

DANMARKS NATIONALBANK

Kvartalsoversigt - August 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 - August 1996

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
Offentliggørelse af rapport om TARGET	21
Danmarks udlandsgæld	
v/Thomas Jensen, Statistisk Kontor	23
<i>Danmarks udlandsgæld er opgjort til 266 mia.kr. eller 27 pct. af BNP ved udgangen af 1995. Gælden i kroner, primært statsobligationer, er nu større end den samlede udlandsgæld.</i>	
Afviklingsrisici i valutahandel	
v/Lars G. Sørensen, Betalingskontoret	36
<i>En G-10 rapport viser, at valutahandlerne generelt undervurderer afviklingsrisikoen. anbefalinger til forbedringer gennemgås.</i>	
Kommende EU-statistikker på det finansielle område	
v/Kim Abildgren, Statistisk Kontor	40
<i>Etableringen af en økonomisk og monetær union med fælles valuta mellem et antal EU-lande vil ændre den finansielle statistik i Europa. Hovedtrækene i planerne gennemgås, herunder betydningen for Danmark, som ikke deltager i unionen.</i>	
Udviklingen på pengemarkedet	
v/Palle Duvier Mehlbye og Jacob Topp, Pengepolitisk Kontor	48
<i>Konkurrencen på pengemarkedet er blevet større og prisdannelsen mere effektiv. Ændringer i Nationalbankens renter slår hurtigt igennem til pengeinstitutternes kunder, især for store indskud eller udlån.</i>	
Pengeefterspørgslen i Danmark	
v/Niels Lynggård Hansen, Økonomisk Kontor	65
<i>Pengemængden kan i hovedtræk forklares med nogle få forhold, især den indenlandske efterspørgsel og forskellen mellem renten på obligationer og renten på indlån. Sammenhængen er så godt som stabil over en periode på 20 år.</i>	
Tabel- og figurafsnit	

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

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

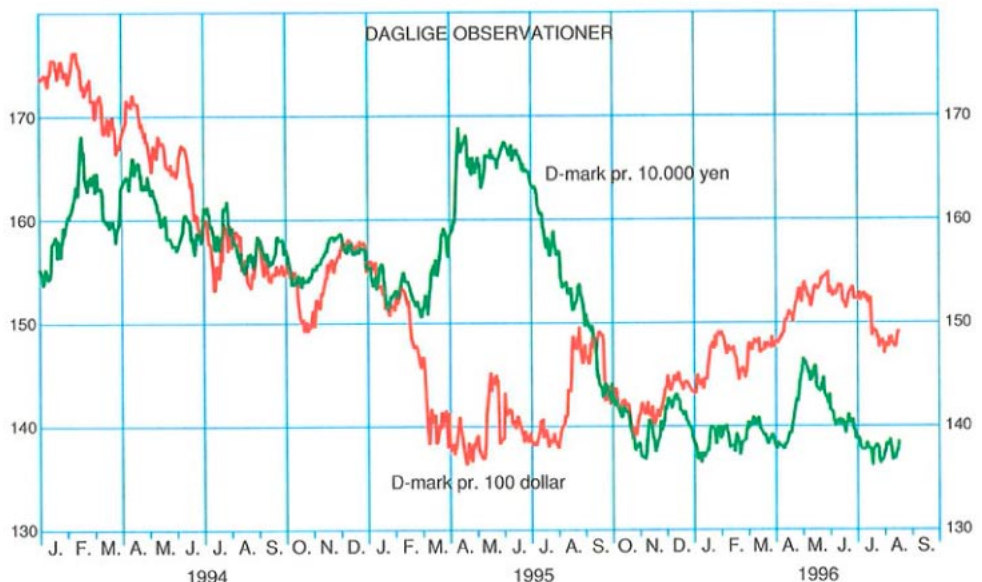
Hovedvalutaerne

Dollar blev svækket betydeligt over for D-mark i sidste halvdel af juli, efter at kursen mellem de to valutaer havde ligget på et stabilt niveau siden udgangen af april, jf. figur 1. Styrkelsen af dollar i årets første måneder blev hermed redresseret mærkbart. Udviklingen i juli skal blandt andet ses i lyset af uro på det amerikanske aktiemarked og kan også hænge sammen med, at markedsdeltagere, der har haft forventninger om en stramning af pengepolitikken i USA og en lempelse i Tyskland, er blevet skuffede.

En betydelig styrkelse af yen i løbet af april blev afløst af en svækkelse i forhold til dollar og D-mark af nogenlunde samme størrelse fra maj og frem til midten af august. I forhold til højdepunktet i foråret 1995 er yen svækket med ca. 30 pct. over for dollar og ca. 20 pct. over for D-mark.

De pengepolitiske fastsatte rentesatser i USA har i perioden været uændrede, mens kapitalmarkedsrenterne har været ret volatile uden klar tendens, jf. figur 2. Fluktuationerne har i nogen grad været drevet af marke-

Figur 1 Valutakurser i forhold til D-mark



Figur 2

Obligationsrenter

Anm.: 10-årige statsobligationer.

dernes skiftende forventninger til den økonomiske vækst i USA og en deraf afledt frygt for et inflationspres, som kan føre til pengepolitiske stramninger. Spændet mellem den lange og den korte rente har fluktueret tilsvarende efter en markant udvidelse i årets første måneder.

Den Tyske Forbundsbank har siden april, hvor lombardrenten og diskontoen (korridoren for reporenten) blev nedsat, holdt de officielle renter i ro. Dette er sket, selv om væksten i det pengepolitiske mellem mål, pengemængden, fortsat ligger noget over målintervallet, og kan ses i sammenhæng med det forudgående års moderate vækst i pengemængden og den aktuelt meget lave tyske inflation. I forlængelse heraf er de korte markedsrenter omtrent uændrede. Stigningen i den lange amerikanske obligationsrente fra februar til maj slog ikke igennem på den tilsvarende tyske, som i denne periode lå fladt. Som resultat skiftede spændet mellem de lange tyske og amerikanske renter fra at være i amerikansk til at være i tysk favør. Siden maj har rentespændet ligget omkring et stabilt niveau, om end med betydelige udsving. Skiftet i rentespændet skal ses i lyset af, at USA er længere fremme i konjunkturcyklen end Tyskland. Således er der i USA en fornyet konjunkturopgang, mens der endnu kun er begyndende tegn på vækst i Tyskland, ligesom den tyske inflation ligger væsentligt under den amerikanske.

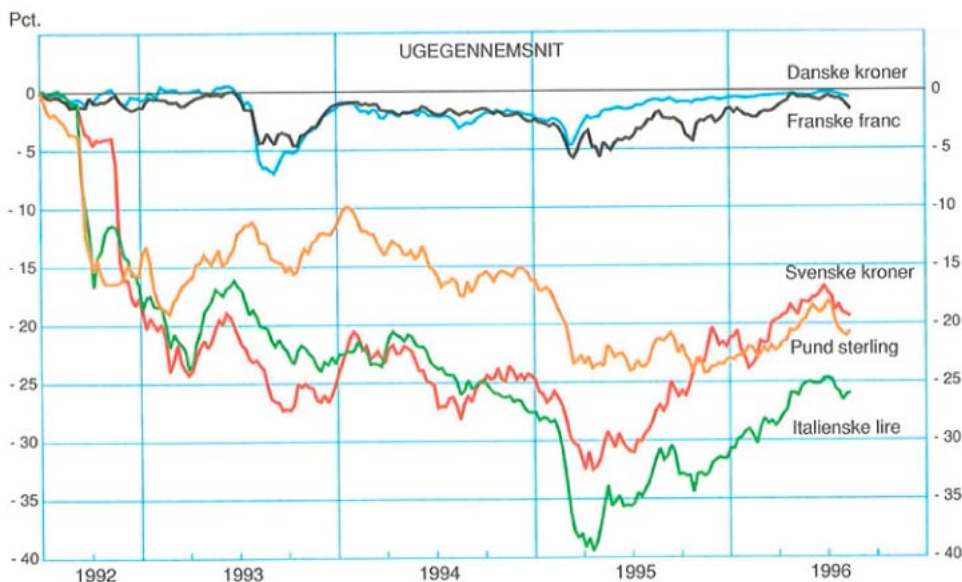
Konjunkturerne er ved at rette sig i Japan efter den recession, der satte ind i begyndelsen af dette årti. Forbrugerpriser og lønninger er fortsat rolige, og en betydelig ledig produktionskapacitet danner god grobund for en udvidelse af aktiviteten uden en væsentlig opgang i inflationen. Der har siden årsskiftet kun været små bevægelser i den lange japanske rente.

De europæiske valutaer

Fra foråret 1995 og frem til juli indeværende år var der en tendens til styrkelse i forhold til D-mark for de europæiske valutaer, som var blevet mest svækkede i kølvandet på valutakrisen i 1992. Denne tendens blev brudt i juli, og i midten af august var der for en række af disse valutaer tale om lidt svagere kurser end i maj, jf. figur 3. Derimod har der i den forløbne periode kun været mindre forskydninger i valutakurserne mellem kernelandene inden for EMS-samarbejdet.

Efter at være blevet styrket i de forudgående måneder, lå den franske franc stabilt over for D-mark i perioden fra maj og frem til slutningen af juli. Den franske franc var herefter let vigende og lå medio august på omtrent samme niveau over for D-mark som ved årsskiftet. Den franske centralbank foretog i den forløbne periode mindre nedsættelser af de officielle

Figur 3 *Udvalgte valutaer i forhold til D-mark*



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

renter. Bevægelserne i de korte markedsrenter var små frem til begyndelsen af august, hvor der indtraf en mindre stigning.

Den danske krone har ligget omkring 3,86 kr. pr. D-mark med beskedne daglige udsving. Den danske krone er hermed omtrent på niveauet fra før valutakrisen i 1992. Den mærkbare nedgang i den effektive kronekurs i begyndelsen af året er på det seneste redresseret noget som følge af svækkelsen af dollar og en række europæiske valutaer. Den effektive kronekurs var i midten af august ca. 1½ pct. under niveauet ved årsskiftet.

Efter svækkelsen i løbet af juli er den svenske krone i indeværende år styrket med knap 3 pct. over for D-mark, men ligger dog næsten 20 pct. svagere end i sommeren 1992. Sveriges Riksbank har i lyset af den lave svenske inflation fortsat sekvensen af nedsættelser af den centrale officielle rente, reporenten, som nu er nedsat med i alt 3½ procent siden årsskiftet. Pengemarkedsrenterne har fulgt med og var i midten af august på det laveste niveau i flere år. Med en stort set uændret lang rente har dette betydet en markant udvidelse af spændet mellem den lange og korte rente i løbet af indeværende år.

Ikke mindst i lyset af tegn på aftagende vækst valgte den britiske regering i begyndelsen af juni at nedsætte renten. Rentenedsættelsen skete på trods af anbefalinger fra Bank of England, der har udtrykt bekymring for, at nedsættelsen kan gøre en opfyldelse af den officielle inflationsmålsætning mindre sandsynlig. Renten er siden december 1995 blevet nedsat med i alt 1 pct. Pund sterling blev fra udgangen af 1995 og frem til midten af juli styrket mærkbart over for D-mark, men er siden da blevet svækket i takt med svækkelsen af dollar. Den lange rente var svagt faldende fra juni og frem til midten af august.

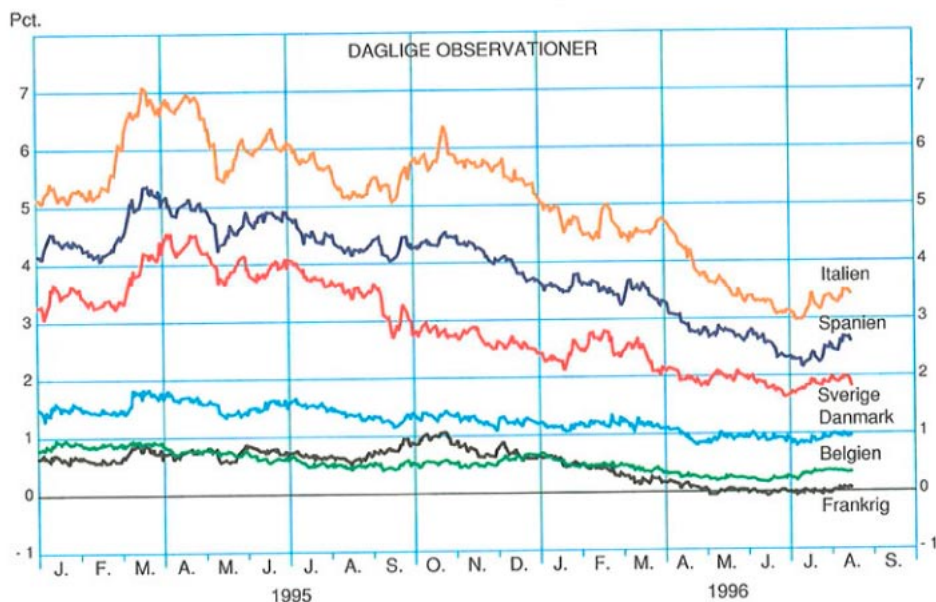
Italienske lire og spanske pesetas har efter betydelige stigninger over for D-mark siden foråret 1995 - mest markant for liren - mistet lidt af deres fremgang i den forløbne periode. Den portugisiske escudo har ligget stabilt over for D-mark.

Om end der i løbet af juli indtraf et mindre tilbagefald, er der i indeværende år sket en tydelig indsnævring af det lange rentespænd til Tyskland i de fleste europæiske lande, jf. figur 4. Specielt tydelig har udviklingen været for lande som Italien og Spanien, samt for Frankrig. Spændet mellem de lange franske og tyske obligationsrenter blev ved indgangen til maj helt elimineret, og den franske rente har efterfølgende været på niveau med og i perioder endog marginalt under den tyske rente.

Reduktionen af de lange rentespænd over for Tyskland kan for nogle landes vedkommende ses som udtryk for en forøget tiltro blandt markeds-

Figur 4

*Rentespænd til Tyskland
for 10-årige statsobligationer*



deltagere til realisationen af 3. fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) pr. 1. januar 1999. En gennemgang af udviklingen i de internationale forwardrenter synes at understøtte en sådan forklaring, jf. nedenstående afsnit om internationale forwardrenter og forventningerne til ØMU. Motivationen bag en forøget tiltro til ØMU skal formentlig først og fremmest søges i en større tiltro blandt markedsdeltagere til den politiske vilje til gennemførelsen af ØMU, især i Tyskland og Frankrig. Hvad angår specielt elimineringen af det fransk-tyske rentespænd, kan rent interne forhold i Frankrig dog også have bidraget, idet nedsættelsen af renten på de såkaldte "livret A"-opsparinger samt en række skattemæssige ændringer har gjort porteføljeomlægninger fra kort til lang placering internt i Frankrig mere fordelagtigt.

Internationale forwardrenter og forventningerne til ØMU

Deltagerlandene i 3. fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) må ventes at få samme renteniveau på nær de antageligt små forskelle, der måtte skyldes forskelle i kreditrisiko. Det må derfor formodes, at de europæiske obligationsmarkeder, i det omfang realisationen af 3. fase pr. 1. januar 1999 anses for troværdig, vil have indkalkuleret en eliminering af rentespændene mellem de forventede deltagerlande fra denne dato.

Tabel 1 *Markedets forventninger udtrykt ved forwardrenterne
til niveauet for det 5-årige
rentespænd til Tyskland primo januar 1999*

	5-årigt rentespænd til Tyskland				
	Spotrenter 1/8 1996	Forwardrenter fra primo januar 1999			
		1/1 1995	1/7 1995	1/1 1996	1/8 1996
	Basispunkter				
Kernelande					
Holland	5	37	- 6	- 8	- 2
Østrig	5	10	3	11	- 2
Frankrig	5	42	3	5	- 26
Belgien	14	72	25	46	14
Lande med forbehold for 3. fase					
Danmark	89	112	130	90	84
England	188	101	88	74	116
Højrente-lande					
Sverige	232	315	325	147	206
Italien	327	322	373	345	228
Spanien	268	388	406	271	186

Kilde: Bloomberg.

Anm.: Forwardrenter er baseret på swaprenter.

Forwardrenterne, der beregnes ud fra rentestrukturen som de implicitte renter for fremtidige udlån, benyttes ofte som indikator for markedsdeltagernes forventninger til de fremtidige spotrenter¹⁾. Selv om denne fremgangsmåde er behæftet med visse begrænsninger, blandt andet fordi eventuelle risikopræmier i rentestrukturen negligeres, kan forwardrenterne og specielt udviklingen i disse dog give en vis fornemmelse af markedsforsventningerne og deres udvikling.

Med dette udgangspunkt er det muligt at få en fornemmelse af markedsdeltagernes forventninger til realisationen af 3. fase pr. 1. januar 1999, herunder til hvilke lande, der eventuelt måtte deltage, ved at sammenholde forwardrenterne med start netop 1. januar 1999 i EU-landene. Tabel 1 viser spotrentespændene til Tyskland pr. 1. august indeværende år samt de tilsvarende forwardrentespænd med start primo januar 1999 for udvalgte lande og datoer. Der er i tabellen foretaget en grov gruppering af landene. Gi-

1) For en nærmere redegørelse for forwardrenter henvises til artiklen "Indikatorer for markedsdeltagernes forventninger til rente- og inflationsudviklingen i Danmark" af Jacob Topp i Kvartalsoversigten, maj 1996.

vet usikkerheden ved brugen af forwardrenter, kan mindre forskelle landene imellem i forwardrentespænd ikke tillægges betydning.

Pr. 1. august indeværende år var spotrenteniveauerne i kernelandene inden for ØMU-samarbejdet stort set sammenfaldende. Forwardrenterne pr. samme dato antyder, at markedsdeltagerne samtidigt forventede, at renteniveauerne i disse lande også ville være sammenfaldende primo januar 1999, idet det negative fransk-tyske forwardrentespænd formentlig skal tilskrives særlige franske forhold, jf. ovenfor. For højrentelandene samt landene med forbehold for 3. fase tyder forwardrenterne på, at der forventes et fortsat betydeligt rentespænd til Tyskland primo januar 1999.

Selv om der tilsyneladende er indregnet betydelige rentespænd for ikke-kernelandene primo januar 1999, er der for disse lande tale om en tydelig indsnævring af spændet, sammenlignet med spotrenteniveauerne pr. 1. august indeværende år. For eksempel er der indarbejdet en indsnævring af rentespændet mellem Italien og Tyskland på cirka 1 pct. Dette kan hænge sammen med, at markedsdeltagerne har en tiltro til, at disse lande fortsat vil indrette deres økonomiske politik efter konvergenskriterierne i Maastricht-traktaten med henblik på - på et senere tidspunkt, når udviklingen måtte tillade det - at indtræde i ØMU.

Sammenfattende synes de internationale forwardrenter samt udviklingen i disse at indikere, at de europæiske obligationsmarkeder primo august havde tiltro til realisationen af 3. fase pr. 1. januar 1999 med kernelandene som deltagere, og at denne tiltro er blevet mere udpræget siden årsskiftet. Dette står i kontrast til situationen ved indgangen til 1995, hvor forwardrenterne antyder, at markedsdeltagerne havde en negativ vurdering af mulighederne for igangsættelse af ØMU-projektet.

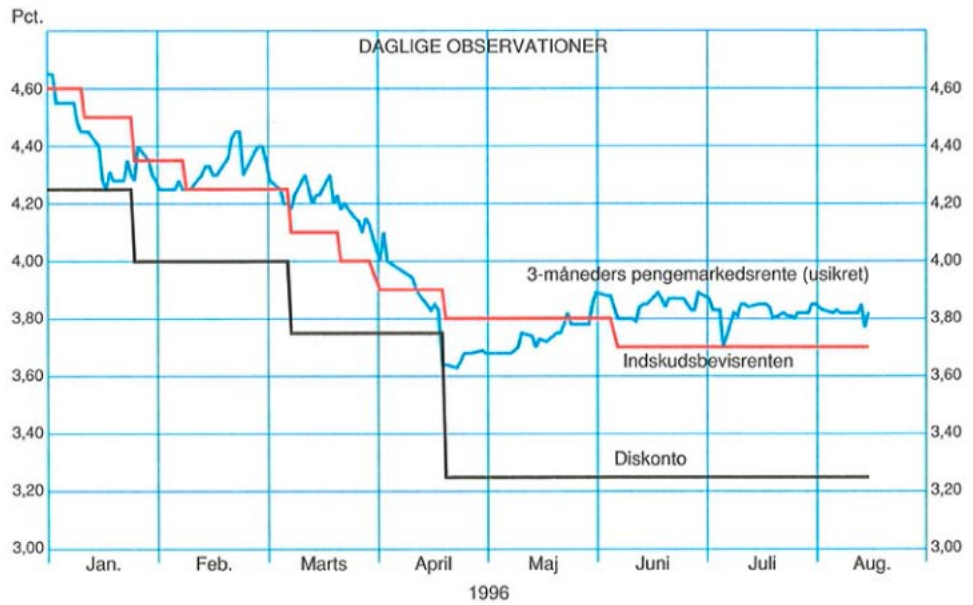
Rente- og likviditetsudviklingen

De danske renter har været stabile siden maj, jf. figur 5. Diskontoen er uændret på 3,25 pct., mens renten på indskudsbeviser og genkøbsforretninger er nedsat med 0,10 pct. til 3,70 pct. 3-måneders pengemarkedsrenten har efter den seneste nedsættelse af indskudsbevisrenten fluktueret omkring et niveau på 3,80 pct., og det korte rentespænd over for Tyskland har gennem perioden ligget omkring 0,5 pct.

Rentestrukturen på pengemarkedet er i løbet af 1996 blevet ganske stejl, jf. figur 6. Medio august var renten på pengemarkedspapirer med 1 års løbetid således betydeligt højere end renten ved de korte segmenter af pengemarkedet. Denne stejle rentestruktur ses også i en række andre lande og kan indikere forventninger i markedet om stigende korte renter i fremtiden.

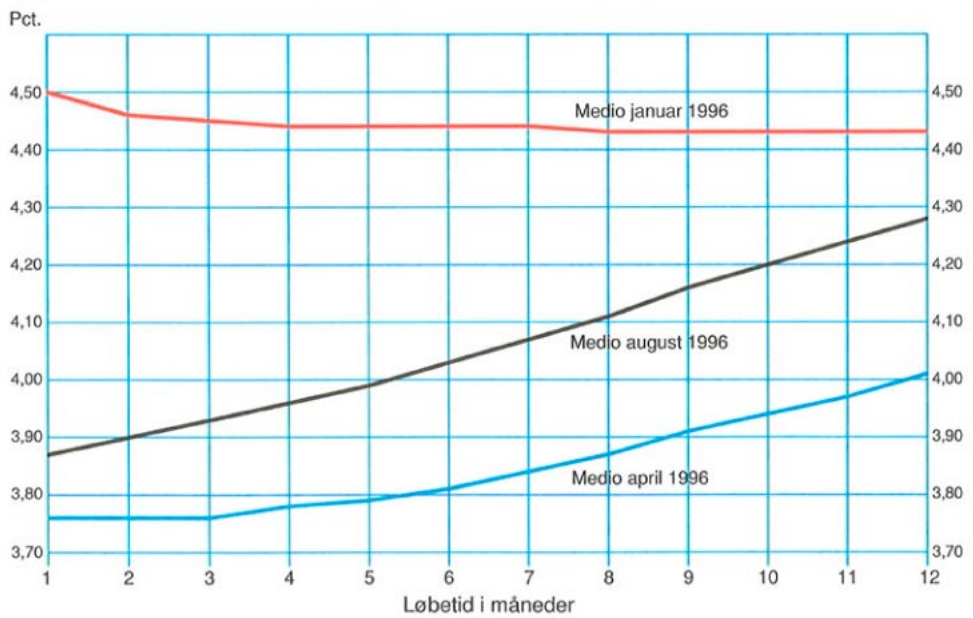
Figur 5

Danske renter



Figur 6

Rentestruktur på det usikrede pengemarked



Renten på en 10-årig statsobligation har stabiliseret sig omkring et niveau på 7,3 pct. igennem de seneste måneder efter en større volatilitet i årets første måneder. Rentespændet over for Tyskland har holdt sig lige under 1 pct.

Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken er formindsket med 15 mia.kr. siden udgangen af april til en samlet nettostilling på 14 mia.kr. ultimo juli. Nationalbankens salg af valuta siden maj har bidraget til denne nedgang.

Med virkning fra den 13. august 1996 har Nationalbanken nedsat det faste tillæg ved annoncerede tilbagekøb af indskudsbeviser fra 0,10 pct. til 0,05 pct. Tilpasningen skal ses på baggrund af det nuværende lave renteniveau. Det faste tilbagekøbstillæg anvendes ved større behov for tilførsel af likviditet. Ved mindre likviditetsbehov fortsættes den hidtidige praksis med markedsoperationer i indskudsbeviser til en markedsrelateret rente.

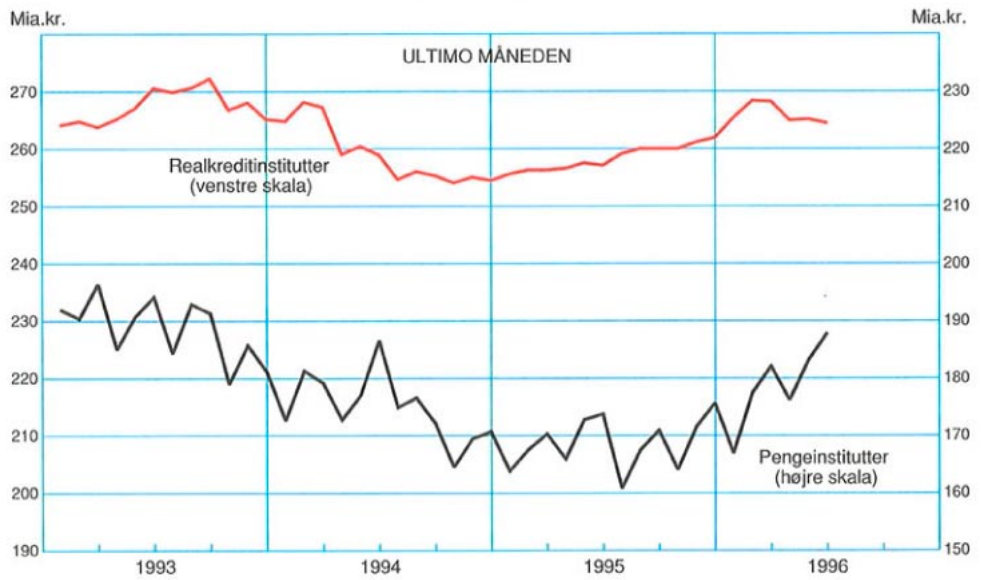
Kreditformidlingen

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til indlændinge fortsætter med at vokse. Samlet er kroneudlånet i juni 1996 steget med 6 pct. i forhold til samme måned året før, og for pengeinstitutterne alene er stigningstakten 7½ pct. Udlånsstigningen kan frem til årsskiftet ses på baggrund af et fald i den private sektors opsparingsoverskud, der havde modstykke i forringelsen af de løbende poster på betalingsbalancen. Den fortsatte vækst i udlånene i 1996 må snarere ses som resultatet af porteføljeomlægninger begrundet i den stejle rentekurve.

