indenlandske statspapirer.

4) Inklusive valutaudlændinges nettokøb, der fremgår af tabellen side 11.

5) Inklusive Hypotekbanken og Postgiroen.

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

*Statens udlån og gæld
(Udestående beløb)*

15

Ultimo	Udlån i alt	Indenlandsk gæld			Udenlandsk gæld i alt ²⁾	Gæld i alt
		I alt	Heraf			
			Obligations- gæld ¹⁾²⁾	National- banken ³⁾		
	Milliarder kroner					
1985 Dec.	34,6	348,0	361,2	- 18,3	92,4	440,4
1986 -	35,1	304,1	352,6	- 49,9	117,5	421,6
1987 -	35,7	290,7	346,5	- 56,9	126,1	416,8
1988 -	39,2	309,7	355,0	- 39,1	122,8	432,4
1989 -	42,0	340,0	377,1	- 32,2	114,5	454,5
1990 -	48,4	367,0	406,5	- 38,4	118,0	485,0
1991 -	54,2	451,0	462,4	- 11,4	91,0	541,9
1992 -	58,8	480,2	511,5	- 31,3	103,5	583,7
1993 -	62,3	472,6	562,2	- 89,6	164,3	636,9
1994 -	66,8	560,9	617,8	- 56,9	129,8	690,7
1995 -	67,8	622,3	657,7	- 35,4	105,6	727,9

1) Til og med 1991 inklusive bunden opsparring.

3) Beregnet ud fra Nationalbankens balance. (-=tilgodehavende.)

2) Reduceret med beholdning af egne obligationer.

Kommuners likvide beholdninger og gæld

Ultimo	Likvide beholdninger			Gæld			
	Kasse samt indestående i penge- institutterne ¹⁾	Behold- ning af obligationer	I alt	Indenlandsk		Uden- landsk	I alt
				Kort- fristet	Lang- fristet		
Milliarder kroner							
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
1994	11,2	6,0	17,3	0,4	31,9	15,3	47,6
1994 1. kv.	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. kv.	13,1	7,1	20,2	0,4	32,2	16,4	48,9
2. -	11,2	7,2	18,4	0,4	32,4	15,2	48,0
3. -	12,4	7,4	19,8	0,3	32,5	15,0	47,8
4. -	11,1	7,9	19,0	0,4	30,7	14,9	46,0
1996 1. kv.	12,8	9,4	22,2	0,3	31,2	15,2	46,7

1) Til og med 1990 inklusive indestående på postgiro.

Ultimo	Fra indenlandske enheder				Fra udenlandske enheder				I alt
	Til indlændinge		Til udlændinge		Til indlændinge		Til udlændinge		
	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	
	Milliarder kroner								
1988 Dec.	297,5	2,6	2,6	2,6	9,4	104,0	1,4	57,7	477,8
1989 -	317,5	4,0	3,0	5,4	10,4	113,2	2,0	70,3	525,8
1990 -	<u>334,4</u>	15,5	5,3	13,6	14,7	121,9	3,2	77,4	<u>586,1</u>
1991 -	334,8	16,5	5,5	19,6	29,8	110,7	2,5	71,5	591,0
1992 -	319,2	17,5	11,4	18,9	15,1	97,9	3,2	66,7	549,8
1993 -	284,6	15,3	46,2	20,6	21,1	76,2	4,4	73,9	542,5
1994 -	261,6	14,2	29,3	29,9	28,6	53,3	2,7	54,2	473,9
1995 -	277,2	14,3	31,2	21,9	27,7	46,8	2,8	68,3	490,0
1995 Marts ...	263,0	13,9	29,4	18,5	26,7	51,5	2,4	50,2	455,6
April	257,0	13,8	24,0	17,5	26,0	49,4	2,5	52,1	442,3
Maj	264,4	14,1	24,1	18,9	25,3	48,6	2,7	52,5	450,7
Juni	271,1	13,9	34,8	23,0	25,7	48,1	2,6	55,6	474,8
Juli	258,3	13,6	25,8	19,7	25,8	47,0	2,4	51,6	444,3
Aug.	263,0	14,0	22,6	20,2	26,4	46,5	2,5	54,2	449,4
Sept.	269,5	14,3	22,5	20,3	26,8	45,8	2,5	58,7	460,4
Okt.	261,6	14,2	28,6	20,9	26,4	44,0	2,5	59,1	457,3
Nov.	267,9	14,2	27,1	20,7	26,9	44,9	2,5	60,6	464,8
Dec.	277,2	14,3	31,2	21,9	27,7	46,8	2,8	68,3	490,0
1996 Jan.	260,1	13,7	27,9	22,3	28,0	45,3	2,9	67,3	467,5
Feb.	269,4	12,8	19,5	21,1	29,1	43,9	2,7	72,8	471,3
Marts ...	279,3	15,1	26,6	23,1	30,2	43,5	2,9	78,9	499,5

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

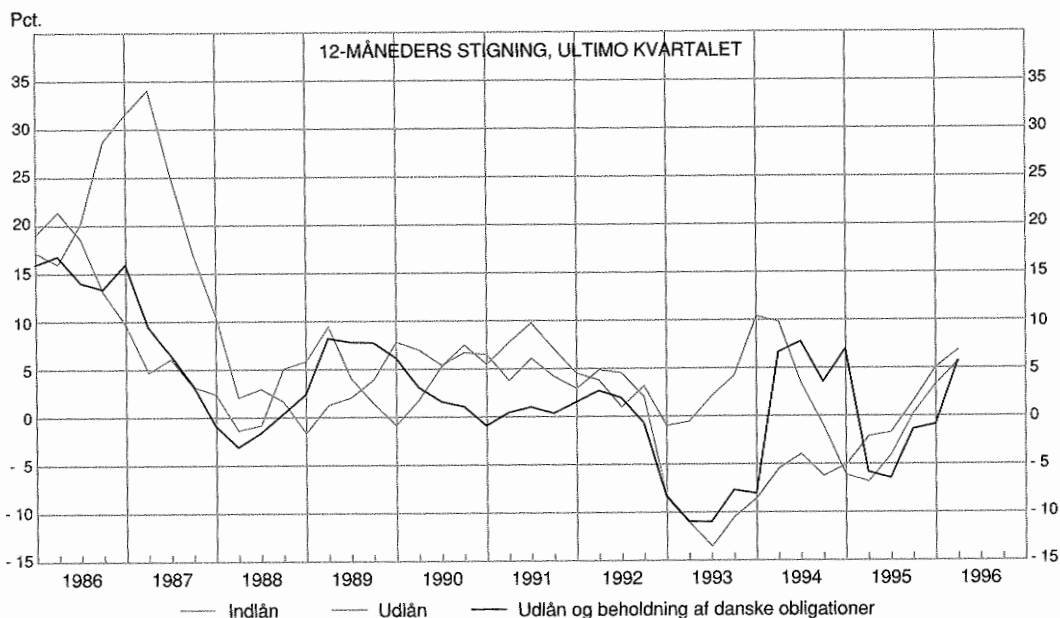
skaber i Irland, der ikke er kreditinstitutter, indgår på linje med andre enheder i udlandet (filialer og datterbanker).

Pengeinstitutternes beholdning af obligationer og aktier

Ultimo		Indenlandske enheder					Udenlandske enheder ²⁾		I alt
		Obligationer			Aktier		Danske kroneobligationer	Andre obligationer og aktier	
		Danske		Udenlandske	Danske	Udenlandske			
		Stats-papirer ¹⁾	Andre						
		Milliarder kroner							
1988	Dec.	105,7	44,0	6,1	17,3	6,4	2,0	10,0	191,6
1989	-	107,6	51,9	16,9	22,3	10,2	3,4	14,6	226,9
1990	-	83,7	43,9	26,1	24,4	10,6	2,7	18,4	209,7
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
1995	-	99,3	65,7	29,1	13,1	4,7	0,8	44,2	256,9
1995	Marts	124,4	44,0	23,2	13,4	4,9	0,8	32,8	243,4
	April	118,4	44,3	23,4	13,3	4,9	0,8	33,4	238,5
	Maj	117,1	46,6	23,2	13,0	4,7	0,8	34,8	240,2
	Juni	115,3	50,4	21,3	12,9	4,7	0,8	36,7	242,1
	Juli	110,9	44,6	19,9	12,9	4,7	0,8	36,9	230,6
	Aug.	109,6	47,1	22,5	12,8	4,8	0,7	38,9	236,4
	Sept.	116,6	55,0	24,7	12,6	4,6	0,7	39,0	253,3
	Okt.	119,1	52,4	23,4	12,6	4,6	0,7	40,6	253,4
	Nov.	103,7	56,0	27,4	12,5	4,8	0,7	43,3	248,5
	Dec.	99,3	65,7	29,1	13,1	4,7	0,8	44,2	256,9
1996	Jan.	97,1	68,3	29,0	13,8	5,6	1,0	48,9	263,7
	Feb.	92,1	75,3	26,7	13,9	5,5	0,7	47,7	262,0
	Marts	95,5	79,7	25,3	14,0	5,6	0,7	48,8	269,6

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

1) Inklusive statsgælds- og skatkammerbeviser.
2) Filialer og datterselskaber i udlandet.