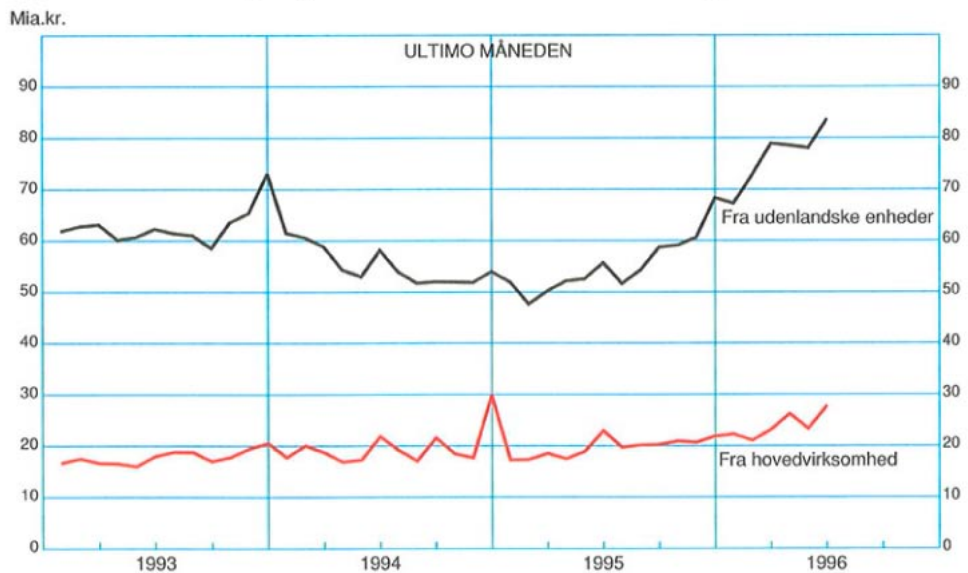
For erhvervssektoren alene er det ligeledes primært kreditformidlingen fra pengeinstitutterne, der ekspanderer, jf. figur 7. Realkreditinstitutternes udlån til erhverv er også vokset betydeligt i forhold til samme tidspunkt året før, men i de seneste måneder har der været et fald efter en kraftigere stigning omkring årsskiftet. Den mindre konverteringsbølge, der fandt sted omkring årsskiftet, kan have bidraget hertil. Ved konverteringerne opsgav en række erhvervsvirksomheder nemlig deres lån til termin og optog nye straks. Dette bidrog til en midlertidig oppustning af udlånet.

Danske pengeinstitutters udlånsaktivitet i udlandet er forøget. Det samlede udlån i kroner og valuta til udlændinge er steget med 27 pct. i løbet af det seneste år. Dermed udgør udlånet til udlændinge næsten 1/3 af pengeinstitutternes samlede udlånsaktivitet. Det er primært valutaudlånene til udlændinge, der vokser. Disse koncentrerer sig i stigende grad i de danske bankers udenlandske filialer og datterbanker, jf. figur 8. Denne udvikling skal ses i lyset af især de større bankers voksende internationale orientering.

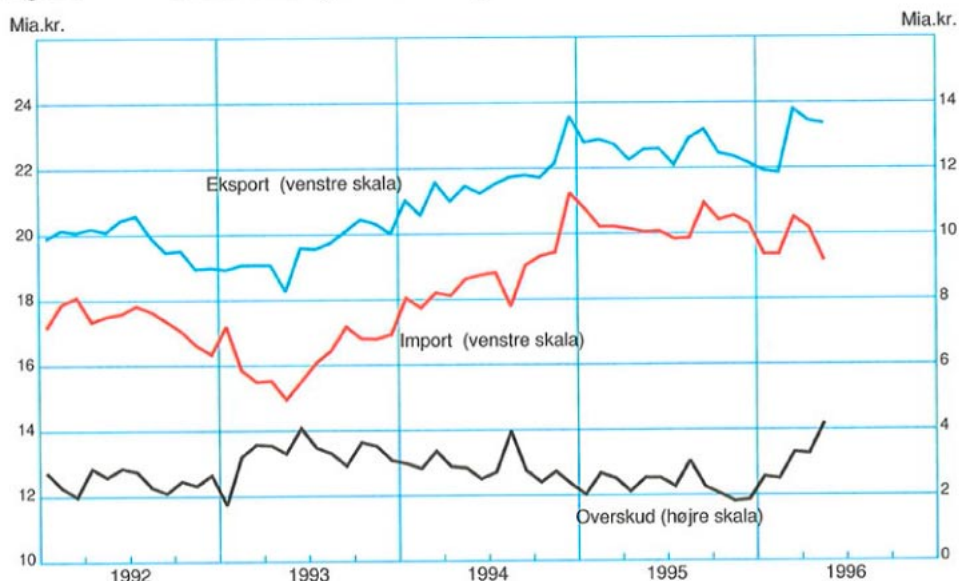
Figur 7 *Penge- og realkreditinstitutternes udlån i kroner til erhverv*



Figur 8 *Danske pengeinstitutters udlån til udlændinge i valuta*



Figur 9 *Sæsonkorrigeret udenrigshandel ekskl. skibe mv.*



Anm.: Sidste observation er maj 1996.

Pengemængden, der hovedsageligt består af indskud i pengeinstitutterne, er vokset i 1996. Den ret kraftige vækst i pengemængden tidligere på året er dog nu mere moderat. Således er årstigningstakten i pengemængden sæsonkorrigeret¹⁾ nu knap 3 pct.

Betalingsbalancens løbende poster

Efter omfattende revisioner af udenrigshandelsstatistikken i forbindelse med offentliggørelsen for maj måned tegner der sig nu et betydeligt lysere billede af eksportudviklingen i indeværende år end hidtil antaget, jf. figur 9. Den sæsonkorrigerede eksport eksklusive skibe mv. lå omkring et stabilt niveau gennem 1995 og årets første to måneder, men steg kraftigt i marts til et meget højt niveau, der stort set blev holdt i april og maj. Fra marts til maj var eksporten 4½ pct. højere end i de tilsvarende måneder året før, mens der for hele perioden fra januar til maj - grundet de forholdsvis dårlige måneder januar og februar - kun var tale om en stigning på 1 pct.

Den sæsonkorrigerede import eksklusive skibe mv. havde i perioden januar til maj et noget lavere niveau end i slutningen af 1995 og lå knap 3 pct. under niveauet i de samme måneder i 1995.

1) Stigning seneste 3 måneder omregnet til årssat.

Industrieksporten har ligget på et stabilt niveau siden begyndelsen af 1995, når der skønsmæssigt korrigeres for industrivarernes andel af den ikke-fordelte eksport. Landbrugseksporten og eksporten af brændselsstoffer mv. tiltog til gengæld mærkbart i de første måneder af 1996 efter en flad udvikling gennem 1995.

Den vigende tendens i den samlede import afspejler først og fremmest, at importen af varer til erhvervene siden slutningen af 1995 har været aftagende, mens importen af forbrugsvarer i indeværende år har ligget en anelse over niveauet i 1995.

Det sæsonkorrigerede handelsbalanceoverskud eksklusive skibe mv. var i årets første fem måneder knap 16 mia.kr., hvilket er en forbedring i forhold til de samme måneder året før på 4 mia.kr. Der har i indeværende år været en klart stigende tendens i handelsbalanceoverskuddet.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster var i perioden januar til maj 12 mia.kr. Det er en forbedring i forhold til samme periode året før på 2½ mia.kr. Forbedringen er resultatet af en forbedring af vare- og tjenestebalancen med over 4 mia.kr., mens de øvrige løbende poster, herunder renter og udbytter, under ét er blevet forværret med knap 2 mia.kr. Sidstnævnte skyldes overvejende en forværring af renteposten, som kan henføres til dels rentebetalinger på udlændinges beholdninger af kroneobligationer med termin i marts, dels betaling af vedhængende rente i forbindelse med udlændinges tilbagesalg af kroneobligationer i maj.

Forbedringen af betalingsbalancens løbende poster kan genfindes i Nationalbankens statistik over registrerede betalinger til og fra udlandet, om end forbedringen her er sket fra et lavere niveau i 1995.

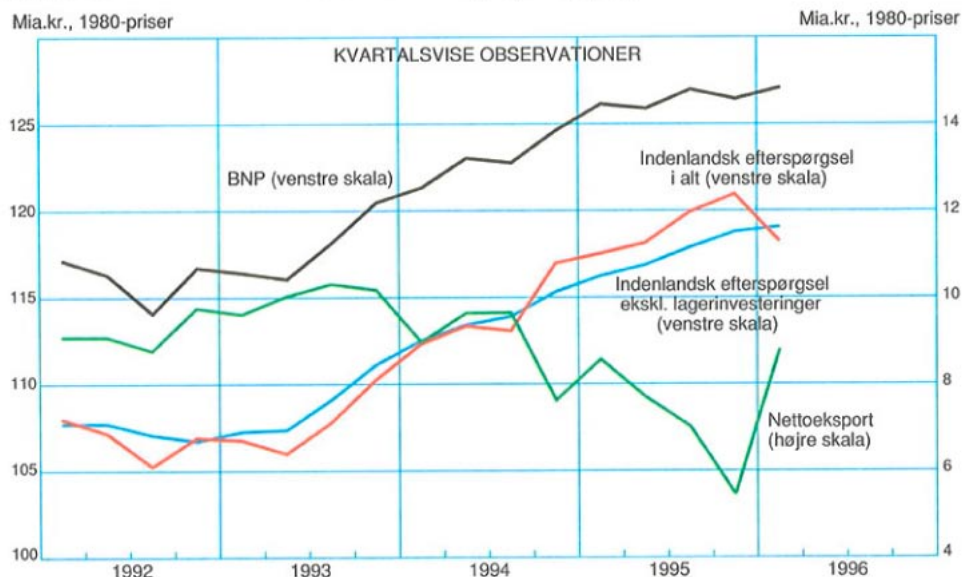
Alt tyder således på, at overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er blevet stabiliseret efter den betydelige forringelse gennem 1995.

Kapitalbevægelserne

Staten forøgede i 2. kvartal sin udenlandske nettolåntagning med ½ mia.kr., mens Nationalbanken netto købte valuta for samme beløb, fordelt på et betydeligt nettokøb i april og et næsten tilsvarende samlet nettosalg i maj og juni. Valutareserven blev hermed forøget med knap 1 mia.kr. i kvartalets løb.

Udlændinges handel med kroneobligationer resulterede i 2. kvartal i en kapitaleksport på knap 9 mia.kr. netto, idet der i maj måned var et betydeligt tilbagesalg af kroneobligationer fra udlændinge, mens der i april og juni var tale om mindre køb. De øvrige registrerede private kapitalbetalinger var stort set i balance. Pengeinstitutterne formindskede deres nettostilling

Figur 10

Produktion og efterspørgsel

Kilde: Danmarks Statistik, kvartalsvis nationalregnskab.

Anm.: Sæsonkorrigerede tal. Lagerinvesteringerne er beregnet residualt ud fra forsyningsbalancen. Indenlandsk efterspørgsel er bestemt som summen af enkeltkomponenterne.

over for udlandet med $3\frac{1}{2}$ mia.kr., hvilket blandt andet kan tilskrives, at udlændinge har indfriet kronelån i pengeinstitutterne i forbindelse med tilbagesalget af kroneobligationer. Det samlede finansieringsoverskud bestående af de løbende betalinger samt den private sektors kapitalbetalinger var i perioden 3 mia.kr.

I juli solgte Nationalbanken netto valuta for 4 mia.kr., og valutareserven var ved månedens udgang 82 mia.kr. Foreløbige tal viser, at udlændinge i samme måned har tilbagesolgt kroneobligationer for ca. 1 mia.kr.

Aktivitetsudviklingen

Ifølge det foreløbige nationalregnskab var der i 1. kvartal en pæn økonomisk vækst, idet bruttonationalproduktet (BNP) i faste priser sæsonkorrigeret lå $\frac{1}{2}$ pct. over niveauet i kvartalet før, jf. figur 10. Væksten skal ses i lyset af den hårde vinter, hvorfor den underliggende fremgang i BNP kan have været lidt kraftigere. Set over de seneste kvartaler, er udviklingen i BNP dog begrænset, idet 1. kvartals vækst modsvares af et stort set tilsvarende fald i kvartalet før.

Fraregnet lagerinvesteringer var der en beskeden stigning i den indenlandske efterspørgsel i 1. kvartal efter en jævn vækst i 1995. Det private

forbrug var ganske vist næsten 1 pct. højere end i kvartalet før - en vækst der ligger over udviklingen gennem 1995 - men de faste bruttoinvesteringer faldt sæsonkorrigeret knap 3 pct. Sidstnævnte skal ses i lyset af, at bygge- og anlægsinvesteringerne formentlig har været hæmmet af vintervejret, ligesom de traditionelt volatile investeringer i skibe og fly var relativt lave. Underliggende synes erhvervsinvesteringerne således at have ligget stabilt i 1. kvartal, og det kan ikke udelukkes, at der vil ske en vis redressering af investeringsfaldet i 2. kvartal. Givet faldet i industriens kapacitetsudnyttelse gennem 1995, må det herudover ventes, at en fornyet opgang i erhvervsinvesteringerne først indtræffer i takt med en fornyet opgang i afsætningsmulighederne. For det private forbrugs vedkommende tyder den stigende detailomsætning, den uændrede forbrugertillid og det høje niveau for bilsalget på, at der også i 2. kvartal har været en pæn vækst, om end formentlig med en vis afdæmpning.

Der var et voldsomt omsving i lagerinvesteringerne i 1. kvartal, idet lagrene blev reduceret efter den store opbygning i løbet af 1995. Med den overraskende hurtige tilpasning må lagerudviklingen ventes at være normaliseret, og lagerinvesteringerne vil antageligt ikke dæmpe væksten i den resterende del af året.

Omsvinget i lagerinvesteringerne betød, at den samlede indenlandske efterspørgsel faldt mærkbart i 1. kvartal.

Importen faldt sæsonkorrigeret med over 7 pct. i forhold til 4. kvartal 1995. Nedgangen skal ses i lyset af faldet i de importtunge lager- og erhvervsinvesteringer, og det må vurderes som sandsynligt, at der vil ske en fornyet opgang i importen i takt med en ventet opgang i den samlede indenlandske efterspørgsel. Eksporten faldt ligeledes, men kun med knap 1 pct., hvorfor der var et stort positivt vækstbidrag fra udenrigshandelen. På baggrund af de omfattende revisioner i forbindelse med offentliggørelsen af udenrigshandelsstatistikken for maj må det ventes, at såvel eksport som import opjusteres for 1. kvartal i Nationalregnskabet. Der er dog ikke i de seneste udenrigshandelstal tegn på et ændret vækstbidrag fra udenrigshandelen.

Væksten i 1. kvartal fandt hovedsageligt sted inden for landbrug, industri og olieudvinding. For byerhvervene under ét kan der konstateres en mindre tilbagegang, som blandt andet kan henføres til en mindre aktivitet inden for bygge- og anlægssektoren. I industrien har der været tale om en pæn fremgang, hvilket markerer et afbræk i forhold til den negative udvikling siden 1. kvartal 1995. Konjunkturbarometeret samt ordre- og omsætningsstatistikken antyder, at der også i 2. kvartal har været en stigning i aktiviteten i industrien.

Væksten i 1. kvartal samt udviklingen i en række indikatorer tyder på, at den såkaldte vækstpause er ophørt, især i lyset af, at den strenge vinter har dæmpet investeringerne. Vækstudsigterne synes nu lysere end længe, ikke mindst da der er tegn på en begyndende genopretning af konjunkturerne i udlandet, som kan danne grobund for en fornyet fremgang i eksporten. De seneste udenrigshandelstal antyder, at eksporten har ligget på et meget højt niveau allerede i 2. kvartal. Billedet af en mere positiv konjunkturudvikling understøttes i øvrigt af, at der ikke er tegn på en forværring af de offentlige finanser i forhold til de officielle skøn, som er baseret på en pæn vækst i løbet af 1996.

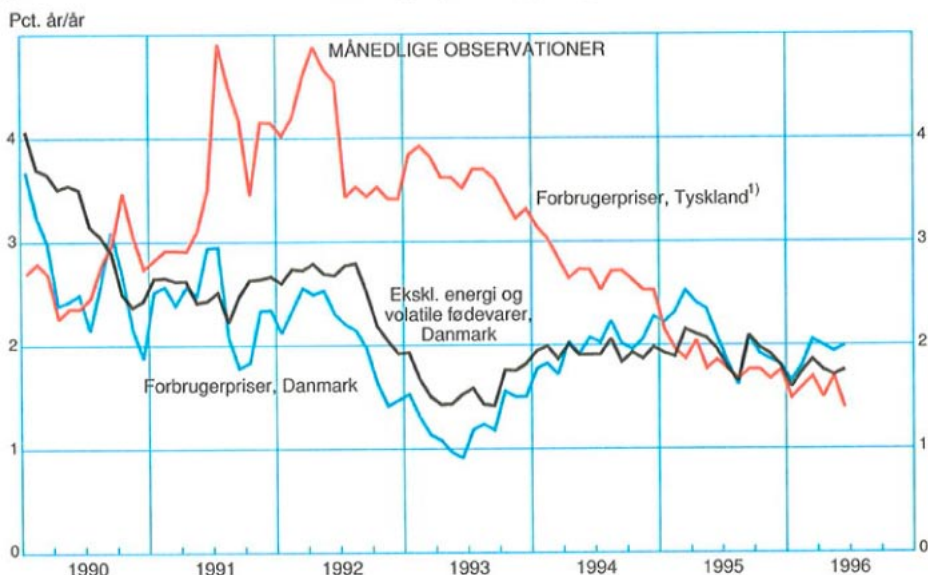
I henhold til Danmarks Statistiks foreløbige opgørelse på grundlag af ATP-indbetalinger var der i 2. kvartal en mærkbar fremgang i den samlede sæsonkorrigerede lønmodtagerbeskæftigelse på ca. 15.500 fuldtidspersoner, fordelt med en noget større stigning i den private end i den offentlige sektor. Fremgangen i den private sektor hidrører hovedsageligt fra en større beskæftigelse inden for bygge- og anlægsvirksomhed samt udvalgte serviceerhverv, hvor fremgangen inden for bygge- og anlægsvirksomhed delvist er udtryk for en genopretning efter den hårde vinter. I industrien var der en betydelig nedgang i beskæftigelsen, som dermed er faldet en anelse i 1. halvår. Som følge af den fortsatte fremgang i 2. kvartal, lå den offentlige beskæftigelse ca. 20.000 fuldtidspersoner over niveauet i samme kvartal året før. Den registrerede ledighed fortsatte sit fald fra marts til juni, og der var i samme periode et lidt større fald i den samlede bestand af ledige og personer på orlov, overgangsydelse og efterløn. Den lavere ledighed gjorde sig først og fremmest gældende for specialarbejdere samt inden for byggefagene.

Prisudviklingen

Siden marts har inflationen målt ved væksten i forbrugerpriserne i forhold til samme måned året før været nogenlunde konstant og var i juni 2,0 pct, jf. figur 11. Fraregnes energi og fødevarer med særligt fluktuerende priser i forbrugerprisindekset, hvilket der er en tradition for internationalt, var prisstigningerne lidt lavere, 1,8 pct., og udsvingene de seneste år mindre som tegn på, at svingningerne i energipriserne og priserne på kartofler, grøntsager, frugt m.m. er hovedårsag til de trods alt relativt beskedne udsving i den danske inflationstakt.

Den rolige prisudvikling til trods, har den danske inflation i de seneste måneder ligget noget over den tyske, som i juni med 1,4 pct. i forhold til samme måned sidste år nåede det laveste niveau siden genforeningen, men

Figur 11

Forbrugerprisstigninger

1) Til og med 1993 Vesttyskland.

steg lidt til 1,6 pct. i juli. Den danske inflation er dog på niveau med inflationen hos vore samhandelspartnere, sammenvejet med kronekursindeksets vægte.

Stigningstakten i nettopriserne, der angiver forbrugerpriserne fratrullet indirekte skatter og afgifter og tillagt pristilskud, har ligeledes været uændret siden marts og var i juni 1,8 pct. år-til-år. På kvartalsniveau har stigningstakten ligget stabilt siden 3. kvartal 1995.

Den rolige udvikling i nettopriserne afspejler imidlertid betydelige forskelle i prisudviklingen på de grupper af varer og tjenesteydelser, som indgår i dekomponeringen i tabel 2. I det seneste kvartal tog væksten i energipriserne mærkbart til, hvilket dog næsten er blevet opvejet af en roligere udvikling i offentligt fastsatte takster mv. samt især i importpriserne. Væksten i fødevarerpriserne og huslejen har i et lidt længere perspektiv været såvel moderat som svagt aftagende. Væksten i den tilbageværende del af nettoprisindekset er til gengæld taget lidt til i 2. kvartal. I tabellen er det udtrykt ved "Andre faktorer", som er et mål for den indenlandske prisudvikling på områder, hvor prisdannelsen ikke er domineret af reguleringer eller særlige forhold i øvrigt. Den højere stigningstakt for "Andre faktorer" i 2. kvartal skal ses i lyset af, at væksten i 1. kvartal var særligt lav som følge af de ekstraordinært lave priser for specielt beklædning og fodtøj under udsalget i januar og februar. Når der ses bort fra disse ekstraordinære

Tabel 2

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. kvrt.	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. kvrt.	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. kvrt.	1,7	4,1	0,8	1,6	1,1	1,4	1,9	1,8
2. -	1,8	5,9	0,1	1,8	1,2	1,4	1,5	2,4

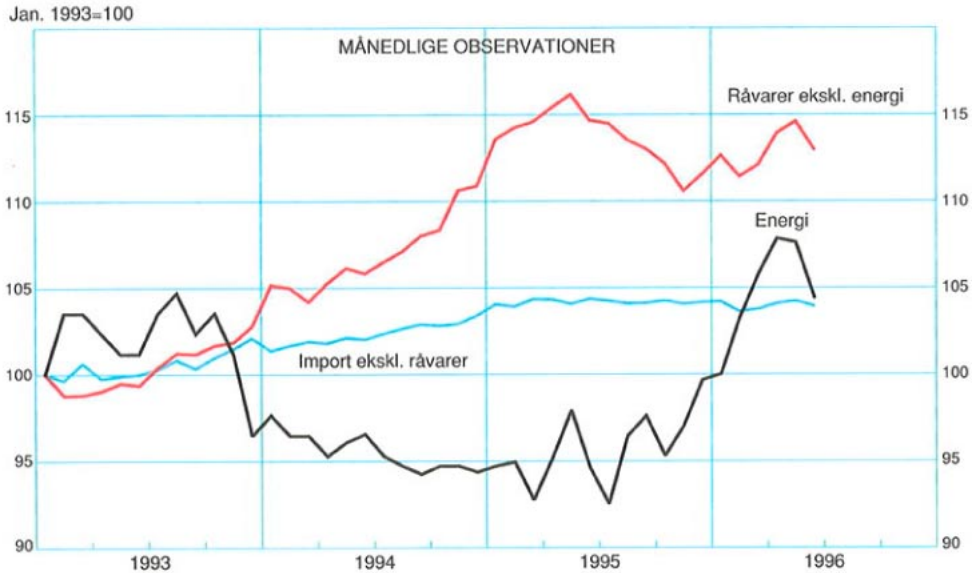
Anm.: Vægtgrundlag pr. januar 1991. Ved beregningen af importpriserne indgår et lag.
Andre faktorerers indhold af tjenester er forholdsvis højt.

udsalgseffekter, som i øvrigt også gjorde sig gældende ved sommerudsalget i 1995, har udviklingen i "Andre faktorer" således været relativt stabil og rolig siden de første måneder af 1995.

Ændringer i væksten i "Andre faktorer" er - under behørig hensyntagen til eventuelle ekstraordinære effekter - tegn på ændringer i den underliggende inflation. Som følge af et relativt stort indhold af tjenesteydelser er der dog en tendens til, at væksten i "Andre faktorer" er lidt kraftigere end i det samlede nettoprisindeks og derfor overvurderer den underliggende inflation, i gennemsnit med ca. ½ pct. På den baggrund må den underliggende inflation vurderes at være gået lidt i vejret i forhold til sidste år, til ca. 2 pct.

De danske engrospriser på energi har udvist store bevægelser i løbet af det seneste år, jf. figur 12. En stigende dollar kombineret med stigende oliepriser på verdensmarkedet efter den strenge vinter førte til en kraftig

Figur 12

Engros- og råvarepriser

vækst i energipriserne fra oktober sidste år og frem til april. Priserne er siden da faldet noget tilbage, først og fremmest som følge af en redressering af de internationale oliepriser. Fremadrettet kan en stigning i verdensmarkedspriserne fra juni og frem til medio august dog føre til en fornyet opgang i de danske energipriser, om end svækkelsen af dollar i juli vil modere en sådan opgang.

Engrospriserne for øvrige råvarer faldt i juni efter en tydelig stigning i de forudgående måneder. De danske råvarepriser må ventes at følge de internationale råvarepriser, som medio august lå på omtrent samme niveau som i juni efter et mærkbart fald i sidste halvdel af juli.

I begyndelsen af 1995 skete der en tydelig afdæmpning af væksten i engrospriserne på importerede varer eksklusive råvarer, som siden da stort set har været uændrede. Udviklingen skal blandt andet ses i sammenhæng med opgangen i den effektive kronekurs i begyndelsen af 1995. Den effektive kronedepreciering i indeværende år trækker isoleret set i retning af stigende importpriser, om end denne effekt endnu ikke har vist sig.

Med udgangspunkt i engrospriserne og niveauet for den underliggende inflation synes der ikke at være tegn på nævneværdige ændringer i forbrugerprisinflationen på kort sigt. Hvis den kraftige udsalgseffekt fra sommerudsalget i 1995 ikke gentager sig i år, kan der dog komme en midlertidig opgang i inflationstakten i juli eller august. For hele 1996 er der udsigt til

en inflation på niveau med eller i underkanten af sidste år. I første halvår 1996 var forbrugerpriserne i gennemsnit 1,9 pct. højere end året før.

Det delvist EU-harmoniserede forbrugerprisindeks steg i juni med 2,2 pct. i forhold til juni 1995. Ved sammenligning med de andre EU-lande kan det konstateres, at otte lande havde en lavere inflation end Danmark med en forskel til den laveste inflation på lige over 1 pct. Den danske inflation lå under den franske, men var til gengæld højere end inflationen i de resterende EMS-kernelande. Et lignende billede gjorde sig gældende i de forudgående måneder.

En placering i den dårligste halvdel blandt EU-landene udgør et brud med den lange periode før det seneste konjunkturopsving, hvor Danmark havde den laveste eller én af de laveste inflationsrater. Denne udvikling er resultatet af såvel en opgang i den danske inflation fra lavpunktet i 1993 som især en reduktion af inflationen i udlandet. Forskellen i inflationstakt skal ganske vist ses i lyset af, at der kan være forskelle i den konkrete statistiske metode, som de enkelte landes statistikbureauer anvender ved opgørelsen af forbrugerprisindekset, ligesom den gradvise forhøjelse af energifgifter mv. har bidraget til den danske inflation. Dette ændrer dog ikke grundlæggende ved, at Danmarks relative position i forhold til udlandet - på trods af at den danske inflation som sådan er lav set i et længere tidsperspektiv - er forværret.

En vis stigning i inflationen relativt til udlandet må anses for naturligt i lyset af, at den økonomiske vækst i Danmark i de senere år har været noget stærkere end i de fleste andre EU-lande. På den baggrund virker den seneste udvikling ikke umiddelbart bekymrende, men det er dog på den anden side indlysende, at en situation med vedvarende højere inflation i Danmark, specielt i forhold til Tyskland, ikke er holdbar.

I henhold til Dansk Arbejdsgiverforenings Konjunkturstatistik steg lønmodtagernes timefortjeneste i gennemsnit med 4,1 pct. i 1. kvartal sammenlignet med samme kvartal sidste år. Det er en lille opgang i forhold til 4. kvartal 1995, som til dels er forårsaget af forhøjelsen af ATP-betalingerne fra årsskiftet. Lønstigningstakten er i løbet af de seneste 2 kvartaler tiltaget noget inden for de serviceprægede erhverv, mens den har ligget stabilt for fremstillingsvirksomhed. Lønstigningstakten inden for bygge- og anlægsvirksomhed ophørte med at stige i 1. kvartal, men lå med knap 5 pct. fortsat højt.

Danmarks Statistiks timelønsindeks for industrien udviste en vis acceleration i 1. kvartal efter en afdæmpet udvikling igennem 2. halvår 1995.

Den kvartalsvise lønstigning lå på niveau med stigningerne i begyndelsen af sidste år.

Lønudviklingen i 1. kvartal har således været relativ stærk, ikke mindst i betragtning af den moderate økonomiske vækst. Udviklingen i resten af året afhænger i vid udstrækning af udfaldet af de lokale lønforhandlinger. Foreløbige opgørelser fra Dansk Industri tyder på, at lønreguleringerne inden for industrien bliver lavere end i 1995. Et betydeligt antal forhandlinger mangler dog fortsat i disse opgørelser.

En lønudvikling på linie med og helst under udlandets er både afgørende for konkurrenceevnen og forudsætningen for, at Danmark igen bliver blandt de EU-lande med den laveste inflation. I lyset af de ventede lave lønstigninger i udlandet, er det ønskeligt, at lønudviklingen afdæmpes. Sammen med den planlagte finanspolitiske stramning i 1997 vil det kunne bidrage til, at en fortsat reallønsfremgang er forenelig med lav inflation og overskud på betalingsbalancen, samtidigt med at målet om ligevægt på de offentlige finanser rykker nærmere.

Offentliggørelse af rapport om TARGET

EMI offentliggjorde den 14. august 1996 en rapport om det planlagte betalingssystem TARGET. Rapporten skal ses i forlængelse af den i maj 1995 offentliggjorte rapport om samme emne. Etableringen af systemet har to formål. For det første skal systemet udgøre den infrastruktur, der vil muliggøre implementeringen af den fælles pengepolitik ved starten af fase 3 i de lande, der deltager i ØMU'en. For det andet skal systemet fremme hurtig og sikker gennemførelse af grænseoverskridende betalinger i euro mellem EU-landene. Der er således pengepolitiske og betalingssystemmæssige begrundelser for systemet. Den danske beslutning om ikke at deltage i ØMU'en medfører, at Nationalbankens interesser i forbindelse med tilslutning til systemet især vedrører systemets funktioner som betalingssystem.

Et bærende princip bag systemets design er subsidiaritetsprincippet. Der er således enighed om, at kravene til harmonisering af de nationale engrosbetalingssystemer skal holdes på et minimum. Inden for enkelte områder er der dog fundet behov for harmonisering.

Rapporten er en statusrapport, og på flere områder konstateres derfor alene, at der ikke er truffet nogen endelig beslutning, men at mulige løsninger fortsat diskuteres.

Et af de områder, som fortsat diskuteres, er, hvilke specifikke vilkår for tilknytning til systemet der skal gælde for centralbanker fra lande, der ikke deltager i ØMU'en. På nuværende tidspunkt er det ikke sikkert, at disse centralbanker vil få samme vilkår som centralbanker fra lande, der deltager i ØMU'en. Det er for indeværende umuligt at vurdere, hvilken indflydelse eventuelt anderledes vilkår for centralbanker fra lande, der ikke deltager i ØMU'en, vil få for pengeinstitutsektoren i disse lande.

Af bl.a. sikkerhedsmæssige årsager er der enighed om, at systemet skal have en lang åbningstid. Således vil systemet åbne omkring kl. 7.00 og lukke kl. 18.00. I forhold til åbningstiden for de fleste centralbankers systemer, er der tale om en væsentlig forlængelse.

Formålet med offentliggørelsen af rapporten er først og fremmest at bibringe den finansielle sektor indsigt i status for overvejelserne om systemets tekniske og funktionelle design. Sådanne informationer vil kunne have indflydelse på sektorens egen planlægning. Overvejelserne om systemets tekniske design er stort set tilendebragt, og der foreligger derfor som separate bilag til rapporten en række beskrivelser af de tekniske procedurer mv., som de nationale betalingssystemer skal kunne leve op til for at kunne kommunikere indbyrdes.

Rapporten kan fås ved henvendelse til Nationalbankens bibliotek på telefon 33 63 60 40.

Danmarks udlandsgæld

v/Thomas Jensen, Statistisk Kontor

Ved udlandsgæld forstås forskellen mellem indlændinges gæld til og tilgodehavender hos udlændinge. I såvel gæld som tilgodehavender indgår ud over lånemellemværender og værdipapirer værdien af ejerandele i virksomheder.

Danmarks udlandsgæld er siden 1991 faldet med en femtedel til 266 mia.kr. ved udgangen af 1995.

Udlandsgælden er opgjort netto. Ses der på den samlede gæld til udlandet er denne tæt på 1.000 mia.kr., mens tilgodehavenderne er omkring tre fjerdedele heraf.

Hvert år foretages en foreløbig opgørelse af udlandsgælden ud fra sidste års niveau, ændret med den løbende betalingsbalancesaldo og værdireguleringer af de forskellige former for mellemværender med udlandet. Denne opgørelse er imidlertid usikker, især fordi værdireguleringerne indeholder et betydeligt element af skøn.

Den årlige opgørelse af udlandsgælden må derfor fra tid til anden suppleres med opgørelser af den private sektors mellemværender med udlandet

baseret på særlige indberetninger af regnskabsoplysninger mv.

Tabel 1 *Udlandsgælden i udvalgte EU-lande*

	1991	1994
	I pct. af BNP	
Holland	- 19	- 15
Tyskland	- 17	- 10
Frankrig	5	4
Danmark ¹⁾	40	28
Irland	41	31
Spanien	25	37
Finland	36	51
Sverige	41	56

Kilde: Eurostat, Money and Finance.

1) Spørgeskemaundersøgelse pr. ultimo 1994.

Nationalbanken foretog ved udgangen af 1991 en sådan undersøgelse for første gang i en længere årrække¹⁾. Denne opgørelse førte til, at udlandsgælden blev opjusteret med næsten 60 mia.kr.

Nationalbanken har nu afsluttet endnu en undersøgelse, denne

gang ved udgangen af 1994. Den ny undersøgelse viser en udlandsgæld ved udgangen af 1994 på 259 mia.kr. svarende til 28 pct. af bruttonationalproduktet. Hvor den danske udlandsgæld tidligere var en af de ubetinget største blandt EU-lande, var det ikke længere tilfældet i 1994, jf. tabel 1. Niveaueet for gælden svarer omtrent til tidligere offentliggørelse baseret på de foreløbige beregninger.

1) Indtil begyndelsen af 1980'erne foretog Danmarks Statistik lignende undersøgelser.

Boks 1

Kilder og metode

Opgørelsen af indlændinges tilgodehavender hos og gæld til udlændinge hidrører fra en række forskellige kilder, der sammenkædes til en samlet opgørelse.

Statens, Nationalbankens og pengeinstitutternes gæld til og tilgodehavender i udlandet fremgår umiddelbart af institutionernes årlige status.

Udlændinges beholdning af obligationer, udstedt af indlændinge og registreret i den danske Værdipapircentral, er baseret på Danmarks Statistiks opgørelse af den cirkulerende obligationsmasse, mens beholdningen af aktier og ikke-VP-registrerede værdipapirer er opgjort ud fra særskilt indhentede oplysninger fra danske pengeinstitutter om udlændinges værdipapirdepoter. Der er i forbindelse hermed foretaget en korrektion for den del af udlandets beholdning af danske aktier, der har karakter af direkte investeringer.

Den væsentligste yderligere kilde er Nationalbankens spørgeskemaundersøgelse af virksomhedernes mellemværender med udlandet.

Undersøgelsen for 1994 omfattede godt 4.800 virksomheder valgt ud fra størrelsen af deres mellemværender i 1991, hvor i alt ca. 12.000 virksomheder blev spurgt. Hermed vurderes omkring 95 pct. af virksomhedernes samlede mellemværender med udlandet at være dækket. For de virksomheder, der ikke længere er medtaget i undersøgelsen eller ikke har besvaret, er der foretaget opregning på basis af 1991-undersøgelsen og valutastatistikens løbende oplysninger. Nyetablerede virksomheder er medtaget i det omfang, det har været muligt.

Virksomhederne er anmodet om at angive lån og indskud i udenlandske pengeinstitutter, beholdningen af udenlandske værdipapirer, obligationslån optaget i udlandet, udenlandske mellemværender i form af leverandørkreditter, koncernlån og endelig værdien af ejerandele i udenlandske virksomheder (danske direkte investeringer i udlandet) henholdsvis værdien af udlændinges ejerandele i indenlandske virksomheder (udenlandske direkte investeringer i Danmark).

På enkelte områder som lån fra danske pengeinstitutters udenlandske enheder og beholdning af udenlandske værdipapirer har undersøgelsens resultater delvis kunnet sammenholdes med andre kilder, som bankstatistikken og depotoplysninger fra pengeinstitutterne. Da både bankstatistikken angivelse af de udenlandske enheders lån til indlændinge og depotoplysninger fra pengeinstitutterne er mere udtømmende end de tilsvarende tal i undersøgelsen, er disse tal anvendt ved opgørelsen af udlandsgælden. For depoter i udenlandske institutter er dog anvendt oplysninger fra spørgeskemaundersøgelsen.

En kilde til usikkerhed er værdiansættelsen. I undersøgelsen er virksomhederne anmodet om at opgøre aktiver og passiver til markedsværdi, hvilket dog kan være vanskeligt for aktiver og passiver i ikke-børsnoterede selskaber. Ved opgørelsen af udlandsgælden er ejerandele medtaget med de indberettede regnskabstal, dog således at der for ejerandele i kendte børsnoterede selskaber er foretaget en opregning til børskursværdien. Den anvendte metode og en forsigtig regnskabspraksis kan have medført, at danske direkte investeringer i udlandet undervurderes sammenlignet med udenlandske direkte investeringer i Danmark.

For privatpersoner er der foretaget en vurdering af udenlandske mellemværender, herunder af friværdien i sommerhuse i udlandet, baseret på oplysninger fra den løbende valutastatistik.

Udviklingen i udlandsgælden 1991-95

Udviklingen i udlandsgælden fra udgangen af 1991 til udgangen af 1995 fremgår af figur 1 og tabel 2.

Gælden i denne periode er reduceret fra 333 mia.kr.¹⁾ til 266 mia.kr. eller med 67 mia.kr. Overskuddene på betalingsbalancens løbende poster i disse 4 år er opgjort til 82 mia.kr., men værdireguleringer har forøget gælden med 15 mia.kr.

Udlandsgældens sammensætning er samtidig ændret ganske betydeligt.

Udlændinges beholdning af kroneobligationer udstedt af den danske stat er i perioden forøget med 90 mia.kr. til 221 mia.kr. Udlandets beholdning var oppe på 272 mia.kr. ved udgangen af 1993, men faldt kraftigt igennem 1994, hvor der samtidig med et betydeligt kursfald på det danske obligationsmarked var et tilbagesalg af kroneobligationer. I 1995 var beholdningen igen stigende.

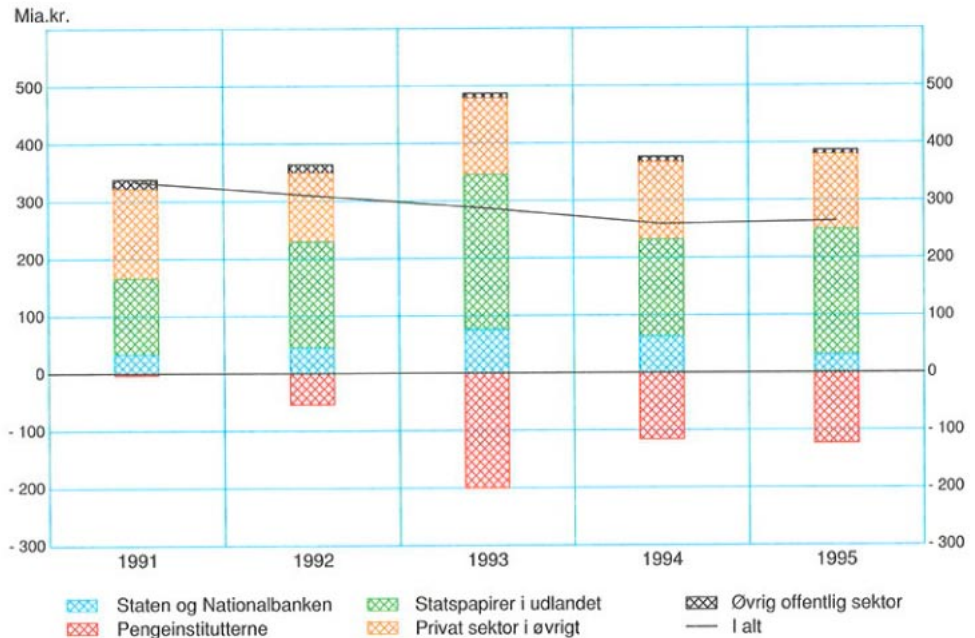
Udlændinges køb af danske statsobligationer er i nogen grad et modstykke til, at pengeinstitutternes nettotilgodehavende i udlandet fra 1991 til 1995 er vokset med 120 mia.kr. Forøgelsen dækker over såvel en stigning i de udenlandske nettotilgodehavender i kroner på 56 mia.kr. som en stigning i nettovalutaaktiverne på 64 mia.kr. En væsentlig årsag til denne udvikling er finansiering af udlændinges køb af kroneobligationer, idet udlændinge kan undgå valutakursrisiko ved enten at finansiere obligationskøbet med et lån i kroner eller sælge kroner på termin. Den første inddækning øger pengeinstitutternes udenlandske kronetilgodehavender, mens den anden øger nettovalutatilgodehavenderne, idet pengeinstitutterne normalt inddækker terminsrisikoen enten ved en forøgelse af valutatilgodehavenderne hos udenlandske korrespondentbanker eller, som det typisk har været tilfældet, ved at nedbringe anden valutagæld. I alle tilfælde bevirker et opkøb af kroneobligationer uden valutakursrisiko en modsvarende stigning i pengeinstitutternes udlandstilgodehavende.

Statens udenlandske lån, især obligationer udstedt i udlandet, steg i perioden med 15 mia.kr. til 106 mia.kr. Stigningen svarer omtrent til forøgelsen af Nationalbankens nettotilgodehavende i udlandet (Danmarks internationale likviditet), hvilket afspejler, at det primære formål med statens udenlandske låntagning har været at opretholde en passende valutareserve.

Den øvrige del af den offentlige sektor - amter, primærkommuner og so-

1) Ved offentliggørelsen af resultatet af 1991-undersøgelsen i maj 1994 blev udlandsgælden ved udgangen af 1991 sat til 322 mia.kr. I forbindelse med 1994-undersøgelsen er gælden ved udgangen af 1991 øget til 333 mia.kr. Forskellen skyldes en ændret opgørelsesmetode, idet visse ikke statistikdækkede områder, der ud fra skøn var medtaget i den tidligere 1991-opgørelse, nu er udeladt.

Figur 1

Danmarks udlandsgæld

cialle kasser og fonde - har samlet reduceret deres nettopassiver over for udlandet med 10 mia.kr. Udviklingen dækker over et lille fald i amters og primærkommuners låntagning samtidig med, at de sociale kasser og fonde (i praksis kun ATP og LD) har forøget deres beholdninger af udenlandske værdipapirer fra 2 mia.kr. til 9 mia.kr.

Specifikation af den private sektors mellemværender med udlandet ved udgangen af 1991 og 1994

I tabel 3 er den private sektors mellemværender med udlandet ved udgangen af 1991 og 1994 specificeret. Forsikringsselskaber og pensionskasser har forøget deres nettotilgodehavender i udlandet med 20 mia.kr. til 22 mia.kr. Forøgelsen afspejler altovervejende en stigning i beholdningen af udenlandske værdipapirer fra 22 mia.kr. i 1991 til 38 mia.kr. ved udgangen af 1994.

Anden finansiell sektor, dvs. den finansielle sektor bortset fra pengeinstitutter, forsikringsselskaber og pensionskasser, har reduceret deres nettogæld med 10 mia.kr. til knap 30 mia.kr. Udviklingen dækker især over nedbringelse af udlandslån i pengeinstitutter med 17 mia.kr. (medtaget under "andre mellemværender" i tabellen) samtidig med, at der er optaget obligationslån i udlandet for 12 mia.kr.

Tabel 2 *Danmarks aktiver og passiver over for udlandet*

Ultimo	National- banken	Offentlig sektor				Privat sektor		I alt
		Staten	Stats- papirer emitteret i Danmark ¹⁾	Øvrig offentlig sektor		Penge- institut- terne ²⁾	Privat sektor i øvrigt ³⁾	
				Amter og kommun- er	Sociale kasser og fonde			
	Milliarder kroner							
Aktiver								
1991	49	12	•	0	2	291	274	629
1992	73	13	•	0	4	290	296	676
1993	76	13	•	0	6	392	299	786
1994	56	13	•	0	8	310	311	698
1995	66	13	•	0	9	318	311	717
Passiver								
1991	4	91	131	18	0	288	431	962
1992	28	103	185	18	0	236	418	988
1993	1	164	272	14	0	192	434	1 077
1994	2	130	169	17	0	193	446	957
1995	2	106	221	16	0	195	443	983
Nettopassiver								
1991	- 45	79	131	18	- 2	- 3	157	333
1992	- 45	90	185	18	- 4	- 54	121	312
1993	- 75	151	272	14	- 6	- 200	135	291
1994	- 54	117	169	17	- 8	- 116	135	259
1995	- 64	93	221	16	- 9	- 123	132	266

Anm.: Opgørelsen for 1991 og 1994 er baseret på spørgeskemaundersøgelserne, mens tallene for 1992, 1993 og 1995 er kædet herpå fra oplysninger i den løbende valutastatistik og skønnede værdireguleringer. I forhold til tidligere opgørelser er sektorafgrænsningen ændret, således at Hypotekbanken, der tidligere indgik under staten, og Kommunekreditforeningen, der tidligere indgik under kommuner, er overflyttet til den private sektor. Overflytningen betyder en tættere overensstemmelse med de internationale anbefalinger i det Europæiske Nationalregnskabs System 1995 (ENS95).

- 1) Med fradrag af indlændinges beholdning af statspapirer i depot i udlandet og tillæg af udlændinges repo-forretninger.
- 2) Inkluderer udlandets beholdning af aktier udstedt af danske pengeinstitutter og afviger dermed fra den normale opgørelse af pengeinstitutternes udlandsstilling.
- 3) Specifikation fremgår af tabel 3.

Husholdninger samt virksomheder uden for den finansielle sektor (den private ikke-finansielle sektor) har øget gælden til udlandet med 7 mia.kr. til 127 mia.kr.

Sektoren har på den ene side nedbragt sine lån i udenlandske pengeinstitutter, inklusive danske pengeinstitutters udenlandske enheder, på nettoba-

Tabel 3 *Specifikation af den private sektors udenlandske mellemværender*

Status	1991			1994		
	Aktiv	Passiv	Nettopassiver	Aktiv	Passiv	Nettopassiver
	Milliarder kroner					
Pengeinstitutter	291	288	- 3	310	193	- 116
Heraf:						
Obligationer ^{1) 2)}	30	48	18	18	18	0
Aktier ³⁾	4	6	2	5	9	4
Andre mellemværender	257	233	- 23	286	167	- 120
Forsikring og pensionskasser ..	33	31	- 2	46	24	- 22
Heraf:						
Obligationer ²⁾	8	0	- 8	13	1	- 12
Obligationsslån i udlandet ⁴⁾ ...	•	2	2	•	1	1
Aktier	14	0	- 14	25	0	- 25
Andre mellemværender	11	29	18	8	22	14
Anden finansiel sektor⁵⁾	44	83	39	52	81	29
Heraf:						
Obligationer ²⁾	7	25	18	8	23	15
Obligationsslån i udlandet ⁴⁾ ...	•	19	19	•	31	31
Aktier	13	0	- 13	14	0	- 14
Andre mellemværender	23	39	16	30	27	- 3
Privat ikke-finansiel sektor ...	197	317	120	213	341	127
Heraf:						
Obligationer ²⁾	35	0	- 35	9	3	- 6
Obligationsslån i udlandet ⁴⁾ ...	•	16	16	•	26	26
Aktier	8	11	3	6	32	26
Andre mellemværender	155	290	135	199	280	81
Heraf:						
Direkte investeringer	91	90	- 1	141	124	- 17
Danske i udlandet	80	5	- 75	120	8	- 112
Udenlandske i Danmark ..	11	85	74	21	116	95
Leverandørkreditter	38	17	- 21	32	18	- 14
Indlån og lån:						
Danske pengeinstitutter i udlandet	3	116	113	1	75	74
Andre pengeinstitutter i udlandet	8	65	57	11	53	42
Realkreditinstitutter i udlandet ⁶⁾	•	...	...	•	1	1
Øvrige mellemværender	16	3	- 13	14	9	- 5
Mellemværender i alt	565	718	153	621	639	18

1) For passiver, inklusive efterstillede kapitalindskud.

2) Uanset løbetid.

3) For passiver, udstedte aktier (disse indgår ikke i udlandsstillingen.)

4) Obligationsslån, inklusive "Commercial Papers" og "Medium Term Notes", udstedt i udlandet med fradrag af indlændinges beholdning heraf.

5) Omfatter Hypotekbanken, realkreditinstitutter og Kommunekreditforeningen, investeringsforeninger og -selskaber, fonds- og børsmæglervirksomheder, finansiel leasing og anden kreditvirksomhed og særlige kreditinstitutter som Eksportfinansieringsfonden, Skibskreditfonden og Eksportkreditfonden.

6) Gæld i forbindelse med lån mod pant i fast ejendom beliggende i Danmark.

sis med i alt 54 mia.kr. Herudover er direkte investeringer i udlandet i perioden vokset mere end udlandets i Danmark. På den anden side har der været en betydelig forøgelse af udlændinges beholdning af danske aktier på 21 mia.kr., danske virksomheder har forøget deres obligationslån i udlandet med 10 mia.kr., og beholdningen af udenlandske obligationer er nedbragt med 26 mia.kr.

Udlandsgælden fordelt på kroner og valuta

Udlandsgældsopgørelsen giver sammen med oplysninger fra den løbende valutastatistik og bankstatistikken mulighed for skønsmæssigt at opdele udlandsgælden på kronegæld og valutagæld.

Siden udgangen af 1991 har der været en betydelig stigning i kronegælden fra 250 mia.kr. til 380 mia.kr. ved udgangen af 1995. Forøgelsen skyldes overvejende salg af kroneobligationer og kroneaktier, men også forøgelsen i de udenlandske direkte investeringer i Danmark på 45 mia.kr.

Samtidig med forøgelsen af kronegælden er en betydelig valutagæld vendt til et stort valutatilgodehavende. Vendingen hænger især sammen med en nedbringelse af danskernes pengeinstitutlån i udlandet i valuta og den allerede omtalte stigning i pengeinstitutternes nettovalutatilgodehavende i udlandet. Hertil kommer en stigning i de danske direkte investeringer i udlandet på over 40 mia.kr.

Nettogælden i kroner er med andre ord nu større end den samlede udlandsgæld. Det må bl.a. ses i sammenhæng med, at den faste kronekurspolitik har forøget udlændinges beholdninger af danske kroneobligationer, ligesom de sidste mange års generelle tendens til indsnævring af det korte rentespænd har gjort det mindre fordelagtigt at have valutatalån.

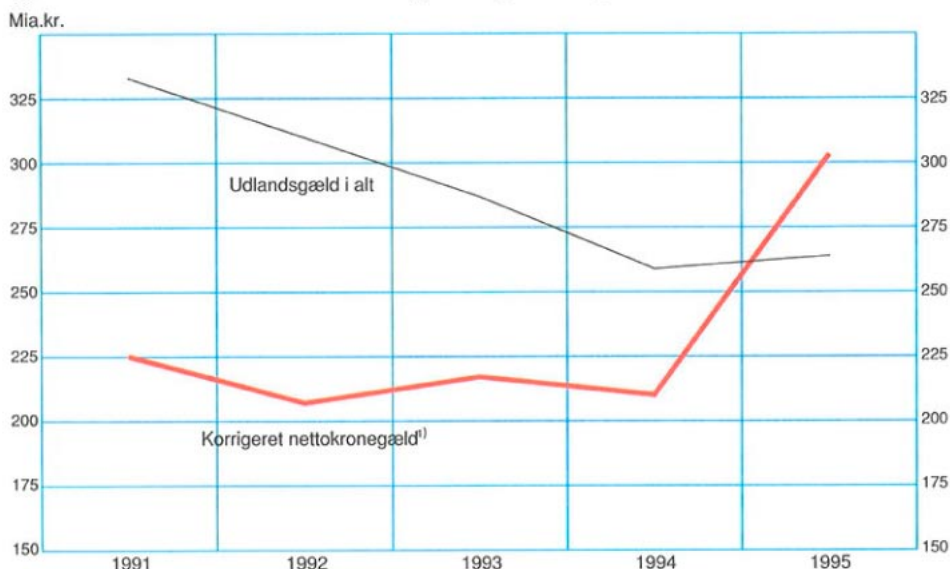
Udlændinges valutakursrisiko i danske kroner er mindre end Danmarks kronegæld, idet en del af udlændinges kronetilgodehavender som nævnt er afdækket på terminsmarkedet. I figur 2 er vist en korregeret kronegæld, svarende til den samlede kronegæld fratrasket udlændinges nettosalg af kroner på termin. Som det ses af figuren er den korregerede kronegæld nu større end den samlede udlandsgæld, hvilket kan ses som udtryk for øget tillid i udlandet til den danske valutakurspolitik.