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								
1988 Dec.	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
1995 -	474,7	16,0	30,6	14,8	0,5	1,6	2,6	37,9	578,8
1995 Marts ...	457,0	18,3	24,8	16,0	0,2	1,4	2,5	28,4	548,6
April	476,4	18,4	21,8	15,2	0,2	1,5	2,6	25,7	561,7
Maj	469,5	17,5	21,9	15,0	0,3	1,6	2,5	26,9	555,2
Juni	462,1	19,1	28,2	15,6	0,7	1,9	3,0	33,2	563,8
Juli	482,0	17,8	20,6	14,5	0,7	1,8	2,7	28,7	568,9
Aug.	469,9	17,9	24,7	14,7	0,6	1,5	2,6	29,0	560,8
Sept.	468,5	17,9	25,0	15,1	0,5	1,5	2,8	31,1	562,5
Okt.	490,8	18,0	28,2	15,1	0,5	1,7	2,4	27,3	584,0
Nov.	477,7	17,3	26,3	14,6	0,5	1,6	2,6	30,8	571,4
Dec.	474,7	16,0	30,6	14,8	0,5	1,6	2,6	37,9	578,8
1996 Jan.	502,3	20,3	26,4	17,6	0,5	1,4	2,7	39,8	610,9
Feb.	497,2	16,5	20,7	18,4	0,4	1,4	2,7	40,4	597,9
Marts ...	482,6	18,0	20,2	18,6	0,4	1,3	3,7	49,8	594,6

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-erhvervs- mæssige		I alt
		Land- brug, fiskeri og råstof- udvin- ding	Frem- stillings- virk- somhed mv. ¹⁾	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Handel, trans- port mv.	Finan- sierings- virk- somhed, ejen- doms- handel mv. ²⁾	Offent- lig for- valtning og andre tjeneste- ydelser	Øvrige erhverv	I alt	Studie- lån	Andet	
Milliarder kroner												
Udlån												
1985	Dec.	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
1995	-	16,2	30,4	6,8	44,1	59,0	13,8	6,0	176,2	2,6	112,7	291,5
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
1995	Marts	16,4	28,1	8,5	41,5	54,6	13,0	8,1	170,2	3,1	103,6	276,9
	Juni	17,9	29,1	7,3	44,3	56,1	13,1	6,6	174,4	2,8	107,8	285,0
	Sept.	17,1	29,5	7,5	43,0	55,4	13,6	5,1	171,2	2,7	109,9	283,8
	Dec.	16,2	30,4	6,8	44,1	59,0	13,8	6,0	176,2	2,6	112,7	291,5
Indlån												
1985	Dec.	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
1995	-	14,7	29,9	10,3	44,7	68,1	42,3	10,2	220,1	•	270,6	490,6
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
1995	Marts	16,1	32,7	8,7	37,2	68,5	44,4	15,1	222,7	•	252,7	475,4
	Juni	15,4	31,5	8,7	41,9	69,0	43,7	11,5	221,7	•	259,5	481,3
	Sept.	14,6	31,1	9,8	42,8	69,1	46,1	12,2	225,6	•	260,8	486,4
	Dec.	14,7	29,9	10,3	44,7	68,1	42,3	10,2	220,1	•	270,6	490,6

Kilde: Danmarks Statistik.

Anm.: I 1991 og 1992 eksklusive nyetablerede pengeinstitutter.

1) Herunder energi- og vandforsyning.

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

Ultimo	Aktiver				Passiver				Netto-aktiver
	Udlån	Kredit-institutter mv.	Andre mellemværender	I alt	Indlån ¹⁾	Kredit-institutter mv.	Andre mellemværender	I alt	
	Milliarder kroner								
1985 Dec.	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
1995 -	67,0	207,1	39,8	313,8	45,8	114,4	23,6	183,8	130,0
1995 Marts ...	62,9	192,0	34,5	289,4	41,1	113,3	17,1	171,6	117,9
April	56,4	189,2	34,4	279,9	37,3	100,2	17,1	154,6	125,3
Maj	57,7	203,9	34,0	295,6	37,2	108,2	16,2	161,6	134,0
Juni	72,1	199,8	32,5	304,4	44,1	104,1	17,6	165,8	138,6
Juli	59,6	199,5	30,5	289,7	35,4	96,3	19,3	151,0	138,6
Aug.	56,6	208,1	33,4	298,2	39,7	103,8	22,4	166,0	132,2
Sept.	56,6	209,9	35,7	302,3	40,4	110,5	22,1	173,0	129,2
Okt.	63,2	192,5	34,0	289,7	43,6	100,1	20,4	164,1	125,5
Nov.	61,8	207,1	38,2	307,1	41,2	109,8	25,0	176,0	131,1
Dec.	67,0	207,1	39,8	313,8	45,8	114,4	23,6	183,8	130,0
1996 Jan.	64,0	233,0	41,2	338,2	44,4	120,1	30,6	195,1	143,1
Feb.	54,1	232,3	38,4	324,7	39,4	116,4	28,8	184,6	140,1
Marts ...	63,2	227,0	37,1	327,3	39,1	128,5	28,6	196,2	131,1

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

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

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

Forskellige faktoreres påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling

	Ud- og indlansforretninger i valuta med danske kunder ¹⁾	Valutaterminsforretninger med ¹⁾		Ud- og indlansforretninger i kroner med udlændinge	Andre faktorer ²⁾	Samlet ændring af udlandsstillingen
		indenlandske kunder	udlændinge			
		Milliarder kroner				
1992	2,4	- 6,9	49,9	1,8	7,3	54,6
1993	10,2	14,9	66,7	61,5	- 12,7	140,6
1994	- 1,0	7,1	- 72,3	- 6,7	- 11,3	- 84,2
1995	1,2	- 11,8	5,4	- 1,5	11,8	5,1
1994 1. kv.	- 2,6	- 5,6	- 7,9	- 20,0	- 23,2	- 59,3
2. -	0,1	8,4	- 47,3	- 2,6	13,8	- 27,6
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. kv.	3,3	- 13,0	18,5	- 11,8	- 4,0	- 7,0
2. -	0,6	8,1	- 5,4	4,6	12,9	20,7
3. -	- 2,0	- 3,2	- 5,1	0,2	0,7	- 9,4
4. -	- 0,8	- 3,7	- 2,7	5,5	2,3	0,8
1996 1. kv.	- 0,3	- 1,4	- 4,1	5,9	- 1,3	- 1,2

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

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

*Valuta- og landfordeling
af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender*

Ultimo	Aktiver			Passiver		
	Juni 1995	September 1995	December 1995	Juni 1995	September 1995	December 1995
	Milliarder kroner					
Valutafordeling						
<i>I danske kroner</i>						
med egne enheder	28,5	29,8	32,5	2,1	2,9	3,2
med andre banker mv.	49,7	59,7	70,7	15,9	21,9	28,2
med ikke-banker	36,1	24,8	33,2	26,3	23,0	27,8
I alt danske kroner	114,3	114,4	136,4	44,4	47,7	59,2
<i>I fremmed valuta</i>						
med egne enheder	64,8	60,6	65,1	31,2	23,4	27,8
med andre banker mv.	52,2	47,0	38,5	68,1	72,1	75,9
med ikke-banker	43,3	42,0	49,7	14,7	14,1	14,0
I alt fremmed valuta	160,3	149,6	153,3	114,0	109,6	117,7
I alt	274,6	264,0	289,7	158,3	157,3	176,9
Landefordeling						
Belgien	11,9	10,2	8,3	8,0	8,4	9,0
Tyskland	10,2	10,1	10,9	10,0	10,7	10,7
Finland	9,9	8,3	6,8	1,5	0,9	2,3
Frankrig	13,5	12,9	19,1	10,1	9,0	13,2
Grækenland	1,1	0,9	1,0	0,1	0,2	0,2
Holland	6,3	5,3	4,2	7,8	8,7	7,3
Irland	17,6	15,5	14,8	2,2	2,3	2,4
Italien	5,7	5,1	4,2	1,4	1,4	2,2
Luxembourg	17,5	19,2	22,5	17,7	16,9	17,0
Portugal	1,2	0,3	0,7	0,9	0,7	0,9
Spanien	1,2	1,9	2,3	2,4	2,1	1,4
Storbritannien	63,9	65,1	82,3	31,7	33,4	48,4
Sverige	31,1	22,2	31,9	2,7	3,6	4,9
Østrig	1,6	1,5	0,8	2,6	2,5	2,9
EU-lande i alt	192,7	178,4	209,7	99,1	100,7	122,8
Norge/Island	5,9	5,9	3,9	2,4	2,3	1,2
Canada	0,4	0,4	0,4	0,3	0,5	0,3
Japan	6,3	5,0	3,4	0,4	1,0	0,2
Schweiz	5,2	6,2	6,1	4,5	4,0	5,0
USA	15,3	13,2	15,1	11,7	8,2	5,0
Australien/New Zealand	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
OECD-lande i alt	226,1	209,4	238,8	118,5	116,8	134,7
Cayman Islands	10,2	13,1	11,8	1,0	1,2	2,8
Hong Kong	3,5	4,9	3,3	0,7	0,8	0,5
Singapore	22,7	25,2	27,5	1,8	1,5	2,4
Øvrige "Offshore Banking" centre	1,6	1,1	0,5	1,3	1,1	0,7
Øvrige Europa ¹⁾	6,4	5,7	5,2	6,2	5,2	4,5
Øvrige Latinamerika	0,4	0,4	0,3	1,8	2,0	0,7
Øvrige Mellemøsten	1,4	1,4	0,9	3,4	2,9	2,1
Øvrige Afrika	0,2	0,2	0,1	0,6	0,6	0,4
Øvrige Asien	1,7	1,9	1,0	1,1	1,1	0,8
Uoplyst mv.	0,4	0,7	0,3	4,4	3,4	4,5
International udstedelse af værdipapirer	•	•	•	17,7	20,7	22,8
I alt	274,6	264,0	289,7	158,3	157,3	176,9

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 herværende virksomheders mellemværender. I tallene indgår således hovedvirksomheder-

nes mellemværender med filialer og datterbanker i udlandet, og for de udenlandsk ejede filialers vedkommende mellemværender med de udenlandske hovedvirksomheder og udenlandske søstervirksomheder. Eksklusive garantier og aktier.

1) Inklusive Gibraltar.

Landefordeling af danske pengeinstitutters udenlandske aktiver
(Konsolideret opgørelse)

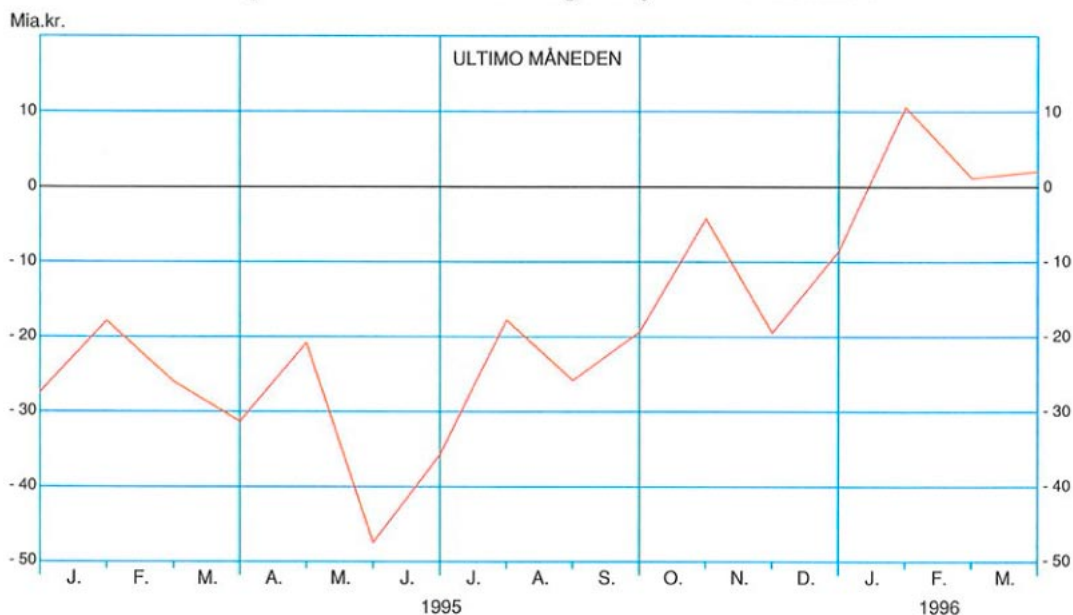
21

Ultimo	Juni 1994	December 1994	Juni 1995	December 1995
	Milliarder kroner			
Belgien	9,8	13,0	12,8	9,1
Tyskland	12,9	14,5	12,2	16,8
Finland	8,8	9,7	12,7	10,6
Frankrig	11,1	10,2	13,1	12,6
Grækenland	1,4	1,2	1,3	1,4
Holland	5,1	8,0	11,7	7,5
Irland	3,5	4,4	8,5	8,7
Italien	6,5	5,0	6,0	5,3
Luxembourg	3,4	7,9	6,3	5,9
Portugal	0,2	0,2	0,4	0,6
Spanien	2,9	3,7	2,7	2,1
Storbritannien	75,1	71,8	80,3	73,8
Sverige	19,5	33,6	42,6	46,3
Østrig	2,1	1,6	1,6	0,9
EU-lande i alt	162,2	184,7	212,3	201,7
Norge/Island	7,1	6,1	7,0	4,7
Canada	2,2	2,5	2,3	2,2
Japan	3,0	2,4	6,9	1,5
Schweiz	3,1	7,9	7,3	7,3
USA	19,4	13,8	19,7	16,5
Australien/New Zealand	0,9	0,6	0,5	0,3
OECD-lande i alt	197,9	218,1	256,0	234,2
Cayman Islands	3,8	5,9	1,3	1,7
Hong Kong	4,1	6,6	6,2	6,1
Singapore	4,6	4,6	4,5	1,8
Øvrige "Offshore Banking" centre	2,5	1,9	3,2	4,0
Øvrige Europa ¹⁾	4,7	3,6	3,4	3,1
Øvrige Latinamerika	0,3	0,9	0,8	0,6
Øvrige Mellemøsten	1,5	2,2	2,8	1,7
Øvrige Afrika	0,3	0,4	0,3	0,2
Øvrige Asien	2,0	2,0	1,9	2,2
Uoplyst	—	—	—	—
I alt	221,8	246,2	280,4	255,6

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 udenland-

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

1) Inklusive Gibraltar.



Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken

Ultimo ¹⁾	Tilgodehavender		Gæld			Netto- stilling i alt	Udlån vedr. kontant- depoter	Særlige indskud ⁴⁾	Genkøbs- konti ⁵⁾
	Indskuds- beviser ²⁾	Indlån	Træk på folio ³⁾	Genkøbs- forret- ninger	Penge- markeds- udlån mv.				
	Millioner kroner								
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	•	•
1995	33 570	1 867	0	43 969	—	- 8 532	1 361	•	•
1995 Marts ...	28 360	533	0	60 179	—	- 31 286	1 004	•	•
April	26 331	1 086	1	48 215	—	- 20 799	1 180	•	•
Maj	19 753	12 924	1	80 095	—	- 47 419	1 261	•	•
Juni	14 942	1 834	0	52 487	—	- 35 711	954	•	•
Juli	26 451	3 873	0	48 057	—	- 17 733	1 335	•	•
Aug.	20 995	12 125	1	58 928	—	- 25 809	1 257	•	•
Sept.	38 208	2 918	0	60 470	—	- 19 344	1 068	•	•
Okt.	25 519	12 948	1	42 703	—	- 4 237	1 137	•	•
Nov.	23 434	15 148	0	58 027	—	- 19 445	1 076	•	•
Dec.	33 570	1 867	0	43 969	—	- 8 532	1 361	•	•
1996 Jan.	29 718	18 138	0	37 266	—	10 590	1 165	•	•
Feb.	30 987	14 689	1	44 489	—	1 186	1 185	•	•
Marts ...	42 056	1 760	0	41 758	—	2 058	1 095	•	•