Udlandsgælden fordelt på gældsformer

I tabel 4 er udlandsgælden sammenfattet ud fra de forskellige typer af tilgodehavender og gæld, der indgår i opgørelsen.

Ved udgangen af 1994 var obligationsgælden på nettobasis steget til 312

Figur 2

Udlandsgæld og kronegæld

1) Nettokronegæld, fratrullet udlandets nettoalg af kroner på termin.

mia.kr., mere end den samlede udlandsgæld, mens gælden til pengeinstitutter i udlandet er reduceret markant til 53 mia.kr. Nettotilgodehavender i form af aktier var 14 mia.kr., og der var også lidt større direkte investeringer i udlandet end tilsvarende udenlandske i Danmark.

Tallene viser en tendens til, at gælden i stigende grad udgøres af værdipapirer, mens gæld til pengeinstitutter har været for nedadgående. Det skal dog bemærkes, at den betydelige nedgang i gælden til pengeinstitutter på 170 mia.kr. for omkring halvdelen vedkommende vedrører et fald i danske pengeinstitutters gæld til kreditinstitutter i udlandet, som må ses i sammenhæng med inddækning i pengeinstitutterne af terminsrisiko i forbindelse med udlændinges køb af kroneobligationer.

Direkte investeringer

Der er en særlig interesse knyttet til de direkte investeringer, da de implicerer direkte indflydelse på driften af virksomheder i modsætning til rent finansielle dispositioner. Overgangen mellem porteføljeinvesteringer og direkte investeringer er dog ret arbitrær. Direkte investeringer kan side-stilles med aktiebeholdninger i selskaber, men implicerer større ejerandele og dermed indflydelse i selskabet jf. boks 2.

Tabel 4 *Udlandsgælden fordelt på instrumenter*

Status	1991			1994		
	Aktiv	Passiv	Nettopassiver	Aktiv	Passiv	Nettopassiver
	Milliarder kroner					
Obligationer ¹⁾	113	332	219	90	402	312
Aktier	40	17	- 23	55	41	- 14
Direkte investeringer	114	110	- 4	154	144	- 10
Indlån/lån i pengeinstitutter ²⁾ ...	225	446	221	226	279	53
Andre mellemværender	136	56	- 79	173	91	- 82
I alt	629	962	333	698	957	259

1) Uanset løbetid og inklusive obligationslån udstedt i udlandet.

2) For pengeinstitutter, mellemværender med kreditinstitutter.

Historisk set har direkte investeringer kun udgjort en mindre andel af Danmarks samlede udenlandske mellemværender, men inden for de sidste ti år er såvel udadgående som indadgående direkte investeringer forøget med over 100 mia.kr. til et niveau på 130-140 mia.kr. Denne tendens genfindes i andre OECD-lande. I en international sammenligning opgjort ved summen af indadgående og udadgående direkte investeringer i forhold til bruttonationalproduktet placerer Danmark sig i midten af gruppen af OECD-lande.

I de senere år er de internationale krav til rapportering af de direkte investeringer blevet udvidet. På denne baggrund er virksomhederne i Nationalbankens spørgeskemaundersøgelse anmodet om at give detaljerede oplysninger om direkte investeringer fordelt på lande og brancher.

I alt knap 2.000 virksomheder, som deltog i undersøgelsen pr. ultimo 1994, havde mellemværender i form af direkte investeringer, ligeligt fordelt på udadgående og indadgående.

Danske direkte investeringer i udlandet og udenlandske direkte investeringer i Danmark, fordelt på udvalgte lande og brancher, er for årene 1991, 1994 og 1995 vist i tabel 5 og 6. Opgørelserne for årene 1991 og 1994 er baseret på spørgeskemaundersøgelserne, mens tallene for 1995 er opregnet med den løbende valutastatistik's opgørelse af direkte investeringer i løbet af 1995. Tallene i tabellen er således ikke fuldt ud sammenlignelige.

Investeringerne er opdelt på egenkapitalandele og koncernlån og er i modsætning til opgørelsen af de direkte investeringer i tabellerne 2-4 op-

Boks 2

Definition af direkte investering

Direkte investeringer omfatter ejerandele i virksomheder, der erhverves med henblik på varig økonomisk forbindelse mellem investor og virksomheden, hvor investor tillige kan udøve en væsentlig (men ikke nødvendigvis bestemmende) indflydelse på ledelsen. I henhold til definitionen i IMF's betalingsbalancemanual foreligger der en direkte investering, hvis investor besidder mindst 10 pct. af egenkapitalen eller stemmerettighederne i virksomheden.

Direkte investeringer omfatter tillige alle øvrige finansielle mellemværender, herunder lån og leverandørkreditter, mellem koncernforbundne selskaber. Sådanne øvrige mellemværender betegnes under ét som koncernlån mv.

Filialer sidestilles med helejede datterselskaber.

For pengeinstitutter medtages alene ejerandele og ikke lånemellemværender.

gjort netto. Det indebærer, at moderselskabets passiver over for den øvrige del af koncernen er modregnet i selskabets direkte investeringer.

Som det fremgår af tabel 5, er *danske direkte investeringer i udlandet* i perioden fra udgangen af 1991 til udgangen af 1995 forøget med 44 mia.kr. til 136 mia.kr. Der har især været stigning i egenkapitaloverførslerne med 39 mia.kr. til 112 mia.kr., mens lånemellemværenderne kun er forøget med 5 mia.kr. til 25 mia.kr.

Langt hovedparten af danske direkte investeringer i udlandet er foretaget i EU-lande. Østeuropæiske lande har vist en opgang til knap 3 mia.kr. ved udgangen af 1995, en stigning på godt 2 mia.kr. siden 1991. I det samlede billede er der således fortsat tale om meget små investeringer i de nye markedsøkonomier.

Fordelt på brancher i udlandet, udgjorde investeringer inden for gruppen "fremstillingsvirksomhed" knap en tredjedel af de samlede investeringer ved udgangen af 1995, mens gruppen "øvrige erhverv", herunder landbrug, handel og service og finansiell virksomhed, udgjorde de resterende to tredjedele.

Udenlandske direkte investeringer i Danmark er siden 1991 ligeledes forøget med omkring 45 mia.kr. til 132 mia.kr. ved udgangen af 1995, hvoraf egenkapitaloverførslerne udgjorde godt 30 mia.kr.

Tre fjerdedele af investeringerne vedrørte investeringer fra andre EU-lande eller USA. Det skal bemærkes, at investeringer fra Norge er forøget med godt 6 mia.kr. til knap 16 mia.kr. ved udgangen af 1995, bl.a. fordi norske virksomheder anvender Danmark som brohoved til det indre marked i EU.

Tabel 5 *Danske direkte investeringer i udlandet*

	1991		1994		1995	
	Egen- kapital	Koncern- lån mv.	Egen- kapital	Koncern- lån mv.	Egen- kapital	Koncern- lån mv.
	Milliarder kroner					
Landefordeling						
EU-lande i alt	43,8	10,0	60,1	10,8	66,5	11,7
Heraf: Belgien/Luxembourg	5,2	- 5,0	7,2	- 6,4	6,5	- 6,1
Frankrig	3,1	1,8	3,7	2,2	4,3	2,6
Holland	3,0	1,4	3,4	0,9	4,5	1,2
Irland	3,1	- 1,1	3,0	0,9	3,0	1,7
Tyskland	3,5	3,6	5,1	4,3	7,2	4,8
Storbritannien	18,2	5,3	24,1	3,3	24,6	2,6
Sverige	4,9	2,3	6,7	3,4	8,8	3,1
Finland	0,3	0,3	2,2	0,7	2,4	0,1
Øvrige europæiske lande i alt	8,4	1,8	12,7	2,3	15,7	3,3
Heraf: Norge	2,7	1,0	3,5	1,3	3,7	1,6
Schweiz	4,6	0,6	8,2	0,4	10,0	1,0
Østeuropæiske lande	0,2	0,1	1,1	0,4	2,2	0,5
Nord- og Sydamerika i alt	7,8	5,6	8,0	6,1	13,3	6,1
Heraf: USA	4,9	2,2	5,1	3,7	10,1	3,7
Øvrige lande og uoplyst	7,2	2,1	10,3	2,9	9,9	3,7
Heraf: Japan	0,8	0,7	1,0	1,0	1,1	1,0
Sommerhuse mv. i udlandet	5,5	—	6,1	—	6,3	—
I alt	72,8	19,5	97,2	22,1	111,8	24,8
Branchefordeling						
Fremstillingsvirksomhed i alt	14,9	5,8	31,7	8,4	36,2	8,0
Nærings- og nydelsesmiddelindustri	3,1	1,7	10,5	2,3	11,4	1,7
Kemisk industri	3,0	1,6	9,5	1,1	9,8	1,0
Maskinindustri	2,8	1,0	1,9	1,1	2,5	1,4
Elektro- og måleinstrumentindustri	...	...	...	...	...	...
Øvrig fremstillingsvirksomhed	6,0	1,5	9,7	4,0	12,5	3,9
Øvrige erhverv i alt	57,9	13,7	65,5	13,6	75,6	16,8
Landbrug og råstofudvinding	1,0	0,6	1,2	0,6	1,2	0,8
Handel og service	7,2	6,5	8,8	7,3	9,9	8,1
Transport og kommunikation	4,9	4,9	4,9	3,0	5,4	3,4
Pengeinstitutter	7,1	•	4,9	•	5,2	•
Forsikring og pensionskasser	3,7	- 0,2	2,5	- 0,1	2,6	- 0,1
Anden finansiel virksomhed	6,9	- 4,6	13,4	- 5,1	14,7	- 4,2
Ikke-finansielle holdingselskaber	0,5	1,6	3,0	2,2	7,8	2,0
Ejendomsadministration og -handel ¹⁾	7,9	0,8	9,7	0,7	10,2	0,9
Øvrige erhverv og uoplyst	18,7	4,1	17,1	5,0	18,6	5,8
I alt	72,8	19,5	97,2	22,1	111,8	24,8

1) Inklusive sommerhuse mv. i udlandet

Tabel 6 *Udenlandske direkte investeringer i Danmark*

	1991		1994		1995	
	Egen- kapital	Koncern- lån mv.	Egen- kapital	Koncern- lån mv.	Egen- kapital	Koncern- lån mv.
	Milliarder kroner					
Landefordeling						
EU-lande i alt	43,5	18,2	48,6	19,8	63,1	24,3
Heraf: Belgien/Luxembourg	0,9	2,5	2,2	1,0	2,4	1,2
Frankrig	5,1	0,9	1,8	0,7	2,3	0,9
Holland	5,3	5,3	10,7	4,6	11,7	5,5
Irland	0,0	0,5	0,1	0,0	0,1	1,0
Tyskland	4,4	1,2	4,5	2,5	6,0	2,5
Storbritannien	10,5	1,8	12,1	11,6	20,0	13,4
Sverige	16,0	5,0	11,9	6,2	14,9	6,4
Finland	1,1	0,6	4,7	0,1	4,8	0,3
Øvrige europæiske lande i alt	9,2	4,3	16,2	5,9	16,9	6,5
Heraf: Norge	6,5	2,6	12,1	2,5	12,6	3,0
Schweiz	2,7	1,7	4,0	3,3	4,3	3,5
Østeuropæiske lande	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Nord- og Sydamerika i alt	11,6	- 0,6	13,5	1,4	15,2	2,4
Heraf: USA	11,1	- 0,8	12,9	0,8	13,7	1,4
Øvrige lande og uoplyst	0,9	0,1	2,5	0,7	2,5	1,1
Heraf: Japan	0,4	0,1	0,7	0,2	0,7	0,2
I alt	65,2	22,0	80,8	27,7	97,8	34,2
Branchefordeling						
Fremstillingsvirksomhed i alt	14,1	1,4	17,2	2,8	18,6	4,6
Nærings- og nydelsesmiddelindustri	2,6	0,9	2,0	1,7	2,9	2,9
Kemisk industri	2,9	1,3	5,1	1,3	5,3	1,4
Maskinindustri	1,7	0,5	3,5	0,7	3,6	1,2
Elektro- og måleinstrumentindustri	2,8	- 2,3	3,5	- 1,7	2,9	- 1,4
Øvrig fremstillingsvirksomhed	4,1	1,0	3,1	0,9	3,9	0,5
Øvrige erhverv i alt	51,1	20,6	63,6	24,9	79,2	29,7
Landbrug og råstofudvinding	5,8	0,1	6,9	0,2	6,9	0,8
Handel og service	20,9	11,6	25,2	13,1	26,4	13,9
Transport og kommunikation	6,6	0,9	4,3	0,8	5,3	1,3
Pengeinstitutter	0,8	•	0,2	•	0,2	•
Forsikring og pensionskasser	10,1	1,9	9,1	0,8	9,3	0,7
Anden finansiel virksomhed	0,3	0,8	2,2	1,3	2,7	3,5
Ikke-finansielle holdingselskaber	3,3	1,0	7,2	2,4	15,7	2,7
Ejendomsadministration og -handel	0,5	0,5	2,5	2,0	3,5	2,3
Øvrige erhverv og uoplyste	2,9	3,9	6,1	4,3	9,3	4,5
I alt	65,2	22,0	80,8	27,7	97,8	34,2

Investeringer inden for gruppen "fremstillingsvirksomhed" udgjorde knap 20 pct. af de samlede investeringer ved udgangen af 1995, hvilket er uændret i forhold til 1991.

Udenlandske direkte investeringer i Danmark inden for gruppen ikke-finansielle holdingselskaber er siden udgangen af 1991 forøget markant. Stigningen kan henføres til nogle få selskaber, som har foretaget en række såkaldte "gennemtræksinvesteringer" i form af kapitaloverførsler til moderselskaber (holdingselskaber) i Danmark og videreinvesteringer fra disse til datterselskaber i udlandet. "Gennemtræksinvesteringer" har kun i mindre omfang realøkonomiske betydning i det land, hvor "gennemtrækket" finder sted.

Nationalbanken vil i forbindelse med udsendelse af den kvartalsvise opgørelse over direkte investeringer for 3. kvartal 1996 samtidig offentliggøre et detaljeret tabelsæt vedrørende lande- og branchefordelinger af de direkte investeringer baseret på spørgeskemaundersøgelsen pr. ultimo 1994.

Afviklingsrisici i valutahandel

v/ Lars G. Sørensen, Betalingskontoret

Baggrund

I de senere år har der været øget international interesse for den såkaldte afviklingsrisiko i den finansielle sektor. I det følgende behandles afviklingsrisiciene ved valutahandel.

Når to aktører på de internationale valutamarkeder handler med hinanden, indebærer handlen, at der udveksles to betalinger, idet begge parter separat skal levere et valutabeløb til modparten. Overførslen af beløbene sker på afviklingsdagen to dage efter aftaledagen. I praksis afsender parterne uafhængigt af hinanden betalingsinstruks til hver sin korrespondentbank om at overføre det solgte beløb til modpartens konto hos dennes korrespondentbank. Af praktiske årsager afsendes instrukserne typisk dagen før afviklingsdagen og uden vished for, om modparten udfører sin betaling. Konstatering af, om modparten har levet op til sin del af handlen, sker først dagen efter afviklingsdagen gennem modtagelse af et kontoudskrift fra ens egen korrespondentbank. Netop risikoen for at modparten ikke har levet op til sin forpligtelse (fx ved betalingsstandsning), samtidig med at man selv har leveret den solgte valuta, omtales som en valutahandels afviklingsrisiko. Denne afviklingsrisiko undgås typisk ved handel med værdipapirer, idet ydelse og modydelse afvikles i én proces (fx som i Værdipapircentralen).

Valutahandlen er bl.a. som følge af øget international samhandel, kapitalliberaliseringer mv. vokset kraftigt. En undersøgelse ledet af Bank for International Settlements (BIS) viser således, at omsætningen i løbet af få år er mere end fordoblet, og i april 1995 udgjorde den knap 1.600 mia. dollars dagligt, jf. også kvartalsoversigten fra februar 1996.

Undersøgelsens tal viser kun den ene side af handlerne. Betalingsstrømmene opgjort brutto i forbindelse med afvikling af valutahandlerne er derfor dobbelt så store. Disse betalingsstrømme skal afvikles gennem de indenlandske betalingssystemer for de involverede valutaer, og udgør en stor andel af den samlede omsætning i de hjemlige systemer. Normalt vil en beløbsmodtager have disponeret, inden det konstateres, om beløbet er indgået. Derfor vil en manglende betaling kunne forplante sig i de indenlandske betalingssystemer med risiko for et sammenbrud i disse. Centralban-

kerne forsøger til stadighed at sikre deres betalingssystemer med henblik på en sikker og effektiv gennemførelse af de daglige transaktioner.

Afviklingsrisikoen har generelt været undervurderet af markedsaktørerne. Op gennem tiden har bankerne valgt at investere store summer i handelsmiljøer, mens afviklingssiden ikke synes at have haft samme prioritet.

Det var på denne baggrund, at centralbankerne i de største industrilande (G-10 landene) i år offentliggjorde en rapport¹⁾ om afviklingsrisici i valuta-transaktioner. Rapporten, som er resultatet af to års arbejde, har bl.a. ved hjælp af en stor undersøgelse - omfattende 80 af de største markedsdeltagere - søgt at identificere afviklingsrisiciene. Herudover indeholder rapporten en række anbefalinger til, hvad markedet, dets deltagere og centralbankerne/tilsynsmyndighederne kan gøre for at mindske afviklingsrisiciene.

Rapporten er den seneste fra centralbanker og andre tilsynsmyndigheders side, som omhandler afviklingsrisici og andre relaterede problemstillinger såsom betalingssystemer og nettingaftaler²⁾.

Identifikation af problemstillingen

Rapporten definerer afviklingsrisikoen som en hovedstolsrisiko på valutakøbet. Risikoen løber fra tidspunktet, hvor valutasalgets betalingsinstruks er uigenkaldelig, og indtil den købte valuta er modtaget uigenkaldeligt. Tidsrummet, hvori risikoen løber, er ingen konstant størrelse, men afhænger bl.a. af afsendelsestidspunktet for betalingsinstrukser og serviceringen fra korrespondentbankerne mht. advisering af daglige kontobevægelser (indgang af den købte valuta). Den gældende markedspraksis, hvor en betalingsinstruks typisk afsendes senest dagen før afvikling, mens konstateringen af den endelige indgang af valutakøbet sker ved afstemningen tidligst dagen efter afvikling, indebærer, at afviklingsrisikoen løber over mindst to dage.

Markedsundersøgelsen konstaterede, at mange banker var overraskede over deres egne afviklingsrisicis varighed og størrelse. Der var således banker, der ikke havde systemer til at måle og styre risiciene. Bl.a. var der markedsdeltagere, der løb en risiko på en enkelt handelsmodpart, der oversteg bankens egenkapital. I nogle banker var arbejdet med indførelsen af et

1) Interesserede kan ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, biblioteket, rekvirere rapporten.

2) Centralbankerne i G-10 landene har således udgivet "Report on Netting Schemes", 1989, "Report of the Committee on Interbank Netting Schemes", 1990, "Report on Central Bank Payment and Settlement Services with Respect to Cross Boarder and Multi-currency Transaction", 1993, "Report on Settlement Risk in Foreign Exchange Transaction", 1996. The New York Clearing House har udgivet "Report on Risk Reduction and Enhanced Efficiency in Large Value Payment Systems", 1995 og The New York Foreign Exchange Committee har udgivet "Report on Reducing Foreign Exchange Settlement Risk", 1994.

styringssystem for afviklingsrisici påbegyndt, mens andre ikke anså risikostyringen for nødvendig.

Markedsundersøgelsens resultat synes at stamme fra en kombination af følgende forhold:

- En manglende forståelse for at afviklingsrisikoen løb over flere dage.
- Ingen behandling af afviklingsrisikoen på linie med risiko ved udlån (kreditrisiko).
- En tro på at kunne nå at afvikle handler med dårlige modparter inden konkurs.
- En tro på at de større markedsdeltagere var "too big to fail".
- Håb om at myndighederne altid ville forhindre en konkurs, mens markedet og afviklingssystemerne var åbne.

Disse holdninger må generelt siges at være fejlagtige. Rapporten nævner en række hændelser, både individuelle bankkriser og internationale begivenheder, som alle indebar konkrete problemer for afviklingen af valuta-transaktioner.

Anbefalinger

Rapporten opstiller en række forslag, som dels henvender sig til den enkelte bank, dels til den samlede sektor og endelig til centralbankerne/tilsynsmyndighederne.

1. De individuelle anbefalinger går først og fremmest på forbedringer af egne systemer. Indførelse af et risikostyringssystem, der måler afviklingsrisikoen som en hovedstolsrisiko analog behandlingen af et almindeligt bankudlån, anses i denne forbindelse som værende yderst vigtigt. En del af denne risikostyring består i at fastsætte grænser for størrelsen af risikoen på hver enkelt modpart. Herudover bør egne afviklings- og kontrolsystemer gennemgås med henblik på en vurdering af, om disse lever op til gældende markedsstandard.

Et andet område, der bør tages op, er korrespondentbankaftalerne med henblik på en reducere i risicienes varighed bl.a. gennem senere afsendelse af betalingsinstruks og tidligere modtagelse af bekræftelse af modtaget valuta (kreditadvis/kontoudskrift).

Endelig kan bilaterale nettingaftaler med hyppige handelsmodparter indgås, så kun dagens nettobeløb i den enkelte valuta udveksles. Sådanne aftaler har allerede i dag en vis udbredelse.

2. Til den samlede sektor anbefales etablering af multilaterale nettingfaciliteter bl.a. gennem oprettelse af clearingcentraler. På dette område har der i forvejen været en række tiltag. Således blev en europæisk clearing-central, ECHO, etableret i 1995. ECHO tilbyder multilateral netting af valutatransaktioner mellem p.t. tretten internationale banker i tolv forskellige valutaer. Tilsvarende amerikanske initiativer er på vej. Endelig arbejder en gruppe af de største aktører i markedet med etablering af et system, hvor en valutahandels to betalinger afvikles samtidig (i stil med afvikling af værdipapirforretninger). Alene forskellige åbningstider i de forskellige valutaers betalingssystemer komplicerer dog konstruktionen af et sådant system.

3. Anbefalingerne til de respektive centralbanker/tilsynsmyndigheder består først og fremmest i, at disse bør opfordre den hjemlige pengeinstitutsektor og de enkelte banker til at implementere ovennævnte tiltag. Herudover bør de enkelte centralbanker kigge på egne betalingssystemer med henblik på forbedringer fx. gennem regelsæt for seneste tidspunkt for betalinger med samme dags afvikling.

Den videre strategi

Rapporten påviser, at den enkelte markedsdeltager og den samlede sektor har betydelige muligheder for at reducere risici forbundet med afviklingen af valutahandler. Implementering af ovennævnte anbefalinger og gennemførelse af allerede påbegyndte projekter vil bidrage hertil. Centralbankerne vil yde deres bidrag i denne proces gennem samarbejde med markedsdeltagerne i udviklingen af risikoreducerende afviklingsfaciliteter. Det er tanken, at G-10 landenes centralbanker vil overvåge udviklingen gennem en to-årig periode, for herefter at vurdere, om yderligere tiltag er nødvendige.

Kommende EU-statistikker på det finansielle område

v/Kim Abildgren, Statistisk Kontor

Indledning

Den tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU'en) i EU er planlagt at starte den 1. januar 1999. I den forbindelse oprettes Den Europæiske Centralbank, ECB, der som sin primære opgave skal stå for den fælles penge- og valutakurspolitik i euro-området.

Med henblik på udøvelsen af sine opgaver vil ECB bl.a. få behov for en række statistikker dækkende hele euro-området. Det vil især dreje sig om harmoniseret statistik vedrørende finansielle forhold. Hertil kommer betalingsbalancestatistik, opgørelser af udlandsgæld, vigtige konjunktur-indikatorer mv.

Der er store forskelle mellem EU-landenes nuværende økonomiske statistikker, både hvad angår afgrænsning og definition af begreber samt publiceringshyppighed og -hastighed. Hertil kommer, at mange EU-lande i deres nuværende korttidsstatistikker ikke har detaljerede landeopdelinger, men ofte blot sondrer mellem indland og udland. For lande, som deltager i ØMU'en, vil det være nødvendigt at kunne opdele økonomiske transaktioner med udlandet i transaktioner med andre ØMU-lande og transaktioner med resten af verden.

ECB's forventede behov for statistik er de senere år blevet analyseret i det Europæiske Monetære Institut, EMI. Den 2. juli 1996 vedtog EMI-rådet af centralbankchefer en større statistikpakke, som skal sikre, at det meste af den nødvendige statistik er til rådighed for ECB ved dens oprettelse¹⁾. Statistikpakken er blevet vedtaget allerede nu, da det erfaringsmæssigt tager nogen tid at gennemføre ændringer i statistiske systemer.

I denne artikel beskrives kort det statistiske arbejde i EMI, og der foretages en gennemgang af indholdet i EMI's statistikpakke. Afslutningsvis berøres planerne for den danske finansielle statistik i lyset af de kommende års ændringer i de øvrige EU-landes statistikker.

1) Interesserede kan ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, biblioteket, rekvirere to rapporter om statistikpakken, "The Statistical Requirements for Monetary Union" og "The Statistical Requirements for Monetary Union (Implementation Package)", som EMI har udgivet i juli 1996.

Det statistiske arbejde i EMI

EU's kompetence på det statistiske område er delt mellem EMI og EUROSTAT, der er Europa-Kommissionens statistiske organ. Noget af kompetencefordelingen fremgår af traktatbestemmelser mv. Resten er et resultat af en praktisk arbejdsdeling. På sidstnævnte område er der udarbejdet et uformelt "Memorandum of Understanding", som fastlægger arbejdsdelingen mellem EMI og EUROSTAT i relation til den økonomiske statistik.

EMI har kompetencen inden for den finansielle statistik og kapitalposterne på betalingsbalancen. EUROSTAT har bl.a. kompetencen inden for betalingsbalancens løbende poster, harmoniserede forbrugerprisindeks, nationalregnskab (herunder offentlig budgetsaldo og bruttogæld, som indgår i konvergenskriterierne) og vitale konjunkturindikatorer. Kompetencen vedrørende finansielle statuskonti deles mellem EMI og EUROSTAT.