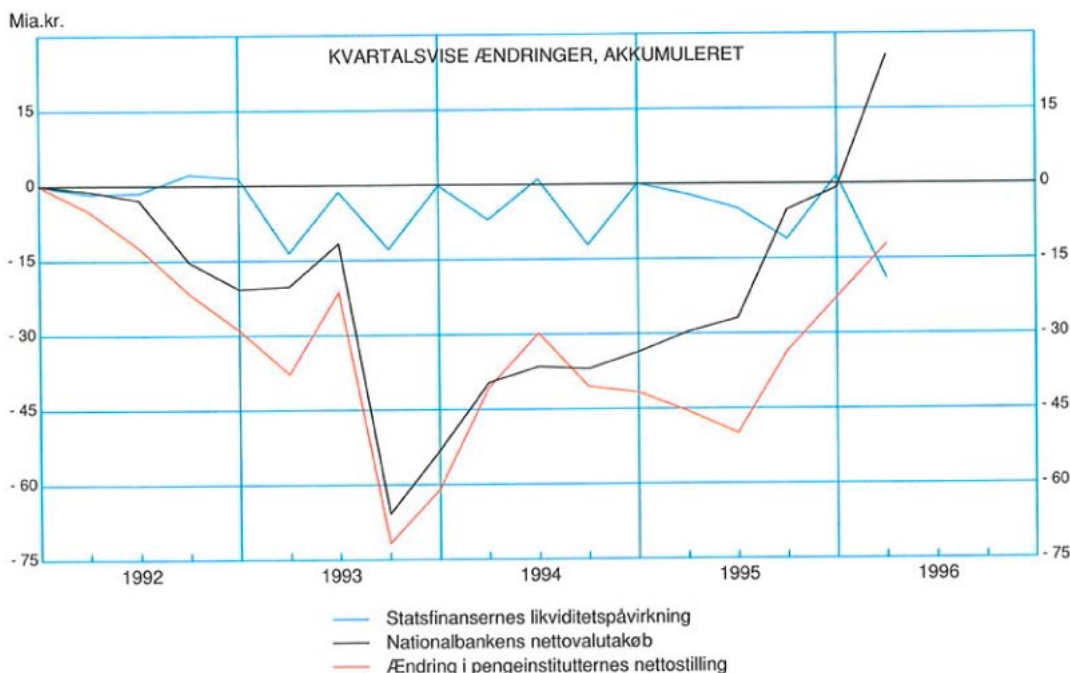
1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

2) Nominel værdi. I 1985-86 indlænsbeviser.

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

4) Som følge af overskridelser af den i henhold til indlænsovervågningssystemet fastsatte basisstigningsgrænse for de enkelte pengeinstitutters indenlandske indlån. Indlænsovervågningssystemet blev stillet i bero fra og med januar 1988 og afvikledes pr. 1. marts 1991.

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



	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb ⁴⁾⁵⁾	Nationalbankens obligationskøb ⁵⁾	Andre faktorer ⁶⁾	Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Korrigeret bruttofinansieringsbehov ¹⁾	Bruttosalg af statspapirer(-) ²⁾	Likviditetspåvirkning ³⁾				Ændring	Ultimo
Milliarder kroner								
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
1995	138,8	- 137,2	1,6	32,9	- 7,2	- 8,4	18,9	- 8,5
1994 1. kv. ..	26,6	- 33,6	- 6,9	13,6	7,3	6,4	20,3	- 26,5
2. - ..	36,4	- 28,3	8,1	3,2	2,6	- 2,9	10,9	- 15,5
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. kv. ..	45,7	- 47,9	- 2,2	4,0	- 6,0	0,3	- 3,9	- 31,3
2. - ..	25,8	- 28,6	- 2,8	2,7	- 0,4	- 4,0	- 4,4	- 35,7
3. - ..	32,5	- 38,7	- 6,2	21,7	0,3	0,6	16,4	- 19,3
4. - ..	34,8	- 22,0	12,7	4,4	- 1,1	- 5,2	10,8	- 8,5
1996 1. kv. ..	21,1	- 41,6	- 20,6	26,4	0,6	4,1	10,6	2,1

1) Eksklusive afdrag på udenlandske statslån og opkøb af ECU-obligationer. Se i øvrigt anmærkning, side 14 nederst.

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

3) Formidskelse af statens indestående i Nationalbanken forøget med statens nettolåntagning i udlandet og statens nettosalg af ECU-obligationer.

4) Ændring i Danmarks internationale likviditet eksklusive statens nettolåntagning i udlandet og statens nettosalg af ECU-obligationer.

5) Eksklusive Nationalbankens handel med ECU-obligationer.

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

Ultimo	Sedler og mønt ¹⁾	Indskud i pengeinstitutterne ²⁾			Pengemængden	Stigning i pengemængden i forhold til samme tidspunkt året før
		Anfordring	Opsigelse	Tidsindskud ³⁾		
	Milliarder kroner					Procent
1989	23,1	187,8	37,1	120,0	367,9	1,0
1990	23,6	<u>202,8</u>	<u>42,4</u>	<u>122,2</u>	<u>391,0</u>	6,3
1991	24,2	224,7	36,9	93,1	379,0	4,2
1992	25,0	218,5	33,6	97,6	374,6	- 1,2
1993	25,8	246,4	29,7	114,7	416,6	11,2
1994	28,9	243,4	27,0	94,6	394,0	- 5,4
1995	30,6	251,7	31,8	96,0	410,1	4,1
1995 Marts	28,2	240,5	27,1	102,3	398,0	- 5,4
April	28,9	254,5	27,0	108,4	418,8	- 4,9
Maj	28,7	251,4	26,8	104,7	411,5	- 3,6
Juni	30,0	246,1	26,4	104,0	406,5	- 2,3
Juli	29,0	256,3	26,6	112,3	424,2	- 2,1
Aug.	28,7	249,7	26,7	107,2	412,3	- 0,7
Sept.	29,1	248,5	27,0	107,1	411,7	1,2
Okt.	28,3	261,0	28,5	115,5	433,3	2,5
Nov.	29,1	250,8	31,7	108,5	420,1	2,5
Dec.	30,6	251,7	31,7	96,0	410,0	4,1
1996 Jan.	29,0	262,3	32,7	115,7	439,7	7,4
Feb.	28,8	260,8	32,9	108,8	431,3	8,1
Marts	29,7	257,9	32,7	99,5	419,7	5,4

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

- 1) Seddel- og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.
2) Inklusive indskud i Postgiroen. Mellemværender med valutaindlån-

dinge i indenlandske enheder i kroner og valuta. Eksklusive indskud på særlige indlånsformer bortset fra gevinstopsparingskonti.

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

Forskellige faktorerers påvirkning af pengemængden

	Formindskelse af statens indestående i Nationalbanken ¹⁾	Udlånsstigning i pengeinstitutterne ²⁾	Obligationenkøb ³⁾	Stigning (-) i indskud på særlige indlånsformer mv. ³⁾	Stigning (-) i nettoindskud fra realkreditinstitutter mv. ⁶⁾	Ændring i pengeinstitutternes udlånsstilling	Ændring i Danmarks internationale likviditet mv. ⁴⁾	Andre faktorer ⁸⁾	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
1995	1,6	16,6	- 14,6	- 0,6	- 17,7	7,4	35,2	- 11,8	16,2
1995 1. kv. ...	- 2,2	2,1	- 8,9	4,9	10,7	- 7,0	4,0	0,5	4,1
2. - ...	- 2,8	8,0	- 3,9	0,7	- 9,5	20,7	3,4	- 8,3	8,5
3. - ...	- 6,2	- 1,2	6,1	1,0	0,9	- 9,4	21,9	- 8,0	5,2
4. - ...	12,7	7,7	- 7,9	- 7,2	- 19,8	3,0	5,9	3,9	- 1,6
1996 1. kv. ...	- 20,6	7,7	0,7	1,4	- 6,8	- 1,2	26,4	2,0	9,6

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

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

- 3) Nationalbanken, pengeinstitutterne, Hypotekbanken og Postgiroen.

- 4) Eksklusive Nationalbankens handel med ECU-obligationer.

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

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

- 7) Eksklusive kursregulering mv. af den internationale likviditet samt statens, Hypotekbankens og Dansk Eksportfinansieringsfonds nettolåntagning i udlandet. Endvidere eksklusive statens nettoalg af ECU-obligationer.

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

	Netto- salg af inden- landske stats- papirer ¹⁾	Formind- skelse af indestå- ende i National- banken ²⁾	Statens netto- finan- sierungs- behov ³⁾	Nettoudlån fra pengeinstitutterne ⁴⁾		Nettoudlån fra real- kredit- institutter mv.	Udlandet		Kredit- udvidelse til den private sektor og kommuner mv. i alt
				Kroner	Valuta		Registreret låntag- ning ⁵⁾	Leveran- dør- kreditter mv.	
				Milliarder kroner					
1988	7,9	0,4	8,3	- 2,1	20,0	52,0	7,6	- 2,1	75,4
1989	19,2	3,6	22,7	21,1	10,6	11,9	10,1	- 3,4	50,3
1990	22,8	3,2	25,9	21,8	20,2	21,0	21,3	- 5,2	79,1
1991	49,8	- 8,0	41,8	8,2	- 10,2	26,8	12,3	6,2	43,4
1992	28,8	1,5	30,3	- 30,3	- 11,9	12,4	3,9	- 4,7	- 30,4
1993	46,6	- 1,6	44,9	- 28,5	- 23,8	17,4	5,3	- 1,5	- 31,1
1994	46,0	0,2	46,2	- 15,6	- 24,0	12,2	0,9	- 3,3	- 29,8
1995	32,6	1,6	34,2	14,7	- 6,5	26,4	- 3,4	- 3,7	27,4
1993 1. kv. ...	17,1	- 15,0	2,1	- 21,2	- 3,0	4,3	8,5	- 1,6	- 13,1
2. - ...	17,1	12,2	29,3	1,2	- 3,1	4,9	- 7,1	- 3,5	- 7,5
3. - ...	20,4	- 11,5	8,9	- 3,1	- 5,9	6,8	0,0	1,7	- 0,4
4. - ...	- 8,0	12,7	4,7	- 5,5	- 11,7	1,4	3,9	1,9	- 10,1
1994 1. kv. ...	13,1	- 6,9	6,2	- 9,8	- 8,0	14,2	0,8	- 1,6	- 4,5
2. - ...	17,2	8,1	25,3	5,9	- 7,2	- 5,4	1,8	- 1,0	- 5,8
3. - ...	25,1	- 13,2	11,9	- 10,1	- 3,8	3,7	- 2,1	- 2,1	- 14,3
4. - ...	- 9,5	12,2	2,8	- 1,6	- 5,1	- 0,3	0,5	1,4	- 5,2
1995 1. kv. ...	8,2	- 2,2	6,0	- 0,5	- 2,1	7,7	0,6	- 2,5	3,2
2. - ...	24,2	- 2,8	21,5	7,1	- 3,4	4,3	- 1,9	- 3,0	3,0
3. - ...	13,8	- 6,2	7,6	- 0,4	- 1,9	8,8	- 0,6	- 2,1	3,8
4. - ...	- 13,6	12,7	- 0,9	8,5	1,0	5,6	- 1,6	3,9	17,4
1996 1. kv. ...	16,0	- 20,6	- 4,6	4,7	- 2,5	15,3	- 2,0	...	...

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

1) Fra og med 1. kvartal 1994 korrigeret for opkøb af statspapirer, jf. side 14 nederst, note 1.

2) Forøget med statens nettolåntagning i udlandet og statens netto-salg af ECU-obligationer.

3) Se side 14 nederst.

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

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

	Støttet byggeri	Erhvervsejendomme			Ejerboliger og fritidshuse	I alt
		Privat boligud- lejning	Byerhverv	Landbrug		
	Milliarder kroner					
Bogført kontantsaldo¹⁾						
1992	106,9	45,6	126,0	98,6	331,0	708,1
1993	112,5	44,1	124,0	100,7	354,0	735,4
1994	118,3	42,2	114,9	101,4	379,5	756,3
1995	121,9	44,3	113,7	103,9	399,4	783,2
1994 1. kvt.	120,1	42,8	123,2	102,2	366,1	754,4
2. -	118,0	42,4	119,0	99,4	372,3	751,2
3. -	118,6	42,3	116,5	100,5	377,6	755,5
4. -	118,4	42,2	114,4	101,4	379,7	756,1
1995 1. kvt.	121,1	42,8	113,8	102,0	382,3	762,0
2. -	120,1	43,0	113,4	102,1	385,6	764,3
3. -	122,5	43,4	114,6	102,9	390,7	774,2
4. -	122,0	44,3	113,8	103,9	399,7	783,8
1996 1. kvt.	125,2	45,6	117,8	105,2	408,0	801,6
Beregnet kontantsaldo²⁾						
1994 1. kvt.	116,3	44,9	124,3	101,7	361,2	748,4
2. -	115,3	44,4	117,6	100,5	364,1	741,9
3. -	117,1	44,6	115,0	99,4	366,7	742,8
4. -	116,1	44,9	113,0	100,2	368,9	743,2
1995 1. kvt.	120,9	43,1	114,7	102,2	382,4	763,2
2. -	120,0	43,6	114,7	102,5	386,1	766,9
3. -	122,4	44,2	115,5	103,5	391,0	776,6
4. -	121,4	45,4	115,5	104,3	399,7	786,5
1996 1. kvt.	125,4	45,8	116,8	105,6	407,5	801,0
Nettoudlån inklusive løbetids- opskrivning						
1994	3,6	0,8	-11,0	- 0,5	15,0	7,8
1995	3,1	3,2	0,7	3,0	20,2	30,2
1994 1. kvt.	3,8	0,7	0,3	1,0	7,2	13,0
2. -	- 1,1	- 0,4	- 6,7	- 1,1	2,9	- 6,4
3. -	1,8	0,2	- 2,6	- 1,2	2,7	0,9
4. -	- 1,0	0,3	- 2,0	0,8	2,2	0,4
1995 1. kvt.	2,5	0,9	- 0,2	0,8	2,8	6,9
2. -	- 0,9	0,5	0,1	0,3	3,8	3,7
3. -	2,4	0,7	0,8	0,9	4,9	9,7
4. -	- 0,9	1,2	0,0	0,9	8,7	9,9
1996 1. kvt.	3,4	1,5	3,1	1,8	8,0	17,9

Anm.: Udlån mod pant i fast ejendom i Danmark. Grundlaget for opgørelsen er nærmere beskrevet i Kvartalsoversigten, februar 1996. Fra og med 1995 foreløbige tal.

1) Den bogførte kontantsaldo svarer til pantebrevsrestgælden i henhold til realkreditinstitutternes balancer med fradrag af den af realkredit-

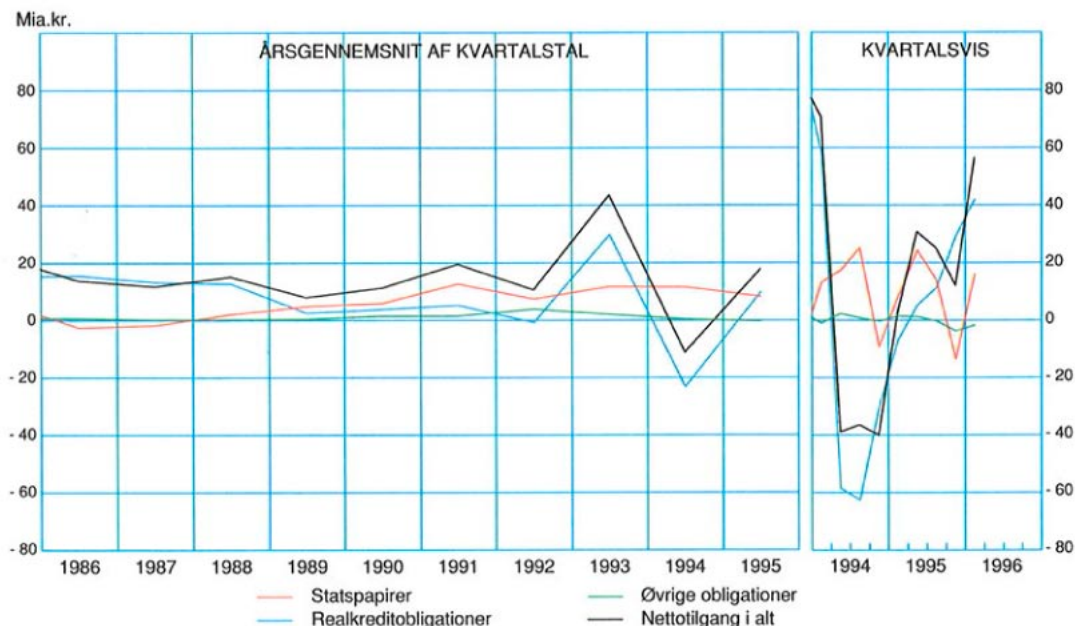
institutterne beregnede underkurskonto for obligationslån ydet efter 1991.

2) Beregnet som bogført kontantsaldo ultimo foregående år med tillæg af nettoudlån inklusive løbetidsopskrivning af obligationslån ydet efter 1991.