Det primære udgangspunkt for det statistiske arbejde i EMI er at arbejde frem mod statistiske systemer, hvor afgrænsningen og definitionen af de indgående data gør de resulterende statistikker velegnede som grundlag for ECB's penge- og valutakurspolitik - dog under hensyntagen til en afvejning af nytten ved yderligere informationsindsamling og byrden herved for de rapporteringspligtige. Der lægges samtidig vægt på, at de resulterende statistikker i videst muligt omfang følger internationale rekommandationer på området¹⁾.

EMI's juli-96 statistikpakke

I dette afsnit gives en oversigt over indholdet af EMI's juli-96 statistikpakke. Generelt skal man være opmærksom på, at der på mange områder ikke er tale om fuldt færdigformulerede forslag, men derimod kun om de overordnede retningslinjer for statistikernes indhold. EMI vil i den kommende tid arbejde videre med at konkretisere statistikplanerne på flere områder. Man skal endvidere være opmærksom på, at det i sidste ende er ECB, der endeligt fastlægger indholdet af statistikken, og at der med tiden sandsynligvis vil komme ændringer til statistikkerne i lyset af ECB's erfaringer med anvendelse af statistikkerne som grundlag for den fælleseuropæiske penge- og valutakurspolitik samt den løbende udvikling i de finansielle markeders og institutioners funktion og struktur. Endelig kan det videre arbejde med forberedelsen af et eventuelt reservekravssystem for

1) Det Europæiske NationalregnskabsSystem, ENS 1995, Den Internationale Valutafonds (IMF's) betalingsbalancemanual, Balance of Payments Manual, fifth edition, 1993, og IMF's udkast til manual vedrørende finansiel statistik, Manual on Monetary and Financial Statistics, 1996.

ØMU-landene give anledning til tilpasninger i nogle af de nedenfor omtalte statistikplaner.

Balancer fra monetære finansielle institutioner (MFI'er)

Kerneelementet i EMI's statistikpakke er opbygning af en statistik over aktiver og passiver for såkaldte monetære finansielle institutioner (MFI'ere).

MFI-sektoren omfatter for Danmarks vedkommende Nationalbanken, kreditinstitutter mv. (dvs. primært penge- og realkreditinstitutter, men også mere specialiserede finansielle institutioner såsom Danmarks Skibskreditfond, Dansk Eksportfinansieringsfond, Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, Kommunekredit og Kongeriget Danmarks Hypotekbank m.fl.), pengemarkedsfonde samt visse andre finansielle institutioner (bl.a. udstedere af forudbetalte betalingskort, CMO-selskaber mv.). Afgrænsningen af hvilke finansielle institutioner, der skal indgå i MFI-sektoren, kan løbende blive ændret i lyset af udviklingen i den finansielle sektor.

De monetære finansielle institutioner kan i brede vendinger siges at omfatte finansielle institutioner, hvis aktiv- og passivudvikling er af væsentlig relevans for pengepolitikken. MFI'ernes aktiver og passiver er vigtige byggesten i forskellige monetære aggregater, såsom diverse mål for pengemængde og kreditudvidelse. MFI-statistikken skal endvidere kunne anvendes af ECB som grundlag for eventuelt at pålægge hele eller dele af MFI-sektoren reservekrav.

EMI's pakke opererer med månedlige og kvartalsvise statistikker for MFI'ernes balancer. De væsentligste forskelle mellem EMI's statistikpakke og den nuværende månedlige danske statistik på området er følgende:

Detaljeret landefordeling af indlån, udlån og værdipapirbeholdninger.

Detaljeret valutaopdeling af indlån, udstedte værdipapirer, udlån og værdipapirbeholdninger.

Mere detaljeret sektoropdeling (stat, amter, kommuner, sociale kasser og fonde, ikke-finansielle selskaber, husholdninger, MFI'er, andre finansielle institutioner samt forsikringsselskaber og pensionskasser) af indlån, udlån og værdipapirbeholdninger.

Mere detaljeret løbetidsopdeling af indlån, udstedte værdipapirer, udlån og værdipapirbeholdninger.

Balancetal skal opgøres til markedsværdier hver måned, og der skal ligeledes indsamles oplysninger om kursgevinster og afskrivninger på lån mv., så transaktionsværdier kan udregnes.

Derimod har selve instrumenttyperne på aktiv- og passivside store lighedspunkter med dem, som findes i den nuværende månedlige bank- og realkreditstatistik, idet såvel de nuværende danske statistikker som EMI's statistikforslag er baseret på EU's direktiv fra 1986 om bankers og andre penge- og finansieringsinstitutters årsregnskaber og konsoliderede regnskaber.

Den nye balancestatistik for MFI-sektoren skal være klar medio 1998 og den første offentliggørelse skal dække perioden fra og med ultimo september 1997 - dog vil data for perioden september 1997 til medio 1998 formentlig være såkaldte "gode estimater" fremfor egentlig statistik. De "nationale" MFI-statistikker skal fremsendes af de nationale centralbanker til ECB i færdig form senest 15 arbejdsdage efter udgangen af referencemåned, mens kvartalsstatistikker skal sendes senest 28 arbejdsdage efter udgangen af referencekvartalet.

EMI lægger op til, at MFI-statistikken skal dække 95 pct. af den totale balancesum (eksklusive centralbanken) i hvert medlemsland. De mindste institutioner repræsenterende 5 pct. af den totale balancesum ("halen") vil derfor blive underlagt noget lempeligere indberetningsbyrder end de større MFI'er.

Balancetal fra finansielle institutioner, der ikke er MFI'er

ECB har ligeledes behov for at kunne følge udviklingen i balancerne for de finansielle institutioner, der ikke er MFI'er, dels for at følge om nogle af institutionerne skal overgå til MFI-sektoren, dels af hensyn til at følge udviklingen i det samlede finansielle system. EMI's statistikpakke indeholder derfor forslag til kvartalsvise statistikker for investeringsforeninger, finansieringsselskaber, forsikringsselskaber og pensionskasser. Statistikernes nærmere indhold er endnu ikke fastlagt.

Rentestatistik og anden prisstatistik for finansielle aktiver og passiver

De nationale centralbanker skal bl.a. indsamle statistik over officielle rentesatser, pengemarkedsrenter, detailrenter (indlånsrenter for mindre

virksomheder og husholdninger, udlånsrenter for erhvervskunder, forbrugerkreditter og boliglån), statsobligationsrenter, virksomhedsobligationsrenter, aktie- samt valutakurser. Nogle af statistikkerne vil blive udarbejdet på månedsbasis, andre på dagsbasis. Der vil fra tid til anden blive udarbejdet opgørelser af udlån og indlån fordelt på fast og variabel forrentning.

Kapitalmarkedsstatistik

Statistik over udstedelse, indfrielse og udestående mængde af obligationer, commercial papers og aktier mv. skal udarbejdes månedligt. Data skal bl.a. fordeles på valuta og låntagerens sektor.

Betalingsbalancestatistik

Månedlige summariske betalingsbalanceopgørelser skal indsendes fra de nationale centralbanker til ECB senest 30 arbejdsdage efter udgangen af den måned, som tallene vedrører. Der vil første gang blive udarbejdet betalingsbalancestatistik på fuldt harmoniseret form i marts 1999 (dækkende januar måned 1999). Statistikken vil omfatte varer, tjenester, indkomster, løbende overførsler, kapitaltransferinger, direkte investeringer, porteføljeinvesteringer, øvrige investeringer og international likviditet. Statistikken vil formentlig blive på betalingsbasis. Oplysningerne vil blive opdelt på indtægter og udgifter samt på transaktioner med henholdsvis ØMU-lande og øvrige lande. For 1998 vil mere summariske statistikker blive udarbejdet - bl.a. vil tallene kun foreligge på nettobasis, og der vil ikke være en opdeling af transaktioner med henholdsvis ØMU-lande og øvrige lande.

På kvartals- og årsbasis foreslår EMI udarbejdet mere detaljerede statistikker, dvs. flere kategorier, der stort set svarer til forslagene i IMF's 5. betalingsbalancemanual, dog muligvis suppleret opdeling efter flere lande eller landeområder. For så vidt angår de løbende poster skal opgørelserne være på transaktionsbasis. Kvartalstal skal indsendes fra de nationale centralbanker til ECB senest 3 måneder efter udgangen af det kvartal, som tallene vedrører.

Kapitalbalance over for udlandet

EMI-pakken opererer med årlige statistikker over aktiver og passiver over for udlandet (dvs. "udlandsgældsopgørelser") udarbejdet senest 9 måneder efter udgangen af det år, som tallene vedrører. Det nærmere indhold af statistikken er endnu ikke fastlagt, men den vil i vid udstrækning blive baseret på de opdelinger for betalingsbalancens finansielle transaktioner, der er indeholdt i IMF's 5. betalingsbalancemanual eventuelt suppleret med visse landeopdelinger.

Finansielle statuskonti

Ved finansielle statuskonti forstås en opgørelse af finansielle aktiver og passiver på et givet tidspunkt for staten, amter, kommuner, sociale kasser og fonde, ikke-finansielle selskaber, husholdninger, MFI'er, andre finansielle institutioner samt forsikringsselskaber og pensionskasser. Finansielle statuskonti er fx vigtige af hensyn til at opnå et helhedsbillede af de finansielle beholdninger i økonomien.

Finansielle statuskonti er ikke en del af EMI's statistikpakke, da udarbejdelsen heraf for alle EU-landene allerede er igangsat. Forordningen om det europæiske national- og regionalregnskabssystem i Det Europæiske Fællesskab fra maj 1996 opererer således med, at der fra år 2000 indsendes årlige finansielle statuskonti fra de nationale statistikbureauer til EURO-STAT senest 9 måneder efter udgangen af det år, som tallene vedrører. Den første indberetning skal indeholde tal tilbage til 1995. Danmark kan dog frem til år 2005 vælge først at indsende data 13 måneder efter referencerperioden.

Det vil ikke ud fra ovennævnte nationale finansielle statuskonti være muligt at udarbejde konsoliderede finansielle statuskonti for hele euro-området grundet fraværet af landeopdelinger. ECB vil dog være i stand til at opstille temmelig komplette og konsoliderede sektorbalancer for euro-området ud fra de oplysninger, som vil foreligge i de nye statistikker for MFI'ernes balancer, kapitalmarkedet samt betalings- og kapitalbalancen.

Vitale konjunkturindikatorer

ECB's hovedformål bliver at opretholde prisstabilitet. I den udstrækning opfyldelsen af hovedformålet ikke bringes i fare skal ECB endvidere støtte de generelle økonomiske politikker i Fællesskabet med henblik på at bidrage til gennemførelse af Fællesskabets mål. For at kunne udøve sin virksomhed vil ECB derfor få behov for en lang række konjunkturindikatorer udarbejdet med kort tidsforsinkelse, og som på en meningsfuld måde kan aggregeres til data for euro-området som helhed.

ECB's behov for nationalregnskabstal er dækket af forordningen om det europæiske national- og regionalregnskabssystem i Det Europæiske Fællesskab fra maj 1996. Herudover vil ECB have behov for månedlige og/eller kvartalsvise data for industriproduktion, detailomsætning, udenrigshandel, bygge- og anlæg, konjunkturbarometre, arbejdsløshed, priser og lønninger etc. Mange af disse statistikker er omfattet af de planer på området, som for tiden er under udarbejdelse i EUROSTAT-regi.

Konvergensstatistik

Maastricht-traktaten pålægger ECB mindst én gang hvert andet år - eller på anmodning fra en medlemsstat med dispensation - at rapportere til Rådet omkring konvergenssituationen hos medlemsstater med dispensation. Konvergensstatistik vedrørende offentlige budgetsaldi, offentlig bruttogæld, forbrugerpriser og lange renter vil derfor være vital for ECB's arbejde i fase 3. Hertil kommer, at prisstatistik er direkte relateret til ECB's hovedformål - opretholdelse af prisstabilitet - og at offentlige budgetunderskud og gæld har betydning for udviklingen på de finansielle markeder.

Harmoniseringen af data vedrørende offentlige budgetunderskud og gæld, forbrugerprisindeks og lange renter er allerede godt undervejs, og EMI vurderer ikke, at ECB vil få behov for statistik på disse områder ud over det, som følger af Maastricht-traktaten i forbindelse med vurdering af konvergens eller af forordningen om det europæiske national- og regionalregnskabssystem i Det Europæiske Fællesskab fra maj 1996.

Statistisk følgelovgivning

ECB's opgaver og beføjelser på det statistiske område er fastlagt i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank. Inden ECB kan udstede forordninger på det statistiske område skal EU's ministerråd vedtage en statistisk følgelovgivning, som fastlægger, hvilke fysiske og juridiske personer, som er undergivet anmeldelseskrav, forskrifter om tavshedspligt og passende regler om håndhævelse.

ECB's forordninger på statistikområdet vil ikke gælde for dispensationslandene. I papirerne fra EMI opfordres dispensationslandene alligevel kraftigt til at gennemføre statistikpakken, og det understreges, at ECB vil overvåge dispensationslandenes statistikker nøje. Dette skal ses i lyset af, at et dispensationsland med meget kort varsel kan blive medlem af ØMU'en, og at det erfaringsmæssigt tager lang tid at gennemføre ændringer i statistiske rapporteringssystemer.

Den danske statistik

Danmark har en lang tradition for at udarbejde statistik efter internationale standarder, så oplysningerne bliver sammenlignelige med andre landes. Hidtil har den internationale statistikkoordinering være centreret omkring realøkonomisk statistik såsom nationalregnskabsstatistik og betalingsbalanceopgørelser. EMI's statistikpakke kan ses som et væsentligt tiltag til at få udstrakt den internationale sammenlignelighed til også at dække området for finansiell statistik. Det vil derfor være i tråd med den hidti-

dige danske statistiktradition at implementere EMI's statistikpakke i den danske finansielle statistik undtaget på områder, hvor der vil være tale om uforholdsmæssige store omkostninger eller hvor statistikforslagene ikke giver megen mening for lande, som ikke deltager i den kommende fælles-europæiske pengepolitik.

Nationalbanken og pengeinstitutterne arbejder for tiden på at implementere et nyt elektronisk indberetningssystem for anmeldelse af betalinger til og fra udlandet. Det nye system vil være et godt fundament for en mere tidssvarende og international sammenlignelig betalingsstatistik.

Den øvrige finansielle statistik, primært bank- og realkreditstatistikken, tjener i dag en række vigtige formål og hensyn. Her tænkes først og fremmest på fastlæggelsen af den danske pengepolitik og analyser af den danske finansielle sektor. Desuden er statistikkerne vigtige også af hensyn til udarbejdelsen af betalingsbalancestatistik og opgørelsen af udlandsgælden samt datarapportering til internationale organisationer. En tilpasning af den danske finansielle statistik i retning af forslagene i EMI's statistikpakke vil øge statistikken internationale sammenlignelighed og forbedre mulighederne for at sammenligne udviklingen i den danske finansielle sektor med udlandet.

Som nævnt er det Nationalbankens opfattelse, at man ikke bør gennemføre de dele af EMI-pakken, som er uforholdsmæssig omkostningsfyldt eller af mindre betydning for et land uden for den fælles-europæiske pengepolitik. Det drejer sig formentlig fx om en opdeling af långivning til husholdninger efter låneformål (forbrugslån, boliglån og andre lån) samt overgang fra restløbetid til oprindelig løbetid. Såfremt der i EMI-regi vedtages isolerede statistikker, hvis formål udelukkende tjener hensynet til den kommende fælles-europæiske pengepolitik, herunder anvendelse af eventuelle reservekrav, skal de naturligt nok heller ikke gennemføres i Danmark.

Man bør holde sig for øje, at fx danske pengeinstitutters filialer og datterbanker i de lande, der deltager i ØMU'ens 3. fase, skal indberette oplysninger svarende til en fuld gennemførelse af EMI's statistikpakke (med mindre de udenlandske filialer og datterbanker er så små, at de tilhører de pågældende landes "hale" og derfor pålægges lempeligere indberetningskrav). Nationalbanken vil løbende informere de relevante myndigheder og den finansielle sektor om udviklingen i de krav, der vil blive stillet til ØMU-landenes finansielle statistikker.

Udviklingen på pengemarkedet

v/Palle Duvier Mehlbye og Jacob Topp, Pengepolitisk Kontor

Indledning

Det centrale element i pengepolitikken har gennem en årrække været at påvirke den korte rente gennem fastsættelsen af de officielle renter, mens mere kvantitative reguleringer ikke har været i anvendelse. Den videre transmission af Nationalbankens rentesignaler bliver af stor betydning i et sådant system. Pengemarkedet spiller en vigtig rolle i den forbindelse. Rentedannelsen på pengemarkedet danner basis for pengeinstitutternes indlåns- og udlånsrenter over for betydelige kundegrupper. Det er derfor ønskeligt, at der er en klar sammenhæng fra Nationalbankens officielle renter til renterne på pengemarkedet. En forudsætning for en klar transmission er, at pengemarkedet er velfungerende med hensyn til prisdannelse og konkurrence.

Hertil kommer, at et effektivt pengemarked i dag udgør en central del af infrastrukturen på værdipapirmarkedet, idet det skaber mulighed for kortfristet finansiering og placering.

I denne artikel gives en redegørelse for udviklingen siden april 1992, hvor den tekniske udformning af de instrumenter, Nationalbanken stiller til rådighed for pengeinstitutterne i pengepolitikken, blev ændret. Datamaterialet er ikke komplet, men giver alligevel god mulighed for at vurdere konsekvenserne for pengemarkedet. Ændringerne medførte en større likviditetsbevidsthed hos pengeinstitutterne, og betød en øget brug af pengemarkedet. Ændringen gav samtidig anledning til betydelig anvendelse af genkøbsforretninger i statspapirer, hvilket har været en medvirkende årsag til, at markedet for genkøbsforretninger er blevet et effektivt alternativ til andre pengemarkedsforretninger. Efter en række problemer i introduktionsfasen er rammerne for en klar transmission af de pengepolitiske signaler på plads.

Artiklen beskriver først pengemarkedet, dets organisation, delmarkeder og produkter. Dernæst følger en beskrivelse af udviklingen i rentesammenhænge mellem delmarkederne samt af omsætning og markedssandele. Et

tredje afsnit beskriver udviklingen i rentedannelsen i de enkelte segmenter af pengemarkedet. Endelig afsluttes med et konkluderende afsnit.

Pengemarkedet

Pengemarkedet afgrænses almindeligvis til indbyrdes låneaftaler med løbetid op til omkring et år mellem pengeinstitutter. Afgrænsningen mellem pengemarkedet og værdipapirmarkedet er dog ikke skarp. For eksempel handles nogle værdipapirer med kort restløbetid også på pengemarkedet.

Pengemarkedet i kroner er tæt knyttet til Nationalbankens pengepolitiske instrumenter bestående af foliokontoen, indskudsbeviser og genkøbsforretninger. Før ændringen i april 1992 var det med visse begrænsninger muligt for det enkelte pengeinstitut løbende og på eget initiativ at fremskaffe likviditet direkte fra Nationalbanken. Der var ikke stor aktivitet i pengemarkedet, og likviditets- eller placeringsbehov blev typisk dækket bilateralt med Nationalbanken. I det nye system tilfører Nationalbanken derimod normalt kun likviditet til pengeinstitutterne én gang om ugen i form af 14-dages genkøbsforretninger. Nationalbanken kan også ekstraordinært tilføre likviditet i løbet af ugen, men generelt skal pengeinstitutterne selv sørge for, at indeståenderne i Nationalbanken samlet er tilstrækkelige til at dække behovet gennem ugen. Hver dag klokken 15.30 skal alle pengeinstitutter have et ikke-negativt indestående i Nationalbanken. Da overtræk ikke accepteres ved dagens ophør, må pengeinstitutterne udligne likviditeten mellem sig. Denne udligning sker primært i pengemarkedet.

Handelen i pengemarkedet er i princippet ikke afgrænset til noget fast tidsrum. Pengemarkedsforretninger finder dog normalt sted i tidsrummet fra klokken 9.00 til 15.30 på bankdage, hvor pengeinstitutterne løbende kan udveksle likviditet over konti i Nationalbanken. En forretning med likviditetsvirkning samme dag skal finde sted i dette tidsrum. Overførslen af likviditet foregår ved, at der trækkes et beløb på kontoen hos det institut, der udlåner likviditeten. Dette beløb placeres på det låntagende instituts konto.

Der handles en lang række produkter på pengemarkedet. Basis for pengemarkedet udgøres af deposits (usikrede pengemarkedsudlån), repo'er (genkøbsforretninger), valutaswaps (FX-swaps) og forretninger i skatkammerbeviser og indskudsbeviser. Til pengemarkedsprodukterne regnes også korte renteprodukter uden likviditetseffekt i form af forwards (Forward Rate Agreements eller FRA), futures og optioner. FRA-aftalerne er baseret

Boks 1

Forskellige pengemarkedsprodukter

Deposits eller usikrede pengemarkedsforretninger er udlån uden sikkerhedsstillelse. En aftale om et usikret pengemarkedsudlån mellem to pengeinstitutter afvikles - ligesom likviditetsdelen af de sikrede pengemarkedsforretninger - ved at pengeinstitutterne via DN-forespørgsels-service tager kontakt med Nationalbanken, der herefter overfører det ønskede beløb mellem de to pengeinstitutters konti i Nationalbanken.

Repo'er eller genkøbsforretninger er udlån mod sikkerhed i obligationer. I Danmark gennemføres repo'er typisk som såkaldte købs- og tilbagesalgsforretninger. Repo'er er karakteriseret ved, at modtageren af likviditet samtidig med modtagelsen overfører obligationer til afgiveren af likviditet. Overførslen af obligationerne foregår elektronisk i Værdipapircentralen. Obligationerne skifter formelt ejer. Afgiver af likviditet har fuld dispositionsret over obligationen i løbet af kontraktperioden, og er kun forpligtet til at levere en obligation med samme fondskode tilbage ved kontraktens ophør. I praksis gennemføres en repo ved, at der samtidig indgås en spot- og en terminshandel i obligationen.

Valutaswaps eller FX-swaps er som repo'er sikrede kroneudlån. Sikkerheden foreligger som valuta, typisk dollar. Valutaswaps handles typisk som to forretninger, dels en valutaterminsforretning, dels en spotforretning i valuta. Denne kombination giver køberen af en valutaswap kronelikviditet mod aflevering af valuta. Når forretningen udløber, modtager køber sin valuta tilbage mod at aflevere kroner. Valutaswaps kan simpelt opfattes som et bytte (en swap) af deposits i to forskellige valutaer.

CIBOR (Copenhagen Inter Bank Offered Rate) er en referencerente for afgivelse af likviditet på interbankmarkedet (i København) på usikret basis. CIBOR beregnes på baggrund af stillede satser fra en række individuelle pengeinstitutter, de såkaldte CIBOR-stillere. Ingen stiller er forpligtet til at levere likviditet på sin kvotering til andre. Derimod anvendes CIBOR som referencerente i en række låneaftaler og rentekontrakter.

CIBOR beregnes på følgende måde: Hver dag klokken 10.30 kvoterer hver CIBOR-stiller en CIBOR-sats med 2 decimaler. Denne indberettes til Danmarks Nationalbank. Nationalbanken beregner CIBOR ved at udelade de to højeste og de to laveste satser og herefter beregne et simpelt gennemsnit af de resterende satser. De derved beregnede CIBOR-satser offentliggøres af Nationalbanken med 4 decimaler kl. 11.00. De enkelte CIBOR-stilleres priser offentliggøres ikke.

Der er p.t. følgende 8 CIBOR-stillere: Amtssparekassen Fyn, Arbejdernes Landsbank, BG Bank, Den Danske Bank, Jyske Bank, Sparekassen Nordjylland, Sydbank og Unibank. CIBOR beregnes for 8 forskellige løbetider: 1, 2, 3, 4, 5, 6, 9 og 12 måneder.

Der findes lignende satser i de fleste lande. Eksempelvis beregnes FIBOR i Tyskland, LIBOR i England og PIBOR i Frankrig. Især LIBOR anvendes hyppigt som referencerente i internationale låneaftaler og rentekontrakter.

FRA-aftaler er aftaler om fastfrysning af rente på et udlån i en fremtidig periode. I FRA-markedet handles forskel i renter, og der udveksles ikke hovedstole. En FRA-aftale giver derfor ikke nogen betalinger ved indgåelsen. Som referencerente anvendes typisk CIBOR. Hvis den faktiske CIBOR afviger fra den aftalte rente ved udløb af aftalen, udbetaler sælger forskellen (negativ eller positiv) til køber, der således fastlåser sin renterisiko i forhold til den aftalte rente på aftalens indgåelsestidspunkt.

FRA-markedet kan anvendes, hvis der er ønske om at sikre sig mod uventede renteændringer, fx hvis et pengeinstitut har en fremtidig renterisiko i form af en aftale om et senere udlån eller indlån.

på CIBOR, der er en referencerente for udlån mellem pengeinstitutter. Konstruktionen af de forskellige produkter er beskrevet i boks 1.

Der handles både standardiserede og ikke-standardiserede produkter på pengemarkedet. De standardiserede produkter inkluderer aftaler med løbetider på 1, 7 og 14 dage, 1, 2, 3, 4, 5 og 6 måneder i repo'er i statspapirer, deposits og valutaswaps. Deposits og valutaswaps handles også i standardiserede løbetider på 9 og 12 måneder. Skatkammerbeviser, der er værdipapirer med udløb på faste datoer, har løbetider op til 9 måneder. De standardiserede FRA-aftaler inkluderer kontrakter for 3-måneders udlån om henholdsvis 3 og 6 måneder.

Ikke-standardiserede produkter har typisk irregulær afvikling og løbetid, men kan også have sikkerhed i specielle værdipapirer. Et eksempel på ikke standardiserede produkter er såkaldte specials, der er repo'er, hvor likviditeten afgives mod lån af *specifikke* obligationer. Specials er mere et værdipapirmarkedsprodukt end et pengemarkedsprodukt, da renten snarere afspejler udbud og efterspørgsel efter den specifikke obligation end renten på likviditet. Det er i praksis vanskeligt at adskille likviditets- og værdipapirdrevne repo'er, da der ofte er forskellige motiver fra køber- og sælgerside. Et pengeinstitut, der efterspørger likviditet, vil typisk få den bedste pris ved at tilbyde sikkerhed i et særlig efterspurgt værdipapir.

Pengemarkedet består af en organiseret og en uorganiseret del. Den organiserede handel med pengemarkedsprodukter foregår gennem to lokale pengemarkedsmæglere, Harlow Butler og Exco Scandinavia (tidligere Astley & Pearce). Pengemarkedsmæglerne er formidlere, der ikke selv tager positioner, men alene etablerer kontakt mellem pengeinstitutter, der henholdsvis udbyder og efterspørger likviditet. Et af de midler, der tages i anvendelse, er skærbilleder, hvor renterne i markedet kan aflæses. Mæglerne formidler løbende rentesatser for henholdsvis modtagelse og afgivelse af likviditet på baggrund af stillede renter fra pengeinstitutterne. På skærbilledet ses kun de mest fordelagtige renter, og det næste lag kommer først på skærmen, hvis der handles til de mest fordelagtige renter. Prisstillelsen finder sted på anonymiseret basis. Mæglerne sammenfører også modparter mere direkte via telefon mv.

Omsætningen via pengemarkedsmæglerne udgør kun 10-15 pct. af den totale interbankhandel. Resten af handelen foregår bilateralt mellem pengeinstitutterne uden anvendelse af mægler. Når omsætningen gennem mægler ikke udgør en større andel af den samlede omsætning, skyldes det delvis, at mæglerne tager et salær. Hertil kommer yderligere, at der nor-

malt kun handles i standardiserede produkter gennem mæglerne. Endvidere gælder det - som i andre markeder - at den organiserede markedsplads ikke altid er velegnet til at afvikle større positioner. Endelig har en række mindre pengeinstitutter ikke kapacitet til eller behov for at deltage i penge-markedet fuldt ud. Her vil en korrespondentkonto hos et større pengeinstitut ofte være tilstrækkelig.

En række pengeinstitutter har indgået såkaldte market maker aftaler på de enkelte delsegmenter, jf. boks 2. Aftalerne indebærer, at market makerne løbende stiller tovejspriser over for hinanden i en række produkter. Pris-stillelsen foregår via mæglerne.

Boks 2

Market maker aftaler

En market maker aftale er en aftale mellem en række professionelle aktører i et marked om at stille forpligtende tovejspriser, dvs. en pris for køb og en pris for salg af det produkt, der handles. Priserne stilles typisk kun over for de øvrige deltagere i market maker aftalen, og der er ingen offentliggørelse af de stillede priser. Uden en sådan regel for samarbejdet ville market makernes informationsfordel forsvinde, og grundlaget for aftalen ville smuldre. Market maker aftaler har imidlertid den generelle fordel - også for tredje parter - at de sikrer en vis dybde i markedet, også uden for deltagerkredsen. Dette skyldes, at de enkelte market makere har lettere ved at stille priser og tage positioner over for tredje parter, når sådanne positioner helt eller delvist kan dækkes af med de øvrige market makere.

En market maker aftale indebærer, at markedsdeltagerne under normale forhold ikke kan stille priser, der afviger væsentligt fra den gældende markedspris. Desuden er de enkelte deltagere forpligtet til at handle for forudbestemte beløb i de stillede priser. Forpligtelsen gælder dog kun indtil en vis grænse, hvorefter market makeren ophører med at skille med priser i et vist tidsrum. Endelig indebærer en market maker aftale typisk, at der aftales en maksimal forskel mellem prisen på salg og prisen på køb af produktet.

I det danske pengemarked findes i dag 15 market makere i forskellige produkter, der udbydes gennem pengemarkedsmæglerne, herunder i deposits, i repo'er og i FX-swaps. Aftalerne er udelukkende aftaler om køb og salg af likviditet, og der stilles derfor renter for køb af likviditet (bidrenten) og renter for salg af likviditet (offerrenten).

Aftalerne involverer flere forskellige såkaldte modeller for det maksimale spænd, dvs. forskellen mellem bid- og offerrenten. Det maksimale spænd kan således variere efter forholdene, og vil typisk være mindre, jo mere velfungerende markedet er. Market makerne aftaler indbyrdes for hvert produkt for sig, hvilken aftale der er i kraft.

Da market maker aftalerne organiseres via pengemarkedsmæglerne, følger procedurene generelt procedurene hos mæglerne, dvs. det er kun muligt for market makerne at observere den bidsats og den offersats, der tilbyder henholdsvis den laveste rente for modtagelse af likviditet og den højeste rente for afgivelse af likviditet. Market makerne kan ikke se, hvem der har stillet de bedste priser, og heller ikke det næste lag af priser.

*Boks 3**Pengemarkedsstatistik**Renter*

Pengemarkedsrenter offentliggøres i Finansiell Månedssstatistik. Data for renter er indsamlet via pengemarkedsmæglere. Nationalbanken har bl.a. adgang til mæglerens skærbilleder, og fra disse indsamles hver dag en række bid- og offerrenter i de forskellige delsegmenter af markedet. Oplysningerne indsamles omkring klokken 15.30 for at sikre konsistens i materialet. De anvendte renter er renter for afgivelse og modtagelse af likviditet, og sløres ikke af rentesatser for lån af værdipapirer.

Der benyttes også renter for aftaleindskud. Disse renter indhentes fra Nexor-Brokers.

Omsætning

Datamaterialet vedrørende omsætningen på pengemarkedet stammer fra månedlige indberetninger om pengemarkedsudlån fra CIBOR-stillerne. Indberetningerne påbegyndtes i januar 1993. Der indberettes omsætning i repo'er i statspapirer, i valutaswaps og i deposits. Oplysningerne indberettes på månedsbasis. Omsætningen vedrører alene udlån for løbetider over 7 dage. Denne statistik dækker en betydelig del af det samlede pengemarked. Statistikken inkluderer ikke den del af udlånene, der er foretaget for at få rådighed over specifikke værdipapirer.

Nationalbanken indsamler desuden tal for omsætningen hos de to pengemarkedsmæglere. Mæglerne indrapporterer dagligt deres omsætning i repo'er i statspapirer, i valutaswaps, i deposits og i FRA-aftaler for alle løbetider. Denne statistik er ikke anvendt her. Statistikken viser, at omsætningen i løbetider under 8 dage er ca. dobbelt så stor som den resterende omsætning, hvilket primært skyldes, at den korte løbetid nødvendiggør en hurtigere omlægning til nye korte lån/udlån.

I forlængelse af pengemarkedet findes aftalemarkedet, der er et marked for likviditet uden sikkerhedsstillelse mellem pengeinstitutterne og større investorer. Aftalemarkedet er ikke en del af det egentlige pengemarked. Kunderne er typisk erhvervsvirksomheder og institutionelle investorer. Der er tale om store kunder, der direkte kan forhandle på daglig basis om placering til vilkår, der kommer tæt på pengemarkedsvilkår. På aftalemarkedet opererer mæglerfirmaet Nexor-Brokers.

Nationalbanken indsamler løbende statistik om pengemarkedet og aftalemarkedet. Der indsamles både rentesatser og omsætningstal. Det er denne statistik, der anvendes i denne artikel. Det indsamlede datamateriale er kort beskrevet i boks 3. I artiklen anvendes endvidere CIBOR-satser, der er nærmere beskrevet i boks 1.

Udvikling i rentesammenhænge, markedsandele og omsætning

I dette afsnit gennemgås udviklingen i rentesammenhængene mellem de enkelte delmarkeder. Desuden analyseres udviklingen i markedsandele og

omsætning på de enkelte segmenter. I næste afsnit analyseres rentedannelsen i de enkelte segmenter.

Da Nationalbanken i april 1992 ændrede instrumenter, havde dette en række konsekvenser for pengemarkedet. Ændringerne indebar, at fokus i pengepolitikken flyttedes fra de helt korte renter til de noget længere pengemarkedsrenter, idet Nationalbanken ikke længere stillede priser i det helt korte marked. Dette nødvendiggjorde, at pengeinstitutterne fik en mere effektiv dag-til-dag likviditetsstyring. I første omgang opstod der usikkerhed i rentedannelsen, og de eksisterende marked maker aftaler ophørte. Disse aftaler var i realiteten baseret på, at det var muligt efterfølgende at handle med Nationalbanken. Valutauroen, der i sidste ende førte til sammenbruddet af EMS-samarbejdet, skubbede yderligere til usikkerheden i rentedannelsen.

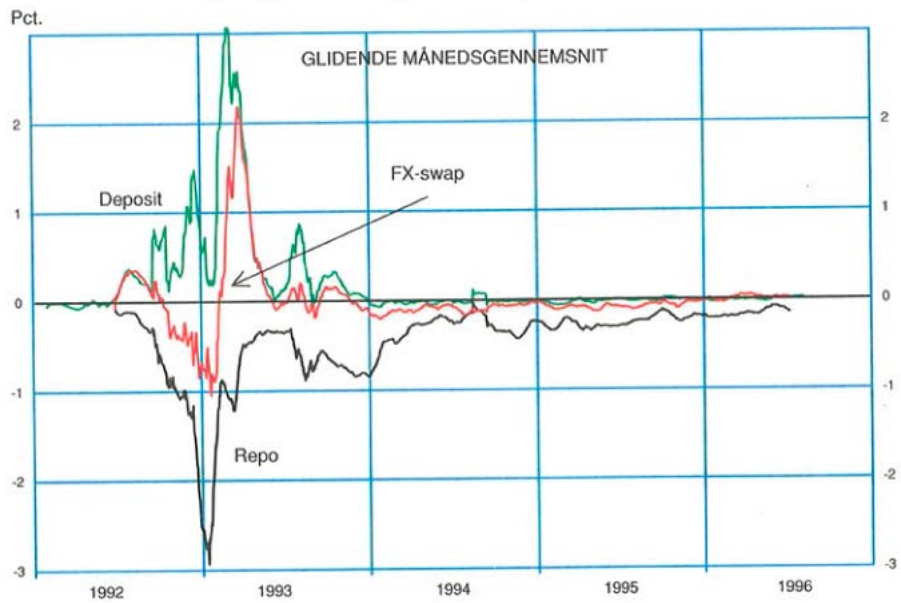
Hertil kom en international tendens til, at pengeinstitutterne var tilbageholdende med at yde hinanden usikrede lån, hvilket allerede inden ændringen af instrumentariet havde ført til, at depositmarkedet stort set var forsvundet. Ændringen i Nationalbankens instrumenter bidrog til overgangen fra usikrede til sikrede pengemarkedsforretninger ved at skabe basis for et bredere funderet repomarked.

Rentesammenhænge på pengemarkedet. Ændringen af de pengepolitiske instrumenter påvirkede især det helt korte pengemarked. Virkningerne var af en strukturel natur, og selv efter ophør af valutauro mv. er markedet meget forandret i forhold til tidligere. I det helt korte marked afspejler rentedannelsen i dag udbud og efterspørgsel af likviditet i pengemarkedet. Dag-til-dag renten svinger derfor mere end tidligere, hvor den direkte adgang til kronelikviditet i Nationalbanken gav en tæt sammenhæng mellem Nationalbankens renter og markedsrenterne.

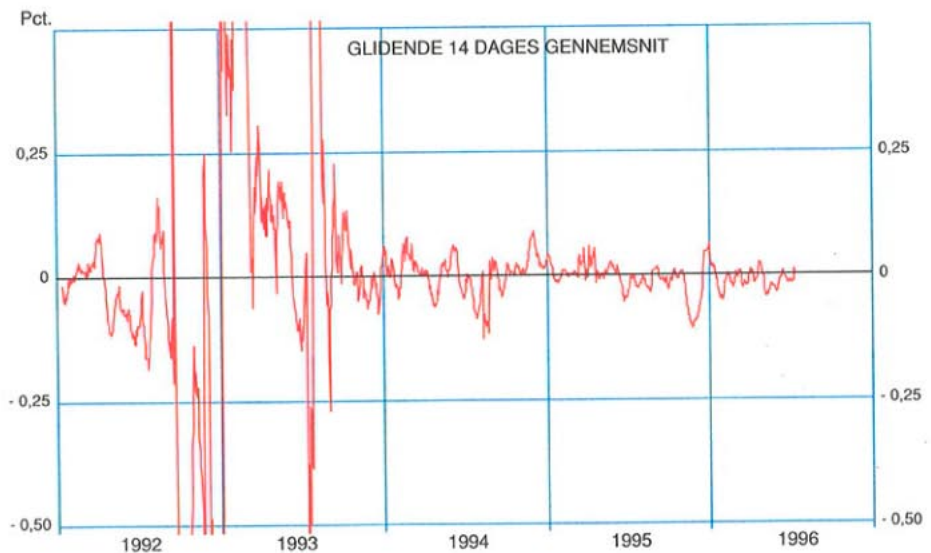
Det længere pengemarked blev også påvirket af ændringerne i instrumentariet. Figur 1 viser udviklingen i rentespændet mellem 3-måneders CIBOR og andre pengemarkedsforretninger med 3 måneders løbetid. Det fremgår af figuren, at spændene mellem de enkelte markeder i 1992 og 1993 var meget betydelige, hvilket viser umiddelbart uforklarlige forskelle mellem prisen på likviditet i de forskellige markeder. I delperioder var valutauro en vigtig årsag til disse renteforskelle.

Prissammenhængene forbedredes markant mod slutningen af 1993 efter ophør af valutauro mv. Det havde også betydning, at aktørerne på marke-

Figur 1 *Rentespænd mellem 3-måneders CIBOR og andre pengemarkedsforretninger med 3 måneders løbetid*



Figur 2 *Forskel mellem rente på et 1-månedes aftaleindskud og renten på et 1-månedes deposit*



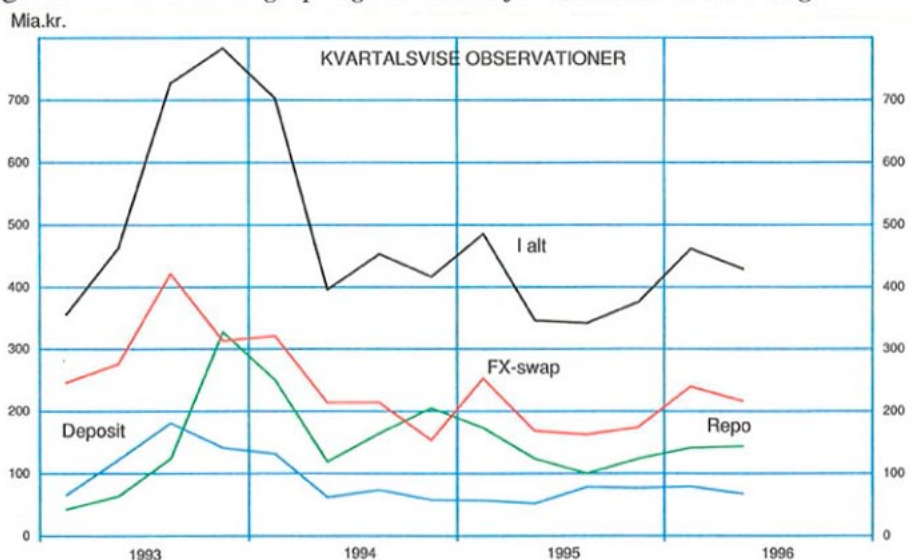
det vænnede sig til de nye instrumenter, og der blev dannet nye marked marker aftaler, blandt andet i repo'er. Den mere effektive prisdannelse viste sig især ved, at renteforskelle mellem delmarkederne blev mindre. Rentespændet mellem sikrede og usikrede forretninger stabiliseredes på ca. 10 basispoint, hvilket nogenlunde modsvarer rentespændet mellem sikrede og usikrede forretninger på pengemarkeder i andre lande.

Aftalemarkedet. Der kan også konstateres en forbedring af sammenhængen fra prisdannelsen på pengemarkedet over til rentedannelsen på aftalemarkedet. Figur 2 viser forskellen mellem renten på et 1-månedes aftaleindskud og på et indskud på deposit med 1 måneds løbetid.

Det ses, at renten på aftaleindskud og renten på indskud på deposit stort set har fulgt ad siden 1993, hvor spændet har varieret omkring 10 basispoint. Den forbedrede rentemæssige sammenhæng for denne type af kunder tyder på en øget konkurrence blandt pengeinstitutterne om disse kunder.

Omsætning på delmarkederne. For at vurdere betydningen af de enkelte delsegmenter kan det have interesse at se på omsætningen. Figur 3 viser fordelingen af omsætningen for løbetider over 7 dage mellem repo'er, deposits og valutaswaps. Det ses, at den samlede omsætning svinger betyde-

Figur 3 Omsætning i pengemarkedet for løbetider over 7 dage¹⁾



1) Omsætningstallene er baseret på de 8 CIBOR-stilleres bruttoudlån i interbankmarkedet.

ligt. Svingningerne afspejler bl.a. ændringer i behov for likviditetsudligning og i behov for afdækning af risici. En del af udsvingene stammer fra udsving i handelen med udenlandske pengeinstitutter, bl.a. i forbindelse med afdækning af kronekursrisiko på beholdninger af kroneobligationer. Hoppet i omsætningen omkring slutningen af 1993 kan henføres hertil. Svingningerne i den indenlandske del af omsætningen er mindre.

Det synes ikke afgørende for markedets effektivitet, om der er en voksende eller en faldende omsætning. Med den betydelige præcision i prisdannelsen må det vurderes, at markedsdeltagerne gennem arbitrage fjerner tilløb til prisforskelle mellem delsegmenterne. Det er således muligt at skifte segment uden store omkostninger. Denne vurdering gælder især ved sammenligning af repo- og valutaswapmarkedet, hvor prisdannelsen vurderes som særlig effektiv, jf. det følgende afsnit.

Figur 3 viser, at betydningen af repomarkedet er vokset noget i perioden, så det i dag er knap på størrelse med valutaswapmarkedet. Tendensen til, at valutaswapmarkedet er det største delmarked, findes også i andre lande. Depositmarkedet har nogenlunde konstant haft en en markedsandel omkring 20 pct. siden 1993.

Repo'er anvendes primært i den korte del af markedet, hvilket er tæt på løbetiden af de pengepolitiske instrumenter. I det længere pengemarked er valutaswaps med ca. 70 pct. af omsætningen vigtigst. Denne andel har været uforandret siden 1993. Når anvendelsen af repo'er ikke har vundet større udbredelse, kan det hænge sammen med traditionen for anvendelse af valutaswaps. Det vigtigste er imidlertid, at der nu eksisterer et alternativ til valutaswapmarkedet.

Markedsandele. Udviklingen i pengemarkedets effektivitet og konkurrence kan også illustreres ved udviklingen i markedsandele. Der findes imidlertid ikke nogen konsistent statistik fra før januar 1993. Statistikken omfatter kun CIBOR-stillerne, men det er vurderingen, at omsætningen uden for denne kreds er begrænset.

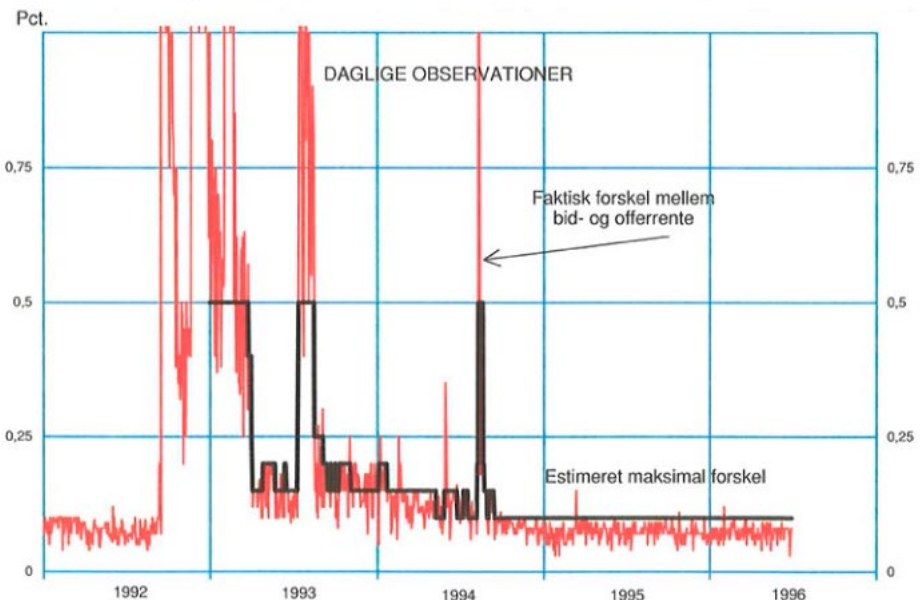
Når markedsandelene på pengemarkedet skal vurderes, er det væsentligt, at det danske pengemarked igennem de senere år har været præget af få dominerende pengeinstitutter. Dominansen svarer godt til det billede, der fremkommer, når der ses på andre mål for pengeinstitutternes indbyrdes størrelse. Dominansen afspejler derfor det indbyrdes størrelsesforhold mellem institutterne. Over 80 pct. af pengemarkedsomsætningen er samlet på 3 pengeinstitutter, men disses indbyrdes markedsandele er blevet mere ligeligt fordelt.

Rentedannelse i de enkelte delsegninger

I det følgende beskrives de enkelte segmenter i pengemarkedet hver for sig. Der fokuseres især på rentedannelsen. I de forskellige analyser anvendes især forskellen mellem bid- og offerrenter som mål for effektiv prisstil-
 lelse. Vurderingen er, at jo tættere disse satser er på hinanden, desto større konkurrence er der på markedet, og desto mere effektivt fungerer marke-
 det. Den måde statistikken er indsamlet på betyder, at der herved muligvis begås en mindre fejl. De anvendte satser er således de bedste bud og bedste udbud, pengeinstitutterne skifter med hos mæglerne. Det kan ikke udeluk-
 kes, at små spænd forekommer som følge af, at markedsdeltagerne stiller meget forskellige priser, og at én markedsdeltagers bidsats derfor er tæt på en andens offersats. Det forekommer især i urolige perioder, hvor der er usikkerhed om renteniveauet. Under normale forhold er de enkelte delta-
 geres priser tæt på hinanden, og spændet er et rimeligt præcist mål for ef-
 fektiviteten.

I afsnittet ses på renter for 3-måneders udlån i repomarkedet i statspapi-
 rer, i depositmarkedet og i valutaswapmarkedet. Herudover ses på skat-
 kammerbevismarkedet, på 3-måneders CIBOR og endelig på FRA-marke-
 det for 3 måneders udlån om 3 måneder.

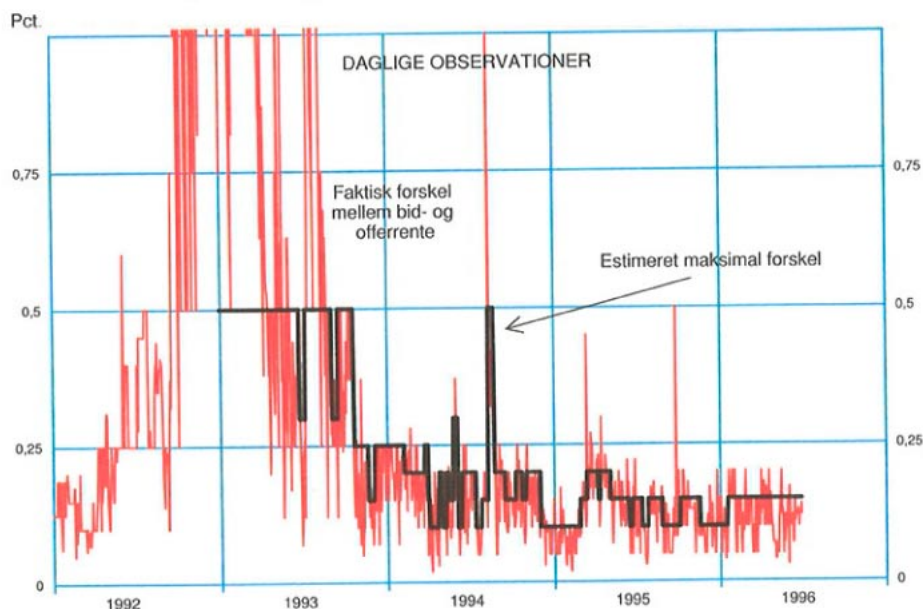
Figur 4 *Forskel mellem bid- og offerrente på 3-måneders repo-
 forretninger samt estimeret maksimalt spænd*



Repomarkedet. Der har været handlet repo'er i mange år på det danske pengemarked. I 1992 begyndte Nationalbanken at benytte genkøbsforretninger i skatkammerbeviser i den løbende likviditetsstyring, og i januar 1993 etablerede pengeinstitutterne en market maker aftale i repoforretninger i skatkammerbeviser. Udviklingen i repomarkedet tog fart, da Nationalbanken i juni 1993 ændrede grundlaget for indgåelse af genkøbsforretninger fra skatkammerbeviser til at omfatte alle statspapirer. I januar 1994 oprettedes en ny market maker aftale, hvor deltagerne forpligter sig til at stille priser mod sikkerhed i danske statsobligationer.

For at vurdere effektiviteten i markedet er der valgt at se på den faktiske forskel mellem bid- og offerrenten samt det tilladte maksimale spænd i henhold til market maker aftalen. De tilladte maksimale spænd mellem bid- og offerrenten er estimeret ud fra datagrundlaget for bid- og offerrenter, da market makerne i henhold til aftalen kan variere spændet løbende. I figur 4 ses udviklingen i henholdsvis den faktiske forskel mellem bid- og offerrenter på repoforretninger samt det estimerede maksimale spænd. Inden for de sidste to år har det faktiske spænd været i underkanten af det estimerede maksimale spænd på 10 basispoint. Dette indikerer, at repomarkedet er effektivt og likvidt. Det er endvidere bemærkelsesværdigt, at det

Figur 5 *Forskel mellem bid- og offerrente på 3-måneders depositoforretninger samt estimerede maksimale spænd*



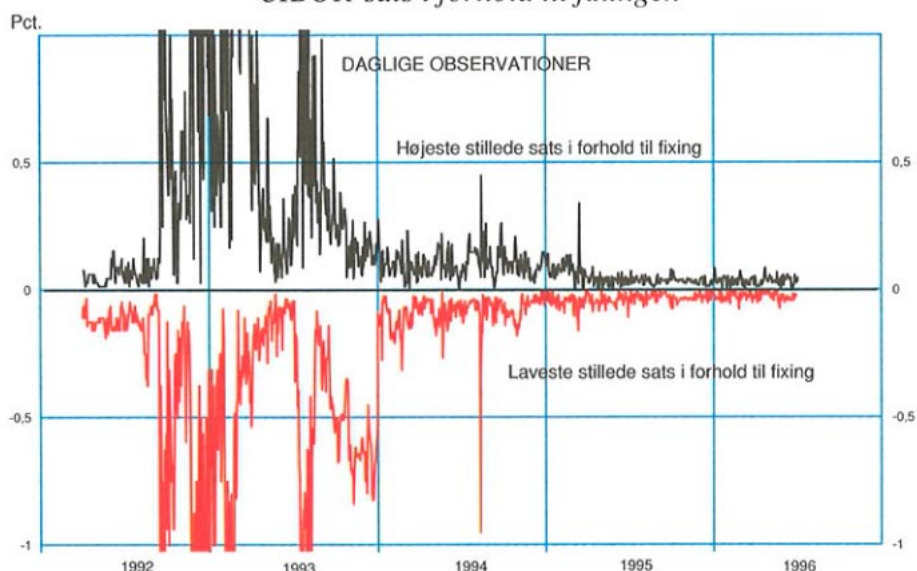
estimerede maksimale spænd på 10 basispoint holdes fast, og ikke påvirkes af udsving i markedet. Tidligere var der en del justeringer i det maksimale spænd.