	Støttet byggeri	Erhvervsjendomme			Ejerboliger og fritidshuse	I alt
		Privat boligud- lejning	Byerhverv	Landbrug		
Bruttonydlån						
1994	22,2	13,9	46,7	34,8	141,6	259,1
1995	8,9	8,5	23,2	14,2	83,5	138,3
1994 1. kv.	16,8	5,4	19,0	13,0	60,6	114,8
2. -	1,7	3,4	11,2	8,5	34,2	59,0
3. -	2,5	2,9	9,1	8,2	24,4	47,0
4. -	1,2	2,2	7,3	5,2	22,4	38,3
1995 1. kv.	2,5	1,9	3,7	2,9	16,4	27,4
2. -	1,0	1,6	3,7	2,9	17,8	27,0
3. -	2,5	1,6	5,0	2,8	19,2	31,1
4. -	2,9	3,4	10,9	5,6	30,0	52,8
1996 1. kv.	5,0	4,8	19,3	10,2	35,0	74,3
Førtidige indfrielse						
1994	14,7	12,1	53,6	32,8	115,3	228,5
1995	2,1	4,3	18,0	8,8	52,6	85,8
1994 1. kv.	13,1	4,5	18,0	11,8	50,5	98,0
2. -	0,9	3,5	16,8	8,6	28,3	58,1
3. -	0,5	2,5	10,7	9,0	19,1	41,8
4. -	0,1	1,6	8,2	3,4	17,3	30,6
1995 1. kv.	0,1	0,8	3,1	1,8	11,0	16,9
2. -	0,0	0,7	2,1	1,7	11,2	15,7
3. -	0,1	0,8	3,3	1,6	11,9	17,7
4. -	1,9	1,9	9,4	3,7	18,6	35,5
1996 1. kv.	1,7	3,2	15,1	8,1	24,5	52,6
Ordinære afdrag						
1994	5,0	1,0	4,2	2,4	11,6	24,3
1995	5,2	1,2	4,7	2,6	11,0	24,7
1994 1. kv.	0,3	0,2	0,9	0,2	2,9	4,4
2. -	2,2	0,3	1,2	1,0	3,1	7,8
3. -	0,3	0,2	1,1	0,3	2,7	4,5
4. -	2,2	0,3	1,1	0,9	2,9	7,5
1995 1. kv.	0,3	0,2	0,8	0,3	2,6	4,2
2. -	2,3	0,5	1,5	1,0	2,9	8,2
3. -	0,3	0,2	0,9	0,3	2,6	4,3
4. -	2,3	0,3	1,5	1,0	2,9	8,0
1996 1. kv.	0,3	0,2	1,1	0,3	2,6	4,6
Nettoudlån						
1994	2,5	0,7	- 11,2	- 0,4	14,7	6,3
1995	1,6	3,1	0,6	2,8	19,8	27,9
1994 1. kv.	3,4	0,7	0,2	0,9	7,2	12,4
2. -	- 1,4	- 0,5	- 6,7	- 1,1	2,8	- 6,9
3. -	1,6	0,2	- 2,7	- 1,1	2,6	0,7
4. -	- 1,2	0,3	- 2,0	0,9	2,1	0,1
1995 1. kv.	2,1	0,9	- 0,2	0,8	2,7	6,3
2. -	- 1,3	0,4	0,0	0,3	3,7	3,1
3. -	2,1	0,6	0,8	0,9	4,8	9,2
4. -	- 1,3	1,2	0,0	0,8	8,6	9,3
1996 1. kv.	3,0	1,5	3,1	1,7	7,9	17,2

Anm.: Udlån mod pant i fast ejendom i Danmark. Grundlaget for opgørelsen er nærmere beskrevet i Kvartalsoversigten, februar 1996. Fra og med 1995 foreløbige tal.

Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer (Kursværdi)



	Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi				Placeret hos				
	Indenlandske statspapirer ¹⁾	Realkreditobligationer	Øvrige børsnoterede kroneobligationer	I alt	Nationalbanken ²⁾	Pengeinstitutterne ²⁾	Sociale fondes ³⁾ og Hypotekbanken ⁴⁾	Øvrige indenlandske aftagere ⁵⁾	Udlandet ⁶⁾
	Milliarder kroner								
1986	- 10,4	62,2	2,7	54,4	12,1	- 7,4	16,7	32,4	0,6
1987	- 7,3	53,0	1,0	46,7	- 0,1	- 33,6	12,7	50,5	17,3
1988	7,9	50,9	1,1	59,9	- 0,1	15,7	12,3	19,3	12,6
1989	19,2	10,2	1,7	31,1	- 0,3	10,5	11,5	18,3	- 9,0
1990	23,3	15,2	5,8	44,3	2,0	- 25,5	10,2	28,9	28,6
1991	50,3	20,9	5,9	77,1	12,0	- 0,3	9,2	16,6	39,5
1992	29,2	- 3,0	15,4	41,7	- 11,8	- 11,0	1,9	15,4	47,1
1993	46,6	119,1	7,8	173,4	6,9	- 9,6	13,1	87,8	75,2
1994	46,0	- 92,9	1,6	- 45,4	1,6	30,3	- 3,9	10,7	- 84,1
1995	32,6	38,9	- 1,5	70,1	- 7,2	- 6,6	14,0	31,6	38,2
1994 1. kv.	13,1	58,5	- 1,0	70,6	7,3	42,0	5,3	40,4	- 24,4
2. -	17,2	- 58,6	2,3	- 39,1	2,6	1,9	- 1,9	- 1,1	- 40,6
3. -	25,1	- 62,6	0,8	- 36,7	4,2	- 10,0	- 0,4	- 17,1	- 13,4
4. -	- 9,5	- 30,2	- 0,5	- 40,1	- 12,5	- 3,6	- 6,9	- 11,5	- 5,6
1995 1. kv.	8,2	- 6,9	1,4	2,7	- 6,0	- 3,0	4,6	10,6	- 3,5
2. -	24,2	5,1	1,2	30,6	- 0,4	- 2,9	3,3	14,0	16,6
3. -	13,8	11,4	- 0,3	24,9	0,3	6,0	4,5	4,1	9,9
4. -	- 13,6	29,3	- 3,8	12,0	- 1,1	- 6,6	1,6	2,8	15,3
1996 1. kv.	16,0	42,0	- 1,8	56,1	0,6	- 0,2	3,9	32,0	19,8

1) Inklusive statsgælds- og skatkammerbeviser. Fra og med 1. kvartal 1994 korrigeret for opkøb af statspapirer, jf. side 14 nederst, note 1.

2) Korrigeret for genkøbsforretninger mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

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

4) Inklusive Postgiroen.

5) Beregnet residualt.

6) Se side 11.

Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer
(Nominel værdi)

29

Ultimo	Indenlandske statspapirer				Realkreditobligationer	Andre obligationer	I alt
	Obligationer	Statsgældsbeviser	Skatkammerbeviser	I alt			
	Milliarder kroner						
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	609,1	861,5	91,9	1 562,5
1995	488,5	102,7	58,4	649,6	904,3	91,6	1 645,5
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
April	467,9	108,4	49,9	626,1	849,0	94,4	1 569,5
Maj	478,9	108,5	54,1	641,4	853,7	95,5	1 590,6
Juni	482,1	107,8	57,3	647,2	860,7	95,3	1 603,2
Juli	487,6	113,0	48,9	649,5	856,0	94,1	1 599,5
Aug.	497,9	95,1	54,0	647,0	862,6	94,7	1 604,3
Sept.	505,5	98,0	58,8	662,4	872,8	95,2	1 630,3
Okt.	511,0	102,2	51,5	664,7	869,2	95,4	1 629,3
Nov.	489,8	103,1	59,0	651,8	880,5	95,8	1 628,2
Dec.	488,5	102,7	58,4	649,6	904,3	91,6	1 645,5
1996 Jan.	498,6	104,3	51,6	654,6	913,6	88,8	1 657,0
Feb.	499,3	87,0	58,1	644,3	931,0	89,1	1 664,4
Marts	508,7	90,0	66,2	664,9	951,7	90,2	1 706,8

Anm.: For indeksobligationer er nominel værdi inklusive indeksering.

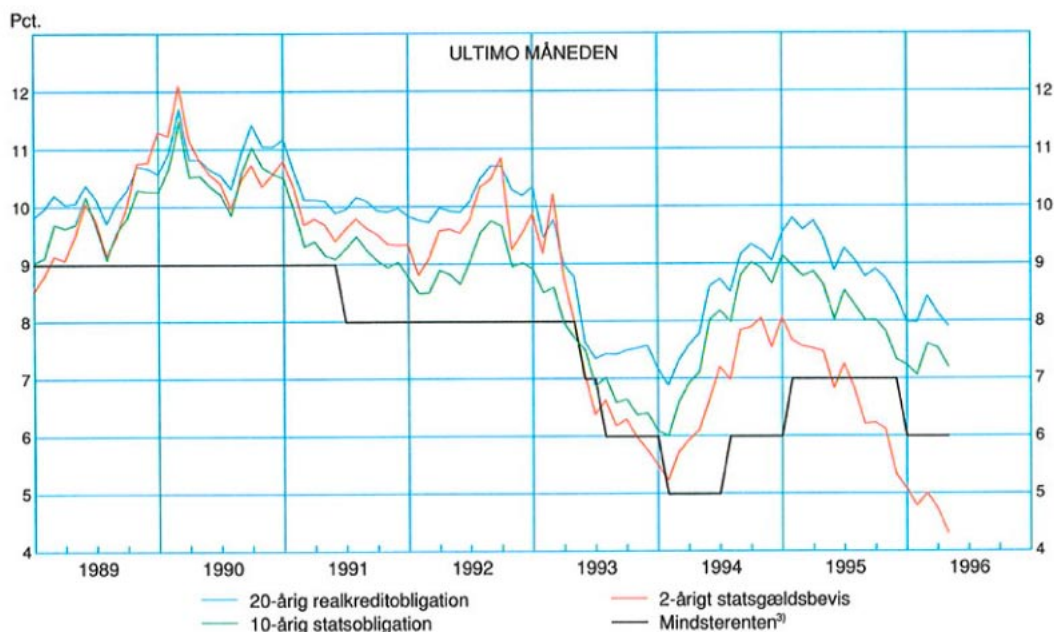
Aktieudvidelser opdelt efter erhvervsgrupper
(Kursværdi)