Depositmarkedet var traditionelt et vigtigt segment i pengemarkedet, men er efterhånden blevet et noget mindre marked. I forhold til repomarkedet forekommer prisdannelsen på depositmarkedet noget mindre sikker. Siden 1994 har spændet mellem bid- og offerrenten været på eller under 20 basispoint, men ligger fortsat over de 10-15 basispoint, der er normalt i de internationale markeder. Figur 5 viser faktisk spænd mellem bid- og offer-satser på 3-måneders deposit, samt det estimerede maksimale spænd. Spændet varierer noget.

Valutaswapmarkedet er en vigtig del af pengemarkedet, og der har længe været marked maker aftaler i valutaswaps. Der er en lang tradition for anvendelse af valutaswaps, og valutaswapmarkedet har tæt tilknytning til valutamarkedet. Valutaswaps er også en måde at udligne likviditet mellem kroner og valuta (typisk dollars) på. Spreads på valutaswapmarkedet er ganske små. Det er dog svært at vurdere prisdannelsen i FX-swaps i forhold til de andre markeder, da valutaswaps ikke handles på samme måde, men netop handles som en kombination af flere forretninger. Til forskel fra andre delmarkeder stilles prisen på FX-swaps i form af et valutakurstillæg/fradrag, og ikke direkte som en rente. Tillægget svarer til renteforskellen mellem lån i kroner og valuta. De renter, der kan opnås i valutaswapmarkedet for det enkelte pengeinstitut, vil desuden afhænge af pengeinstitutts adgang til valuta. For pengeinstitutter med begrænset adgang til valuta kan fremskaffelse af valutalikviditeten, før selve swappen indgås, fordyre handelen. Der er dog ikke noget, der tyder på speciel konkurrenceforvridding, da valutaswaps benyttes af både store og små pengeinstitutter.

Skatkammerbeviser formidles ligeledes af pengemarkedsmæglerne, og også i skatkammerbeviser eksisterer en marked maker aftale mellem de professionelle aktører. Der er i dag en effektiv prisstillelse i skatkammerbeviser med spreads mellem 5 og 10 basispoint. Effektiviteten i markedet understreges tillige på Nationalbankens auktioner over skatkammerbeviser. Tidligere blev der afgivet bud i spring på 5 basispoint, og buddene lå meget spredt med en renteforskel mellem højeste og laveste bud på ½-1 pct. I

Figur 6 *Den højeste og den laveste stillede 3-måneders CIBOR-sats i forhold til fixingen*



dag bliver der stort set budt på hvert basispoint, og med en maksimal forskel på laveste og højeste bud på ca. 0,25 pct.¹⁾

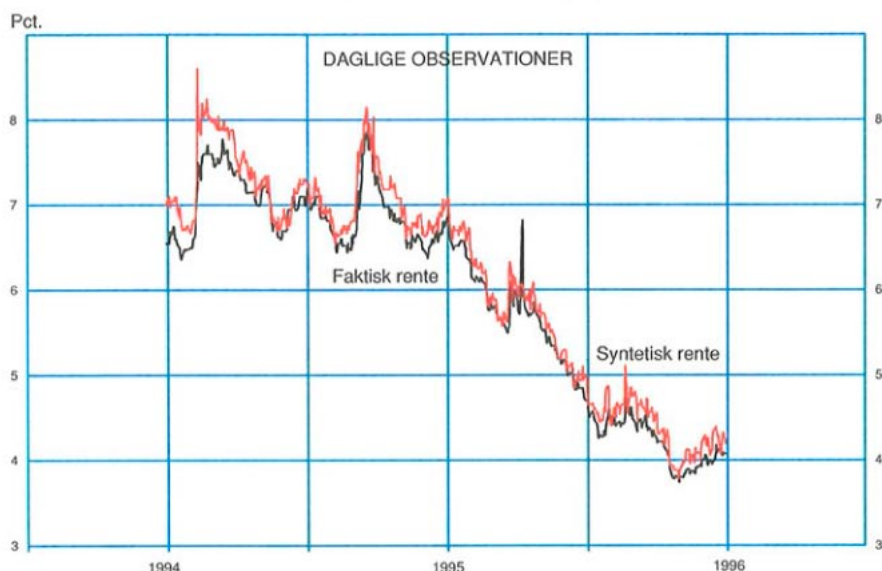
CIBOR er en vigtig del af det danske pengemarked og anvendes bl.a. som referencerente for FRA-markedet, for kontrakter mellem inden- og udenlandske pengeinstitutter samt for låneaftaler og rentekontrakter mellem pengeinstitutter og erhvervsvirksomheder. I figur 6 ses den af *CIBOR*-stillerne højeste og laveste stillede *CIBOR*-sats i forhold til fixingen.

Det ses af figur 6, at spredningen i rentestillelsen er mindsket markant i de senere år. Den skarpere prisstillelse er udtryk for større enighed om renteniveauet. Dette tyder på en betydelig forbedret gennemsigtighed i pengemarkedet, hvilket er af stor betydning for tiltroen til *CIBOR*s værdi som referencerente og for transmission af rentedannelsen på pengemarkedet.

FRA-aftaler formidles af pengemarkedsmæglerne og anvendes generelt af pengeinstitutterne til afdækning af renterisici og til positionering. For at vurdere prisdannelsen i *FRA*-markedet er det en mulighed at sammenligne

1) Auktionerne over skatkammerbeviser er beskrevet i kapitel 6 i "Statens låntagning og gæld 1993" og i kapitel 6 i "Statens låntagning og gæld 1995".

Figur 7 Rente på en FRA-kontrakt om et udlån om 3 måneder med 3 måneders løbetid. Faktisk og syntetisk rente



den faktiske rente på en FRA med renten på en syntetisk FRA¹⁾. Figur 7 viser renterne på en FRA-kontrakt og på en syntetisk FRA-kontrakt. Det ses, at forskellen mellem den faktiske og den syntetiske rente er forholdsvis lille og uden betydelige udsving. Dette bekræfter, at effektiviteten er høj, og skæve priser synes arbitreret bort.

Afsluttende bemærkninger

Der er sket en markant forbedring af rentedannelsen på pengemarkedet siden 1993. For renterelationerne på pengemarkedet har det især haft betydning, at valutaforholdene i dag er rolige. Det har også haft betydning, at konkurrencen på pengemarkedet synes større end tidligere, og at der er kommet en mere ligelig fordeling af markedsandelene blandt de største pengeinstitutter.

1) En FRA-aftale om et 3-måneders udlån om 3 måneder kan fx konstrueres syntetisk ved at kombinere et udlån 6 måneder frem med et indlån 3 måneder frem. Et 6-måneders udlån og 3-måneders indlån med samme værdi giver ingen betalinger i dag, men en indtægt om 3 måneder samt en udgift om 6 måneder, svarende til en FRA-kontrakt om et 3-måneders udlån om 3 måneder.

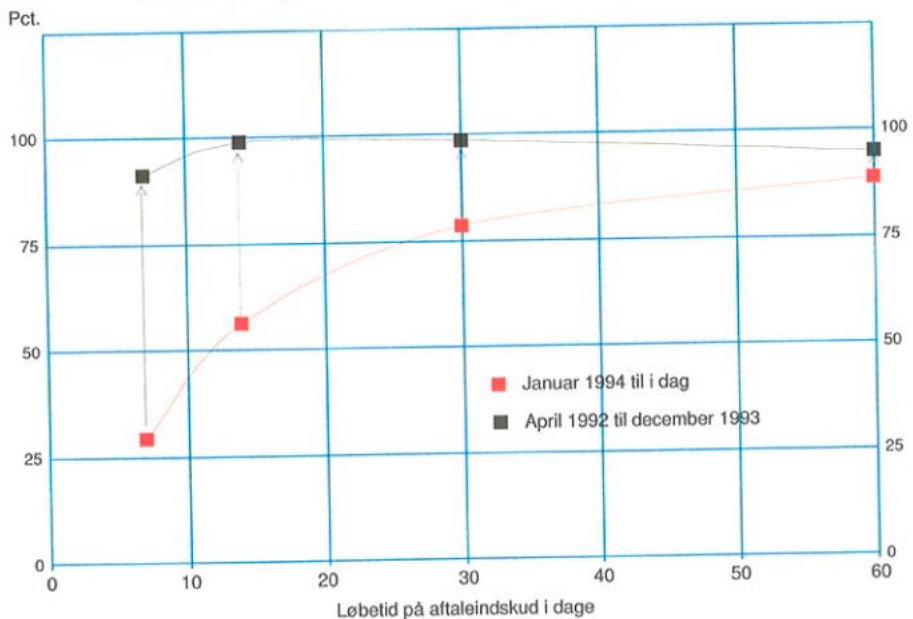
Der er ikke perfekt ækvivalens mellem en FRA-kontrakt og en syntetisk FRA-kontrakt. Dette skyldes blandt andet forskelle i kreditrisiko og i betalingsprofiler, samt at der skal betales to spreads ved indgåelse af en syntetisk kontrakt. Derfor vil renten på en FRA-kontrakt og en syntetisk FRA-kontrakt ikke være helt sammenfaldende.

De enkelte delmarkeder fungerer i dag effektivt, og der er betydelig arbitrage, så de forskellige spænd, fx mellem sikrede og usikrede forretninger, i det store hele svarer til, hvad der ses på internationale markeder. Det er forholdsvis let at flytte en forretning fra et segment til et andet, hvis der vurderes at være en gevinst knyttet til dette. Størrelsen af det enkelte marked synes derfor mindre væsentlig.

Nationalbankens ændring af de pengepolitiske instrumenter i 1992 bidrog til en større likviditetsbevidsthed hos pengeinstitutterne og en større brug af pengemarkedet. Hertil kommer, at instrumenterne skabte grundlaget for, at et repomarked kunne udvikle sig. Repo'erne passer godt i det danske system pga. af store beholdninger af obligationer. Fremvæksten af repomarkedet har især betydet, at der er kommet et alternativ til valutawapmarkedet i en situation, hvor depositmarkedets betydning er historisk lav. I forhold til værdipapirmarkedet har fremvæksten af repomarkedet også betydning, fordi finansiering af obligationskøb med fordel netop kan finde sted i repo'er i de købte obligationer.

Den forøgede effektivitet på pengemarkedet fra begyndelsen af 1994 til i dag har gjort gennemslaget fra Nationalbankens rentesatser over til pengeinstitutternes udlånssatser klarere. Dette kan illustreres ved såkaldte kor-

Figur 8 *Korrelation mellem Nationalbankens genkøbsrente og renten på aftaleindskud med forskellige løbetider*



relationskoefficienter mellem forskellige renter. Disse angiver, i hvor høj grad udviklingen i renterne varierer sammen. Er korrelationskoefficienten tæt på 100 pct., er sammenhængen næsten perfekt, mens små korrelationskoefficienter omvendt betyder, at samvariationen er beskeden. Figur 8 viser korrelationskoefficienten mellem forskellige satser på aftalemarkedet og renten på Nationalbankens genkøbsforretninger i henholdsvis tiden lige efter ændringen af instrumentariet og i de seneste år. Det ses, at Nationalbankens genkøbsrente i dag kan forklare næsten hele udviklingen i renten på forskellige løbetider i aftalemarkedet. Dette svarer nogenlunde til korrelationen mellem diskontoen og forskellige satser på aftalemarkedet under det tidligere instrumentarium, hvor Nationalbanken styrede pengemarkedsrenterne tæt.

Pengeefterspørgslen i Danmark

v/Niels Lynggård Hansen, Økonomisk Kontor

Indledning

I sammenligning med andre økonomiske nøgletal påkalder den danske pengemængde sig normalt blot beskeden interesse i en makroøkonomisk sammenhæng. Dette hænger naturligvis sammen med, at i en åben økonomi med frie kapitalbevægelser i forhold til udlandet og med en fast målsætning for valutakursen er det kun i begrænset omfang muligt for den pengepolitiske myndighed at styre pengemængden - selv ved valg af en forholdsvis "smal" definition. Det betyder imidlertid ikke, at pengemængden er uden interesse.

I Nationalbanken følges udviklingen i pengemængden løbende, herunder om den seneste udvikling er i overensstemmelse med normalt accepterede hypoteser. Nærværende analyse er et forsøg i den sammenhæng på at opstille en simpel forklaringsmodel, og skal således ses i forlængelse af tidligere studier af pengemængden i Danmark, jf. bl.a. Christensen og Jensen (1987).¹⁾ Analysen vil tage udgangspunkt i deres valg af variabler og først og fremmest fokusere på, om der fortsat eksisterer en stabil pengeefterspørgselsrelation for Danmark. En række spørgsmål, så som valg af pengemængdebegreb og mål for transaktionsomfanget, vil ikke være genstand for yderligere diskussion i denne artikel. For en behandling af disse og lignende spørgsmål henvises bl.a. til Goldfeld og Sichel (1990)²⁾, der ligeledes indeholder en omfattende oversigt over den teoretiske litteratur.

I det følgende gennemgås pengemængdeudviklingen siden 1975. Dernæst følger en beskrivelse af resultaterne fra den empiriske analyse, som er specielt rettet mod at undersøge, om der findes en stabil model for pengemængdeudviklingen. Selve analysen, herunder beskrivelse af modelramme og data samt opstilling af en økonometrisk model, er henlagt til appendix.

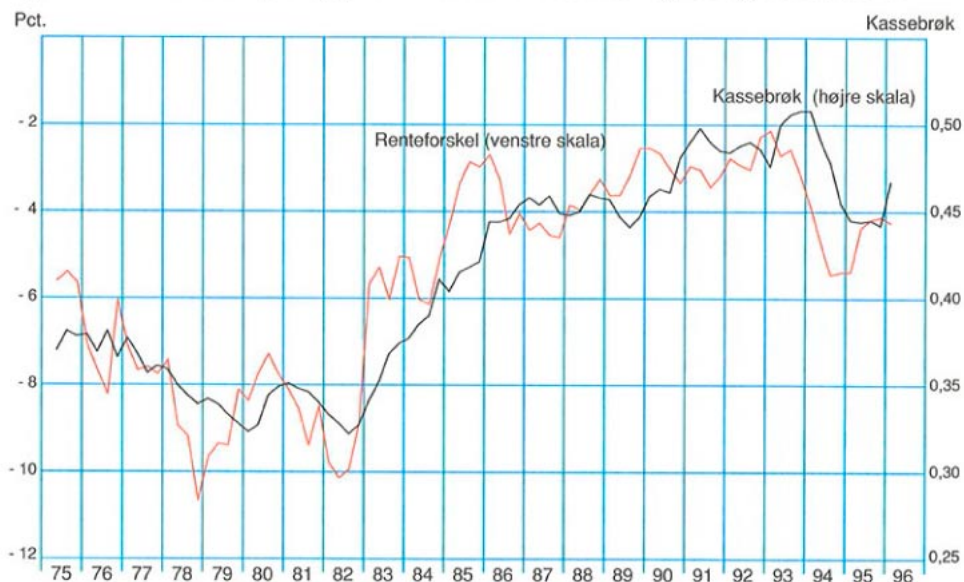
Udviklingen i pengemængden siden 1975

Den danske pengemængde, som fortrinsvis består af indskud i pengeinstitutterne, mens primær likviditet kun udgør omkring 7 pct., har i de sene-

1) A.M. Christensen og H.F. Jensen, 1987, Den danske pengeefterspørgsel 1975-86, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 125, 185-196.

2) S.M. Goldfeld og D.E. Sichel, 1990, The Demand for Money. I B.M. Friedman og F.H. Hahn, 1990, *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 1, 299-356, Elsevier Science Publishers B.V.

Figur 1 *Kassebrøk og forskel mellem indlåns- og obligationsrente*



ste år været præget af betydelige udsving. I 1993 voksede pengemængden kraftigt, efterfulgt af et fald i 1994 og siden en tilsvarende stigning igen i 1995. Denne udvikling følger efter en periode siden midten af 1980'erne med en relativt stabil udvikling i pengemængden, ligesom det var tilfældet fra 1975 til begyndelsen af 1980'erne. Derimod steg pengemængden voldsomt fra udgangen af 1982 til 1986.

Sammenlignet med transaktionsbehovet, her målt ved værdien af den samlede indenlandske efterspørgsel i samme periode, har kassebrøken, dvs. forholdet mellem pengemængden og indenlandsk efterspørgsel, også varieret noget og ligger nu på et højere niveau end for 20 år siden, jf. figur 1.

Kassebrøken er fra 1975 til 1996 samlet vokset med 25 pct. Niveauskiftet er altovervejende begrænset til perioden fra 1982 til 1986, og dermed sammenfaldende med det fald i obligationsrenterne, der fandt sted i årene efter overgangen til fastkurspolitikken. Mere generelt fremgår det af figur 1, at udviklingen i kassebrøken langt henad vejen afspejler spændet mellem indlåns- og obligationsrenten. Således følger også de seneste års fald i kassebrøken en tilsvarende udvidelse af renteforskellen.

Det er åbenbart, at de ydre rammer er skiftet meget i den betragtede periode, herunder i form af skift i hældningen på den danske rentekurve, deregulering af kapitalmarkederne, opbygning af et velfungerende pengemar-

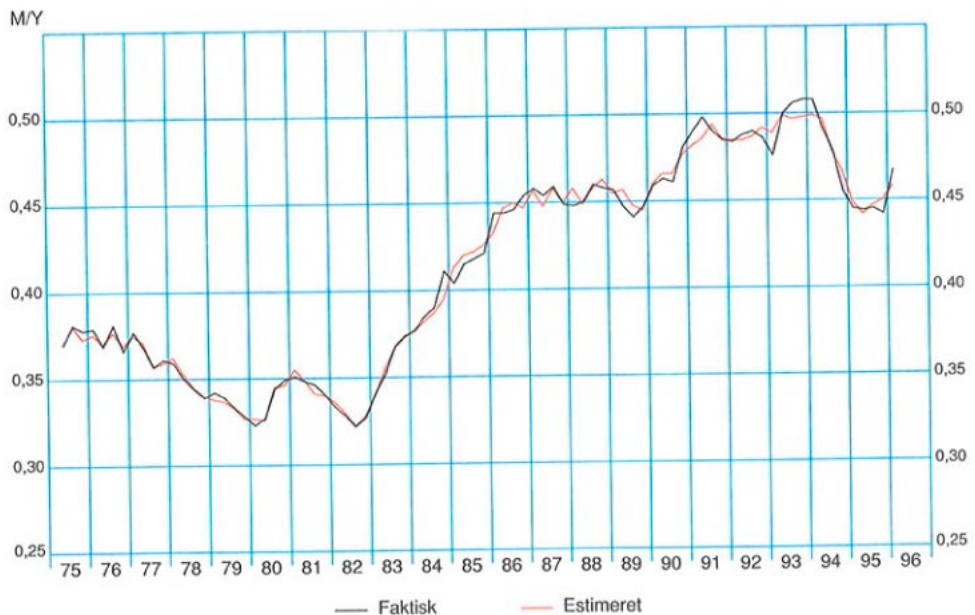
ked, innovationer med hensyn til nye betalingssystemer, etc. Estimationsresultaterne, som er dokumenteret i appendix, viser imidlertid, at de centrale faktorer bag udviklingen i pengemængden ikke har ændret sig nævneværdigt over perioden fra 1975 til i dag.

Pengemængden afhænger først og fremmest af værdien af den indenlandske efterspørgsel, med en elasticitet på 1. Hvis efterspørgslen stiger 10 pct., vil pengemængden også stige 10 pct., på kort sigt dog lidt mindre. Herudover vil en udvidelse på 1 pct. af spændet mellem indlånsrenten i pengeinstitutterne og obligationsrenten, fx i form af en isoleret stigning i indlånsrenten med 1 pct. (fx fra 1 til 2 pct. p.a.) eller et tilsvarende fald i obligationsrenten, øge pengemængden med mellem 4 og 5 pct. i løbet af en kortere periode. Endelig vil en stigning i kursen på D-mark på 1 pct. på årsbasis dæmpe pengeefterspørgslen med knap 1 pct. På det helt korte sigt kan der også findes en beskeden rolle for den tyske korte rente og en ekstra følsomhed over for obligationsrenten.

Relationen må fra et statistisk synspunkt vurderes at være tilfredsstillende. Forskellen mellem de registrerede pengemængdetal og de værdier, relationen giver, er godt 1 pct. målt ved standardafvigelsen, men uden tegn på systematik. Figur 2 viser estimeret og faktisk kassebrøk, dvs. forholdet mellem pengemængden og indenlandsk efterspørgsel.

Figur 2

Faktisk og estimeret kassebrøk



Nok så vigtigt synes sammenhængen mellem pengemængden på den ene side og de væsentligste forklarende faktorer på den anden side at være stabil, dog med et forbehold for valutakursens rolle i de senere år. Da D-mark kursen i næsten 10 år har bevæget sig inden for et snævert interval, er det empirisk vanskeligt at bestemme påvirkningen.

Det skal nævnes, at sammenhængen kan findes i lidt forskellige analyse-rammer. Således fører anvendelse af både den nyere Johansen-kointegrationsmetode og en traditionel regressionsanalyse til stort set sammenfaldende resultater, svarende til de ovennævnte kommentarer.

Den fundne sammenhæng tyder på, at det er vanskeligt at styre pengemængden præcist i en økonomi som den danske, hvis man skulle ønske det. Nationalbankens rentesatser er ganske vist på mange måder retningsgivende for pengeinstitutternes indlånsrenter, men satserne er primært orienteret mod at holde en fast valutakurs i forhold til de mest stabile europæiske valutaer, og kan derfor ikke samtidigt friholdes til opfyldelse af andre principielt mulige målsætninger. Desuden er forskellen mellem obligationsrenten og indlånsrenterne afhængig af andre forhold, som fx markedsdeltagernes forventninger til fremtiden.

Tilsvarende understreger resultaterne det i sig selv trivielle forhold, at hvis pengeinstitutterne ønsker at modtage flere indlån, må indlånsrenten hæves.

Afslutning

På baggrund af estimationsresultaterne, jf. appendix, er det rimeligt at konkludere, at den danske pengeefterspørgsel i de seneste to årtier fortsat kan bestemmes af de samme variabler som hos Christensen og Jensen (1987), om end med en lidt anden dynamisk specifikation. Det vil i praksis sige, at på længere sigt er omløbshastigheden, målt som forholdet mellem indenlandsk efterspørgsel og pengemængden, en funktion af indlåns- og obligationsrenten, samt valutakursændringer, mens den korte tyske rente optræder som alternativrente på kort sigt. Generelt er både fortegn og størrelsesorden for de estimerede parametre i god overensstemmelse med økonomisk teori, og svarer i store træk også til mellemliggende studier af den danske pengeefterspørgsel.¹⁾

1) Se S. Johansen og K. Juselius, 1990, The Full Information Maximum Likelihood Procedure for Inference on Cointegration - with Application, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 52, 169-210, og L.F. la Cour, 1994, Danske Divisia pengemængdetal - en teoretisk og empirisk udfordring til den traditionelle M_2 -serie?, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 132, 184-198. Tidsserierne i disse to studier, hvoraf sidstnævnte sammenligner resultater for flere forskellige mål for pengemængden, dækker perioden til henholdsvis 1987 og 1989.

Der er ikke tegn på, at den danske pengemængde på noget tidspunkt har været i afgørende uligevægt i forhold til sine vigtigste determinanter. De seneste års udsving i pengemængden skal således ses i sammenhæng med bevægelserne i spændet mellem indlånsrenten og renten på alternative placeringer til penge og indskud.

Modellens stabilitetsegenskaber må siges at være tilfredsstillende, ikke mindst i lyset af de væsentlige ændringer i både institutionelle, teknologiske, og andre praktiske forhold af betydning for pengemængdens komponenter, herunder deregulering af kapitalmarkederne, indførelse af elektroniske betalingsmidler, etc. I sammenligning med pengeefterspørgselsrelationer for andre lande, herunder de øvrige EU-lande,¹⁾ klarer den danske relation sig ganske godt, både med hensyn til stabilitet og forklaringsgrad. En mulig forklaring herpå kan være, at kvantitative restriktioner på danske pengeinstitutters balancer frem til begyndelsen af 1980'erne ikke på samme måde som i visse andre lande har været bindende. Udviklingen i pengemængden kan derved i høj grad siges at afspejle renteforhold, mv., dvs. med andre ord at pengemængden har været drevet af den private ikke-finansielle sektors pengeefterspørgsel.

1) For en oversigt over pengeefterspørgslen i alle EU-lande se G. Fagan, J. Henry og F. Browne, 1996, Money Demand in EU Countries: A Survey, Mimeo, European Monetary Institute.

Appendix

Model for den danske pengeefterspørgsel

I den teoretiske litteratur forklares borgernes pengeefterspørgsel normalt ud fra to grundlæggende motiver, nemlig som et transaktionsmiddel og som et placeringsobjekt i en porteføljeteoretisk sammenhæng. En simpel model på blanketform, som opfanger disse faktorer og som ligger til grund for mange empiriske studier er

$$M = M (\underset{+}{Y_R}, \underset{+}{P}, \underset{+}{R_M}, \underset{-}{R}) , \quad (1)$$

hvor M er pengemængden, Y_R et mål for transaktionsomfanget i reale termer¹⁾, P prisniveauet, R_M egenrenten, dvs. renten på indskud, og R renten på alternative placeringer til penge og indskud.²⁾

Koefficienten til prisniveauet forventes at være positiv, og for så vidt modellen skal beskrive det lidt længere sigt, bør priselasticiteten være én, dvs. prishomogenitet i pengeefterspørgslen.³⁾ I første step af den empiriske analyse blev dette undersøgt, og det var tydeligt, at hypotesen ikke kan afvises. Analysen nedenfor vil tage sit udgangspunkt i denne antagelse.

Valg af transaktionsvariabel bør afspejle omfanget af betalinger i danske kroner. I analysen benyttes derfor indenlandsk efterspørgsel som skalavariabel.⁴⁾

Ved afkast på alternative placeringer forstås ikke kun obligationsrenten, men lige så vel udenlandske renter som ændringer i valutakursen. Typisk er det dog ikke muligt i estimationer af pengeefterspørgselsrelationer at fange mere end ét udtryk for alternativomkostningerne, hvilket naturligvis skyldes, at disse i høj grad er samvarierende. Koefficienterne til R_M og R bør desuden have samme størrelse, men modsat fortegn, og således sikre en symmetrisk reaktion på renteændringer.

1) I det følgende benyttes udelukkende transaktionsomfanget i nominelle termer, Y , dvs. $Y = Y_R \cdot P$.

2) Variabler skrevet med små typer betegner den naturlige logaritme af de pågældende variabler med store typer, fx $x_t = \ln X_t$. Tilsvarende udtrykkes differenser med Δ , dvs. $\Delta x_t = x_t - x_{t-1}$.