	Pengeinstitutter ¹⁾	Forsikring	Handel og service	Rederier	Industri	Investerings-selskaber	I alt
	Milliarder kroner						
1986	2,5	0,1	1,9	-	2,3	1,6	8,3
1987	1,8	-	0,3	0,0	0,2	0,7	3,0
1988	2,5	-	0,1	-	0,9	0,5	4,0
1989	5,6	-	1,6	-	1,6	1,9	10,7
1990	1,8	0,9	0,8	0,6	1,1	0,8	6,1
1991	0,7	2,6	1,0	0,2	3,9	1,1	9,3
1992	0,2	-	-	0,3	1,9	2,4	4,7
1993	0,8	-	0,2	0,3	0,2	0,0	1,5
1994	3,3	0,1	21,0	0,8	0,8	0,8	26,7
1995	0,4	0,4	0,7	0,4	1,8	0,1	3,7
1994 1. kv. ...	2,2	-	0,7	-	-	-	2,9
2. - ...	0,7	-	19,5	0,4	0,8	0,6	22,1
3. - ...	-	0,1	0,2	0,3	-	-	0,6
4. - ...	0,4	-	0,6	0,1	-	0,2	1,2
1995 1. kv. ...	-	-	0,1	-	0,7	-	0,8
2. - ...	-	0,4	0,5	0,1	0,2	0,0	1,2
3. - ...	0,4	-	-	-	0,1	-	0,5
4. - ...	0,0	-	0,0	0,3	0,8	0,1	1,2
1996 1. kv. ...	0,5	-	-	-	0,0	-	0,5

Anm.: Børsnoterede aktieudvidelser. Eksklusive fondsaktieemissioner og apportindskud. Fra og med 4. kvartal 1995 er apport-

indskud medtaget, såfremt der samtidig sker en nettoaktieudvidelse.
1) Fra og med juni 1989 inklusive sparekasser.

Effektiv rente af et udvalg af børsnoterede obligationer samt mindsterenten



Ultimo	Statspapirer (stående lån) ¹⁾			Realkreditobligationer (annuitetslån) ¹⁾			Gennemsnit af effektiv obligationsrente ²⁾	Mindsterenten ³⁾
	Løbetid antal år							
	10	5	2	30	20	10		
	Procent p.a.							
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
1995	7,23	6,26	5,08	8,36	7,98	7,12	7,40	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	8,22	7,47	9,74	9,44	8,57	8,72	7
Maj	8,03	7,56	6,83	9,22	8,88	8,19	8,26	7
Juni	8,53	8,09	7,25	9,62	9,26	8,24	8,59	7
Juli	8,27	7,68	6,81	9,40	9,06	8,30	8,35	7
Aug.	8,01	7,26	6,21	9,15	8,77	8,19	8,07	7
Sept.	8,02	7,31	6,23	9,16	8,90	8,14	8,09	7
Okt.	7,81	7,00	6,11	9,02	8,73	8,07	7,91	7
Nov.	7,33	6,48	5,33	8,74	8,44	7,70	7,57	7
Dec.	7,23	6,26	5,08	8,36	7,98	7,12	7,40	6
1996 Jan.	7,06	5,90	4,78	8,33	7,97	6,96	7,21	6
Feb.	7,60	6,33	5,00	8,85	8,43	7,18	7,51	6
Marts	7,53	6,23	4,73	8,69	8,13	7,05	7,35	6
April	7,20	5,90	4,31	8,44	7,91	6,87	7,05	6

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

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

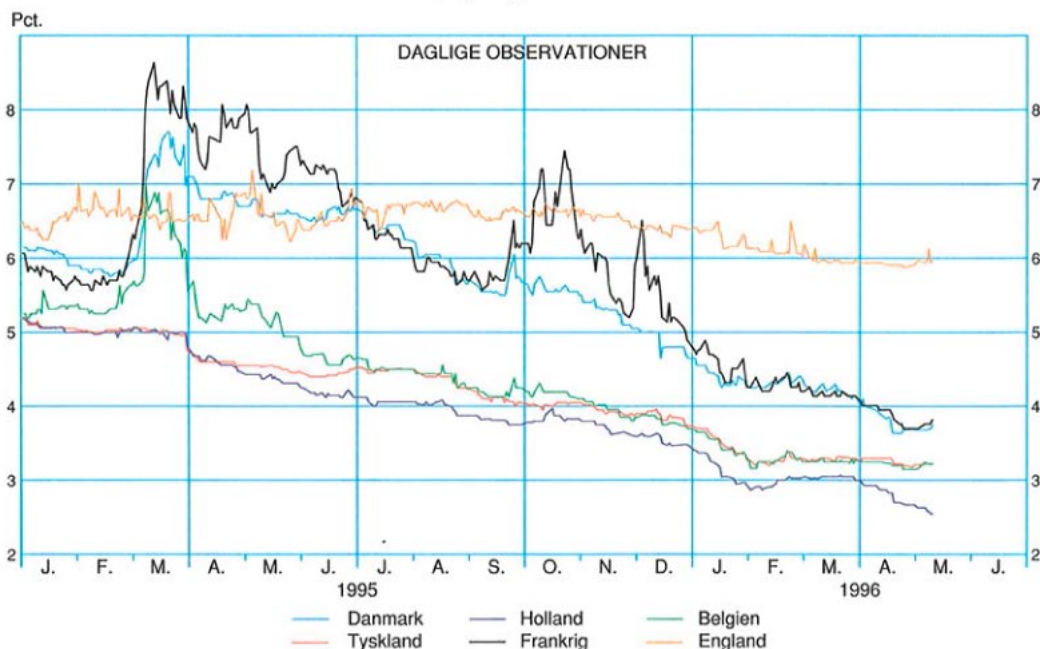
2) I beregningen indgår samtlige statsobligationer og et udvalg af realkreditobligationer. Gennemsnitsrenten er sammenvæjet på grundlag af kursværdien af de cirkulerende beløb.

3) I henhold til kursgevinstloven.

Ultimo	3-måneders eurorente					
	Danmark ¹⁾	England	Japan	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1994 April	5,95	5,13	2,19	7,18	5,25	4,19
Maj	5,85	5,13	2,06	6,93	5,00	4,50
Juni	6,05	5,06	2,13	7,00	4,88	4,63
Juli	5,85	5,38	2,13	7,25	4,88	4,75
Aug.	6,36	5,38	2,25	7,47	4,88	4,88
Sept.	6,33	5,75	2,25	7,81	5,06	5,37
Okt.	6,25	5,96	2,31	7,87	5,06	5,50
Nov.	5,95	6,13	2,28	7,85	5,19	6,06
Dec.	6,15	6,50	2,31	8,00	5,19	6,37
1995 Jan.	5,90	6,69	2,25	7,90	4,94	6,18
Feb.	5,95	6,69	2,19	8,05	5,00	6,18
Marts	7,10	6,56	1,81	8,70	4,63	6,12
April	6,70	6,94	1,31	8,68	4,44	6,13
Maj	6,55	6,56	1,06	8,55	4,38	5,93
Juni	6,67	6,88	1,13	9,03	4,48	5,87
Juli	6,23	6,75	0,75	9,00	4,44	5,75
Aug.	5,66	6,69	0,63	8,93	4,19	5,81
Sept.	5,68	6,69	0,50	8,80	4,00	5,81
Okt.	5,50	6,69	0,63	8,56	4,00	5,69
Nov.	5,05	6,44	0,50	8,62	3,81	5,75
Dec.	4,65	6,38	0,50	8,37	3,70	5,50
1996 Jan.	4,28	6,19	0,56	7,95	3,19	5,25
Feb.	4,35	6,06	0,75	7,37	3,25	5,16
Marts	4,13	6,00	0,56	6,70	3,25	5,34
April	3,68	5,94	0,56	6,25	3,13	5,34
Ultimo	Effektiv rente af 10-årige statsobligationer ²⁾					
	Danmark	England	Japan	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1994 April	7,11	8,10	4,20	8,57	6,53	7,16
Maj	8,02	8,84	4,00	9,43	6,95	7,28
Juni	8,18	8,83	4,46	9,99	7,10	7,45
Juli	7,98	8,75	4,55	10,71	6,84	7,24
Aug.	8,80	8,68	4,83	11,30	7,22	7,31
Sept.	9,02	9,00	4,62	11,18	7,59	7,75
Okt.	8,92	8,92	4,75	10,79	7,64	7,96
Nov.	8,65	8,63	4,71	11,02	7,32	8,07
Dec.	9,14	8,89	4,61	10,92	7,65	7,98
1995 Jan.	8,96	8,72	4,69	11,01	7,42	7,72
Feb.	8,78	8,81	4,48	10,71	7,36	7,33
Marts	8,86	8,68	3,89	11,53	7,19	7,33
April	8,62	8,61	3,63	11,24	7,04	7,18
Maj	8,03	8,09	3,14	10,54	6,65	6,38
Juni	8,53	8,64	2,98	11,01	6,94	6,31
Juli	8,27	8,38	3,12	10,40	6,77	6,53
Aug.	8,01	8,26	3,35	10,24	6,71	6,39
Sept.	8,02	8,29	2,93	9,36	6,62	6,28
Okt.	7,81	8,09	3,19	9,21	6,43	6,11
Nov.	7,33	7,69	2,94	8,77	6,15	5,83
Dec.	7,23	7,57	3,18	8,45	6,03	5,65
1996 Jan.	7,06	7,64	3,19	8,33	5,89	5,66
Feb.	7,60	8,17	3,45	8,84	6,40	6,19
Marts	7,53	8,35	3,22	8,58	6,43	6,43
April	7,20	8,20	3,44	8,21	6,37	6,78

1) 3-måneders pengemarkedsrente. Usikret.

2) Stående lån.



Pengemarkedsrentesatser

		Dag-til-dag ¹⁾			3 måneder ²⁾					
					Usikret			Sikret ³⁾		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
Procent p.a.										
1994	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
	Maj	6,80	8,38	6,00	6,63	6,80	6,55	6,42	6,56	6,32
	Juni	6,53	6,81	6,13	6,60	6,70	6,48	6,36	6,45	6,28
	Juli	6,34	6,88	5,81	6,42	6,63	6,23	6,23	6,42	6,05
	Aug.	6,07	6,88	5,06	5,94	6,23	5,65	5,79	6,03	5,55
	Sept.	5,71	6,31	5,13	5,63	6,05	5,50	5,50	5,70	5,40
	Okt.	5,33	5,63	5,06	5,58	5,75	5,50	5,41	5,53	5,34
	Nov.	5,34	5,88	4,81	5,27	5,50	5,05	5,12	5,33	4,88
	Dec.	5,17	5,56	4,38	4,88	5,05	4,65	4,72	4,90	4,48
1996	Jan.	4,67	5,06	4,13	4,40	4,65	4,25	4,28	4,46	4,14
	Feb.	4,43	4,88	3,94	4,33	4,45	4,25	4,18	4,29	4,11
	Marts ...	4,29	4,63	3,94	4,21	4,30	4,10	4,10	4,22	4,00
	April	3,89	4,13	3,31	3,80	4,10	3,63	3,74	3,92	3,59

1) Beregnet på grundlag af daglige omsætningsgennemsnit.

2) Rente tilbudt for pengemarkedsindskud.

3) Genkøbsforretninger i statspapirer.

		1 måned			2 måneder			3 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
		Procent p.a.								
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
	Maj	6,78	6,84	6,70	6,79	6,90	6,70	6,79	6,90	6,71
	Juni	6,67	6,70	6,64	6,71	6,78	6,63	6,72	6,83	6,63
	Juli	6,43	6,65	6,25	6,50	6,72	6,35	6,54	6,78	6,40
	Aug.	6,03	6,25	5,73	6,06	6,32	5,74	6,07	6,37	5,75
	Sept.	5,68	6,16	5,59	5,70	6,17	5,60	5,71	6,17	5,60
	Okt.	5,60	5,82	5,50	5,67	5,86	5,57	5,73	5,91	5,63
1996	Nov.	5,30	5,50	5,10	5,34	5,56	5,12	5,37	5,63	5,15
	Dec.	5,04	5,12	4,83	4,99	5,13	4,81	5,00	5,16	4,81
	Jan.	4,55	4,76	4,41	4,54	4,76	4,41	4,54	4,77	4,41
	Feb.	4,41	4,53	4,35	4,43	4,60	4,35	4,45	4,68	4,35
	Marts ...	4,27	4,40	4,20	4,31	4,43	4,24	4,34	4,50	4,27
	April	3,92	4,11	3,74	3,93	4,17	3,74	3,95	4,20	3,74
		4 måneder			5 måneder			6 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
		Procent p.a.								
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
	Maj	6,80	6,94	6,72	6,80	6,95	6,72	6,81	6,97	6,71
	Juni	6,74	6,86	6,63	6,75	6,88	6,63	6,76	6,90	6,63
	Juli	6,58	6,83	6,44	6,61	6,86	6,48	6,65	6,90	6,51
	Aug.	6,10	6,41	5,77	6,12	6,46	5,78	6,14	6,50	5,80
	Sept.	5,73	6,21	5,61	5,74	6,22	5,62	5,76	6,25	5,62
	Okt.	5,76	5,93	5,65	5,79	5,96	5,68	5,82	5,99	5,71
1996	Nov.	5,39	5,66	5,16	5,41	5,68	5,18	5,43	5,70	5,19
	Dec.	5,00	5,17	4,82	5,01	5,18	4,83	5,02	5,20	4,85
	Jan.	4,54	4,76	4,41	4,55	4,77	4,42	4,55	4,77	4,42
	Feb.	4,47	4,72	4,35	4,49	4,77	4,38	4,53	4,82	4,39
	Marts ...	4,37	4,51	4,30	4,41	4,54	4,33	4,46	4,56	4,35
	April	3,97	4,23	3,76	3,99	4,26	3,77	4,01	4,30	3,79
		9 måneder			12 måneder					
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest			
		Procent p.a.								
1995	Okt. ¹⁾ ...	•	5,90	5,75	•	5,93	5,78			
	Nov.	5,48	5,74	5,25	5,52	5,77	5,30			
	Dec.	5,06	5,25	4,88	5,10	5,30	4,91			
1996	Jan.	4,56	4,82	4,41	4,58	4,87	4,41			
	Feb.	4,57	4,91	4,43	4,61	4,98	4,45			
	Marts ...	4,52	4,61	4,43	4,59	4,70	4,49			
	April	4,10	4,36	3,89	4,19	4,43	3,97			

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

1) Indberettet fra og med 16. oktober 1995.

Gældende ultimo året/ fra	Diskonto	Indskud på folio ¹⁾	Genkøbs- og indskuds- bevisrente ²⁾	Gældende ultimo året/ fra	Diskonto	Indskud på folio ¹⁾	Genkøbs- og indskuds- bevisrente ²⁾
	Procent p.a.				Procent p.a.		
1987	7,00	8,25	•	1995 28. sept. ..	5,00	5,00	5,40
1988	7,00	7,75	•	5. okt. ...			5,30
1989	7,00	11,00	•	9. nov. ...	4,75	4,75	5,15
1990	8,50	9,50	•	23. - ...			5,00
1991	9,50	9,50	•	15. dec. ...	4,25	4,25	4,75
1992	9,50	9,50	13,00	28. - ...			4,60
1993	6,25	6,25	6,75	1996 11. jan. ...			4,50
1994	5,00	5,00	5,50	25. - ...	4,00	4,00	4,35
1995	4,25	4,25	4,60	8. feb. ...			4,25
1994 6. jan.	6,00	6,00	6,50	7. marts ..	3,75	3,75	4,10
19. -	5,75	5,75	6,25	21. - ...			4,00
18. feb.	5,50	5,50	6,00	1. april ...			3,90
15. april	5,25	5,25	5,90	19. - ...	3,25	3,25	3,80
2. maj			5,80	(30. april) .	3,25	3,25	3,80
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				
18. maj			6,35				
6. juli	5,75	5,75	6,20				
27. -			6,05				
3. aug.	5,50	5,50	5,90				
25. -	5,00	5,00	5,65				
7. sept.			5,50				

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

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

Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter

	Udlån				Indlån ¹⁾			
	Offentlige myndigheder	Erhverv	Ikke-erhverv	I alt	Offentlige myndigheder	Erhverv	Ikke-erhverv	I alt
	Procent p.a.							
1994	...	...	...	10,0	...	...	...	3,5
1995	...	...	...	10,3	...	...	...	3,9
1994 1. kv.	...	...	...	9,9	...	...	...	3,7
2. -	...	...	...	9,8	...	...	...	3,4
3. -	...	...	...	9,9	...	...	...	3,4
4. -	...	...	...	10,2	...	...	...	3,6
1995 1. kv.	...	...	...	10,1	...	...	...	3,6
2. -	...	...	...	10,8	...	...	...	4,2
3. -	...	...	...	10,5	...	...	...	4,0
4. -	7,1	8,8	11,8	9,9	4,6	4,4	2,8	3,6

Anm.: Som følge af at beregningsprincipperne ikke har været endeligt fastlagte, kan der være en mindre unøjagtighed ved enkelte

te af tallene til og med 3. kvartal 1995. Grundlaget for opgørelsen er nærmere beskrevet på side 15.

1) Eksklusive puljeordninger.