3) Se fx Goldfeld og Sichel (1990).

4) Dette valg følger resultaterne i Christensen og Jensen (1987), der dog ikke benytter helt den samme definition som her, men lader offentligt forbrug indgå med halv vægt.

Tabel 1 *Udvidet Dickey-Fuller test til bestemmelse af integrationsorden¹⁾*

Variabel	Deterministiske led	Augmentering	UDF-teststørrelse ¹⁾
m	Konstant og trend	1, 5	- 1,46
Δm	Konstant	4	- 4,50 ***
y	Konstant og trend	–	- 1,27
Δy	Konstant	–	- 7,00 ***
R_M	Konstant	1, 6	- 0,46
ΔR_M	Konstant	–	- 6,57 ***
R_{OBL}	Konstant	1	- 0,87
ΔR_{OBL}	Konstant	–	- 6,13 ***
R_{DM}	Konstant	1, 5	- 3,03 *
ΔR_{DM}	Konstant	–	- 5,41 ***
k_{DM}	Konstant	1, 4	- 1,63
Δk_{DM}	Konstant	3	- 6,91 ***
$m - y$	Konstant	–	- 0,58
$R_M - R_{OBL}$	Konstant	6	- 1,21

Note: ***, **, *: Teststørrelse signifikant på 1%, 5% hhv. 10% niveau.

1) Kritiske værdier er taget fra J.G. MacKinnon, Critical Values for Cointegration Tests. I R.F. Engle og C.W.J. Granger, *Long-Run Economic Relationships - Readings in Cointegration*, Oxford University Press, Oxford, 1991.

Beskrivelse af data, herunder stationaritetsegenskaber

I den empiriske analyse af den danske pengeefterspørgsel benyttes kvartalsvise data for perioden fra 2. kvartal 1975 til 1. kvartal 1996. I første omgang undersøges de enkelte seriers integrationsorden, se tabel 1, ved hjælp af et udvidet Dickey-Fuller test, som er baseret på følgende ligning

$$\Delta x_t = \alpha + \beta \cdot t + \gamma \cdot x_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \cdot \Delta x_{t-i}$$

Tidstrenden, t , er kun medtaget i de tilfælde, hvor den giver økonomisk mening som et relevant alternativ til en stokastisk trend.

Meget tyder på, at ingen af de anvendte tidsserier er stationære, men integrerede af første orden, $I(1)$, dvs. ændringerne i serierne er stationære.¹⁾

1) Stationaritet udtrykker her en rent statistisk egenskab. I en overordnet forstand er det åbenlyst, at renteserierne ikke har nævneværdige trendmæssige bevægelser.

Den korte tyske rente kan ikke helt afvises at være stationær, men som udgangspunkt antages det, at alle serier er $I(1)$.

Det kan ligeledes konstateres, at hverken forholdet mellem pengemængde og indenlandsk efterspørgsel, som betegnes kassebrøken, eller spændet mellem indskuds- og obligationsrente er stationære. I det følgende undersøges, om der eksisterer en kointegrationssammenhæng mellem disse størrelser, eventuelt ved inddragelse af yderligere forklarende variable.

Estimationsresultater

Tidsseriernes ikke-stationære karakter betyder, at der er problemer med at anvende den traditionelle klassiske økonometri. I stedet kan kointegrationsteknikker benyttes. Andre spørgsmål, fx om antallet af kointegrerende sammenhænge, hvilke variable er endogene henholdsvis eksogene med hensyn til de estimerede parametre i modellen, etc., er ligeledes afgørende, og betyder, at enkeltligningsestimationer ikke nødvendigvis er konsistente.

I første omgang benyttes en multivariat kointegrationsmetode, den såkaldte Johansen-metode baseret på maximum-likelihood estimation.¹⁾ De implicerede variable skrives her som en vektor $X_t = \{ m_t, y_t, R_{M,t}, R_{OBL,t}, R_{DM,t}, k_{DM,t} \}$, som antages at følge en vektor autoregressiv repræsentation (VAR). I sin fejl-korrektionsform kan processen derved skrives

$$\Delta X_t = \Pi \cdot X_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \cdot \Delta X_{t-i} + \Phi \cdot D_t + \varepsilon_t, \quad t = 1, \dots, T \quad (2)$$

hvor $\varepsilon_t \sim \text{i.i.d. } N_p(0, \Omega)$. k er antallet af lags i VAR-modellen, D indeholder modellens deterministiske led og Ω er kovariansmatricen.

Π er en 6×6 matrix, hvis koefficienter udtrykker modellens langsigtsparametre. Rangen på Π , som benævnes ρ , må nødvendigvis være reduceret, dvs. mindre end 6, eftersom $X_t \sim I(1)$, jf. foregående afsnit. Π kan derved skrives som et produkt, dvs. $\Pi = \alpha\beta'$, hvor α og β er $6 \times \rho$ -matricer. I tilfældet, hvor $\rho=0$, vil der ikke eksistere kointegrerende relationer mellem ovennævnte $I(1)$ -variable. Gælder det omvendt, at $0 < \rho < 6$, da vil der være ρ kointegrerende relationer. Hver søjlevektor i β beskriver i den sammenhæng en kointegrationsrelation, mens α tilsvarende indeholder koefficienterne (loadings) til disse kointegrerende relationer i de enkelte ligninger.

1) For en gennemgang af metoden, se S. Johansen, 1995, *Likelihood-based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models*, Oxford University Press, Oxford.

Tabel 2 *Bestemmelse af kointegrationsrangen*

Sample: 1975q4 - 1996q1						
H_0 : Rang(Π) = ..	0	1	2	3	4	5
Egenværdier	0,47	0,36	0,21	0,18	0,07	0,03
Trace [H_1 : Rang(Π) = 6]	131,6	79,8	43,4	24,4	8,4	2,9
Trace ¹⁾	112,4	68,1	37,1	20,8	7,2	2,5
Kritiske værdier, 95% ²⁾	94,2	68,5	47,2	29,7	15,4	3,8
β , signifikant egenvektor	m	y	R_M	R_{OBL}	R_{DM}	k_{DM}
	1,00	- 0,87	- 1,12	2,39	- 0,05	2,51

1) Justering for antallet af frihedsgrader, se H.-E. Reimers, 1992, Comparisons of tests for Multivariate Cointegration, *Statistical Papers*, 33, 335-359.

2) Kritiske værdier er taget fra M. Osterwald-Lenum, 1992, A Note with Quantiles of the Asymptotic Distribution of the ML Cointegration Rank Test Statistics, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 54, 461-472.

I tabel 2 er vist resultater fra kointegrationsestimationerne.¹⁾ Ifølge et trace-test kan det ikke afvises, at rangen er 1,²⁾ dvs. eksistens af én langsigtsammenhæng.

Statistisk inferens i den multivariate kointegrationsmodel bygger fundamentalt på, at residualerne er hvid støj, som anført under (2). Forskellige misspecifikationstests tyder på, at dette ikke helt er tilfældet, bl.a. er der en vis autokorrelation i ligningen for pengemængden. Problemerne kan i al væsentligt henføres til en periode midt i 1980'erne, og forsvinder igen, hvis der indsættes dummies for store residualer i 1985, uden at modellens øvrige parametre derved ændres afgørende.

I første omgang ses der på, om nævnte variabler indgår i langsigtsammenhængen. Tests for eksklusion viser entydigt, at pengemængden, indenlandsk efterspørgsel og ændringer i D-mark kursen ikke kan fjernes. Det samme gælder renteserierne under ét, hvorimod de enkeltvis er insignifikante. Afkast på forskellige, substituerbare finansielle aktiver vil normalt være stærkt korrelerede, og det kan derfor være svært at identificere effekten fra afkastet på de enkelte aktiver. Det viser sig, når der testes for kombinationer af flere renteserier, at den korte tyske rente fortsat er insigni-

1) Både Schwartz-kriteriet og Hannan-Quinn kriteriet tyder på en lag-orden på 1, mens en reduktion af lag-ordenen fra 2 til 1 afvises i følge et F-test. For ikke at være for restriktiv mht. modellens dynamik vælges derfor en lag-orden på 2.

2) Nullhypotesen om r kointegrerende sammenhænge testes her mod alternativhypotesen om fuld rang.

Tabel 3 *Test på kointegrationssammenhængen*

Sample: 1975q4 - 1996q1											
β , økonomisk egenvektor						α , loading-faktorer					
m	y	R_M	R_{OBL}	R_{DM}	k_{DM}	Δm	Δy	ΔR_M	ΔR_{OBL}	ΔR_{DM}	Δk_{DM}
1	-1	-4,28	4,28	0	1,01	-0,21	0	0	0	0	0
-	-	-	(0,38)	-	(0,25)	(0,03)	-	-	-	-	-
Test for overidentificerende restriktioner: $\chi^2(8) = 12,75$ [0,12]											
Delperiode: 1975q4 - 1984q4											
1	-1	-6,10	6,10	0	1,80	-0,15	0	0	0	0	0
-	-	-	(0,86)	-	(0,34)	(0,03)	-	-	-	-	-
Test for overidentificerende restriktioner: $\chi^2(8) = 17,49$ [0,03]											
Delperiode: 1985q1 - 1996q1											
1	-1	-4,37	4,37	0	0,25	-0,22	0	0	0	0	0
-	-	-	(0,98)	-	(0,54)	(0,04)	-	-	-	-	-
Test for overidentificerende restriktioner: $\chi^2(8) = 9,31$ [0,32]											

Note: Tal i runde paranteser er standardafvigelse, og i firkantede paranteser signifikansværdier.

fikant, mens indskuds- og obligationsrenten fungerer fint i fællesskab, med parametre af stort set samme størrelse og modsat fortegn.

Tests for eksogenitet med hensyn til langsigts-parametrene i β viser tydeligt, at pengemængden er endogen, hvorimod det ikke kan afvises, at de øvrige variabler er eksogene. Videre er der set på validiteten af de ovenfor foreslåede parameterrestriktioner. I henhold til et almindeligt LR-test, se tabel 3, accepteres, at pengeefterspørgselselasticiteten med hensyn til transaktionsomfanget er 1, samt at der er symmetri mellem virkningen af indskuds- og obligationsrenten. Afkastet ved at holde udenlandske aktiver - målt ved størrelsen på kronedeprecieringen i forhold til D-mark over det seneste år - indgår ligeledes signifikant, hvorimod den tyske korte rente er insignifikant. Mere præcist kan langsigtsrelationen for pengeefterspørgslen skrives som

$$m_t = konst + y_t + 4,28 \cdot (R_{M,t} - R_{OBL,t}) - 1,01 \cdot k_{DM,t}$$

Pengeefterspørgslen på længere sigt kan med andre ord beskrives ved en såkaldt kvantitetsligning, hvor omløbshastigheden er en funktion af alternativomkostningerne ved at holde penge, dvs. forskellen mellem egenrenten og alternativrenten.

Stabilitetsegenskaber ved den danske pengeefterspørgsel

Som en første undersøgelse af stabilitetsegenskaberne ved den multivariate kointegrationsmodel er der i tabel 3 ligeledes foretaget estimationer for to delperioder. Estimationerne viser, at pengeefterspørgselsrelationen før og efter det kraftige fald i omløbshastigheden midt i 1980'erne stort set er stabil. De væsentligste forskelle vedrører koefficienten til ændringer i D-mark kursen samt det marginale signifikansniveau ved test på de overidentificerende restriktioner. Samtidig er renteelasticiteten også højere i den sidste delperiode. Ingen af disse faktorer kan dog fjerne billedet af en nogenlunde stabil pengeefterspørgselsrelation.¹⁾

I det følgende ses der nærmere på stabilitetsegenskaberne ved den danske pengeefterspørgsel. Den fortsatte analyse vil være baseret på et enkeltligningssystem, idet det nu tyder på, at afvigelser fra langsigtslige vægten alene påvirker pengemængden,²⁾ ligesom der vil blive benyttet mere traditionelle estimationsmetoder.

Ved anvendelse af den såkaldte *general-to-specific* strategi, dvs. succesivt at fjerne insignifikante led fra en meget generel model med mange lags, findes en fejlkorrektionsmodel med rimelige statistiske egenskaber, jf. tabel 4. Modellen svarer overordnet til ovenstående model, estimeret med Johansen-metoden, med den ændring, at insignifikante led i kortsigtsdynamikken nu er elimineret. Modellen i tabel 4 indebærer, at langsigtslige vægten kan skrives

$$m_t = konst + y_t + 4,65 \cdot (R_{M,t} - R_{OBL,t}) - 0,76 \cdot k_{DM,t} \quad ,$$

1) Dette understreges ligeledes af, at rekursivt estimerede egenværdier er relativt stabile, og dermed at antallet af kointegrationssammenhænge er velbestemt.

2) I princippet kunne det ligeledes tænkes, at en diskrepans mellem den ønskede og den faktiske pengemængde ville påvirke inflationstakten. Inden for den multivariate model er det testet (ikke vist), om deflatoren for den indenlandske efterspørgsel skulle være endogen i forhold til langsigtsammenhængen. Estimationerne viste kontrainuitivt, at priserne påvirkes negativt, når den faktiske pengemængde overstiger den ønskede. Dette hænger sammen med, at pengemængden og priserne er bestemt af de samme bagvedliggende faktorer, jf. diskussionen i D. Knudsen, Pengemængdeudviklingens årsager og konsekvenser, *Kvartalsoversigt - Februar 1988*, Danmarks Nationalbank. Specielt medførte overgangen til fastkurspolitikken en betydelig indsnævring af rentestrukturen og derved øget interesse for indlån i den private sektor. Samtidig faldt den danske inflation gradvist som følge af fastkurspolitikken, lige som den internationale inflation i samme periode generelt var aftagende.

Tabel 4 *Fejlkorrektionsmodel for den danske pengeefterspørgsel*

Sample: 1975q4 - 1996q1. Venstreside-variabel: Δm		
Variabel	Koefficient	t-værdi
Konstant	- 0,12	- 8,17
Δy	0,29	3,59
ΔR_{OBL}	- 0,64	- 3,50
$\Delta R_{DM,-2}$	- 0,63	- 3,19
$(m - y)_{-1}$	- 0,21	- 9,41
$(R_M - R_{OBL})_{-1}$	0,99	7,57
$k_{DM,-1}$	- 0,16	- 2,89
$R^2 = 0,68$; Standardafvigelse: $\sigma = 1,2\%$ $F(6,75) = 26,1$; Normalitet: $\chi^2(2) = 3,98$ $DW = 1,89$ Autokorrelation: $F(5,70) = 1,54$ ARCH: $F(4,67) = 0,29$		

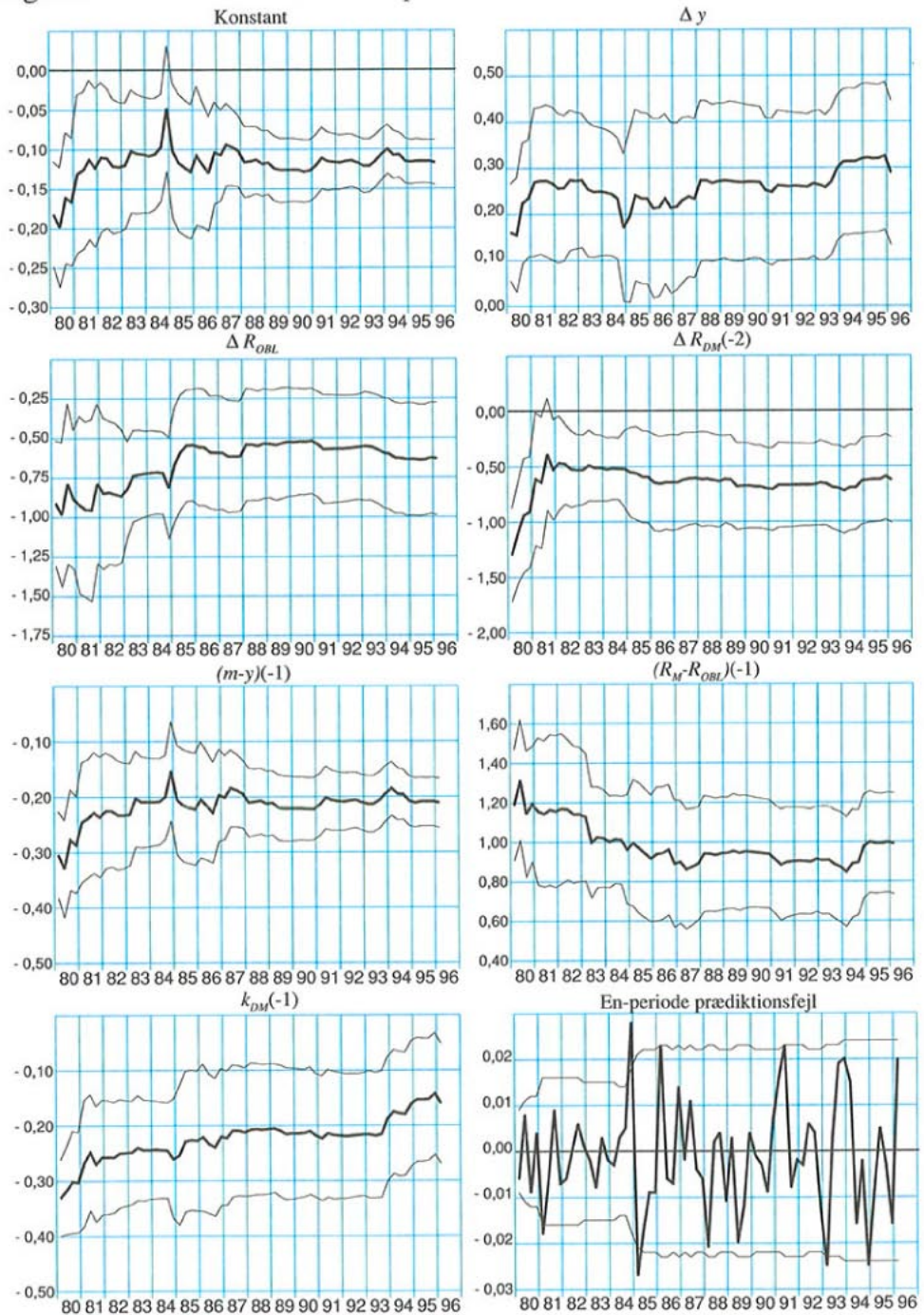
hvilket stort set svarer til de tilsvarende parameterværdier estimeret med Johansen-metoden.

På kort sigt har stigninger i obligationsrenten som forventet en klar negativ effekt på efterspørgslen efter mere likvide aktiver. Det samme gør sig gældende med hensyn til den tyske korte rente, om end med en vis tidsforskydning. Det er i dag et åbent spørgsmål - modsat perioden før kapital-liberaliseringerne - om denne rente er at opfatte som en alternativrente eller som en egenrente, idet valutaindlændinges indskud i fremmed valuta, herunder i D-mark, i danske pengeinstitutter indgår i definitionen på pengemængden. Disse indskud er dog ganske beskedne og underbygger, at placeringer i D-mark er et alternativ til det anvendte pengemængdebegreb.

Den statistiske analyse viser klart, at ændringer i den gennemsnitlige indskudsrente ikke har nogen virkning på pengemængden på helt kort sigt.¹⁾ Det er ligeledes forsøgt at erstatte indskudsrenten med en 3-mdrs. pengemarkedsrente ud fra den antagelse, at udviklingen i pengemængden på kort sigt domineres af især større virksomheders likvide placeringer, som ofte sker på vilkår svarende til pengemarkedet. Dette ændrer imidlertid ikke på konklusionen.

1) Som følge af tilpasningen til langsigtslige vægten vil ændringer i indskudsrenten dog selv på kort sigt slå hurtigere og kraftigere igennem på pengeefterspørgslen end den tyske korte rente.

Figur 3 *Rekursive parameterestimer*



Note: De tykke linjer viser rekursive koefficientestimer, dvs. resultater fra løbende reestimation af ligningen med fast begyndelsestidspunkt og varierende sluttidspunkt. De tynde linjer angiver plus/minus 1,96 gange standardafvigelsen.

Relationens statistiske egenskaber må alt i alt anses for pæne. Teststørrelserne for henholdsvis autokorrelation i restleddene og autoregressivt betinget heteroskedasticitet tyder ikke på, at disse forhold er til stede. Det understøttes i rimelig grad af figur 3, som viser rekursive parameterestimer, dvs. rullende estimationer. Disse viser, at modellens parametre i vidt omfang er stabile over tid. Bemærk specielt, at koefficienterne til niveauleddene $(m - y)_{t-1}$ og $(R_M - R_{OBL})_{t-1}$ er særligt stabile. Det betyder således, at langsigtsammenhængen mellem disse to størrelser, forskel mellem indlåns- og gennemsnitlig obligationsrente henholdsvis kassebrøken, er relativt fast.

Eneste parameter med en vis tendens til at skifte niveau over tid er koefficienten til valutakursændringerne, jf. også resultaterne fra den multivariate kointegrationsanalyse på delperioder. Dette forløb kan næppe heller undre i betragtning af den store forskel mellem variabelens tidsserieegenskaber i første og sidste del af samplet. Det er formentligt et åbent spørgsmål, om valutakursændringer i den seneste del af perioden har haft nogen effekt på pengeefterspørgslen overhovedet.

I figur 3 er ligeledes vist én-periode prædiktionsfejl fra de rekursive estimationer. Ikke overraskende, og i overensstemmelse med erfaringerne i Christensen og Jensen (1987), viser de største problemer sig omkring 1985. Specielt sker der en betydelig stigning i residualvariansen, som ellers er relativt konstant før og efter dette tidspunkt. Dette kan indikere, at der i denne periode sker en form for regimeskifte. De rekursive estimationer antyder ikke på samme måde et skift i modellens øvrige parametre i samme periode, om end der i få tilfælde dog sker et lille midlertidigt hop.

Som en sidste indikator for den estimerede relations evne til at beskrive udviklingen i pengemængden er faktiske og estimerede værdier af kassebrøken sammenlignet, se figur 2 i hovedteksten. Indtrykket herfra er overvejende tilfredsstillende. De mest systematiske afvigelser findes i 1984, hvor modellen undervurderer den faktiske stigning i kassebrøken, og i 1985 hvor kassebrøken tilsvarende overvurderes. Den største afvigelse ligger i 4. kvartal 1984.

Generelt er modellen i stand til at forklare de væsentligste skift i kassebrøken, herunder den kraftige stigning midt i 1980'erne, faldet i løbet af 1994 og den delvise genopretning i de seneste kvartaler. Den væsentligste faktor til forklaring af disse overordnede bevægelser er afgjort skift i renterelationen, dvs. porteføljeomlægninger som følge af ændringer i hovedsageligt spændet mellem indskuds- og obligationsrenten.

Anvendte dataserier

M Pengemængden, (sæsonkorrigeret gennemsnit for kvartalet) er afgrænset til borgernes beholdning af sedler og mønt, samt indskud i pengeinstitutterne, herunder på anfordring, almindelig opsigelse og tidsindskud, inklusive udstedte obligationer mv. med en oprindelig løbetid på op til 2 år.

Kilde: *Kvartalsoversigt*, Danmarks Nationalbank (tabel- og figurafsnit).

Y Indenlandsk efterspørgsel (sæsonkorrigeret).

Kilde: *Kvartalsvist nationalregnskab*, Danmarks Statistik.

R_M Gennemsnitlig indlånsrente i pengeinstitutterne.

Kilde: *Statistiske efterretninger*, penge- og kapitalmarked.

R_{OBL} Gennemsnitlig obligationsrente.

Kilde: *Statistiske efterretninger*, penge- og kapitalmarked.

k_{DM} Gennemsnitlig D-mark kurs. Omregnet til procentvise årlige ændringer.

Kilde: *Kvartalsoversigt*, Danmarks Nationalbank (tabel- og figurafsnit).

R_{DM} 3-mdrs. pengemarkedsrente i Tyskland, kvartalsgennemsnit.

Kilde: *International Financial Statistics*, Interbank Deposit Rate.

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
Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer	28
Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer	29
Aktieudvidelser opdelt efter erhvervsgrupper	29
Effektiv rente af et udvalg af børsnoterede obligationer samt mindsterenten	30
Renter i en række lande	31
3-måneders pengemarkedsrenter	32
Pengemarkedsrenter	32
CIBOR-renter	33
Nationalbankens rentesatser	34
Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter	34

Nationalbankens vigtigste aktiver og passiver

1

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.						
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
1993 Juni	3 331	57 064	54 356	34 637	28 414	15 667	30 697	39 751
1993 Sept.	3 278	65 145	96 292	48 901	27 518	12 309	24 681	113 467
1993 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
1994 Feb.	4 262	61 464	84 598	40 275	28 636	7 416	27 978	80 157
1994 Marts	4 262	61 278	75 768	48 487	29 740	2 583	42 619	73 706
1994 April	4 241	60 536	65 233	38 519	30 329	2 712	35 401	58 088
1994 Maj	4 241	60 374	76 560	41 530	30 793	15 875	24 487	68 645
1994 Juni	4 240	60 493	64 038	51 101	31 458	15 924	28 146	61 626
1994 Juli	4 295	59 590	56 859	35 075	31 321	2 511	31 429	47 425
1994 Aug.	4 295	56 572	79 596	36 966	30 742	13 143	23 006	66 055
1994 Sept.	4 295	57 960	64 554	55 276	30 755	4 212	29 880	72 852
1994 Okt.	4 276	57 286	72 066	34 280	30 738	6 690	31 740	54 279
1994 Nov.	4 276	56 964	75 102	35 208	31 243	12 131	22 700	59 428
1994 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
1995 Feb.	3 830	53 173	62 935	33 125	30 999	12 655	20 268	52 417
1995 Marts	3 830	53 108	65 749	33 218	31 333	2 269	28 386	57 532
1995 April	3 936	53 585	53 748	32 488	32 493	2 899	26 642	44 659
1995 Maj	3 939	52 886	85 550	31 809	32 708	14 585	20 023	68 981
1995 Juni	3 934	52 423	57 761	32 824	33 564	3 383	15 100	56 995
1995 Juli	3 941	55 723	53 750	32 017	33 434	5 772	26 601	42 343
1995 Aug.	3 945	58 564	64 482	31 599	32 664	13 573	21 146	52 335
1995 Sept.	3 947	64 334	65 809	33 143	32 600	4 455	38 291	53 440
1995 Okt.	3 950	60 477	47 866	33 202	32 378	14 640	25 616	34 978
1995 Nov.	3 955	60 905	63 554	31 829	32 983	16 638	23 499	45 971
1995 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
1996 Feb.	3 504	72 983	50 195	33 962	32 817	16 054	31 258	39 857
1996 Marts	3 513	82 089	47 417	34 723	33 454	3 042	42 205	51 620
1996 April	3 481	93 408	31 380	34 411	34 383	16 506	39 583	33 916
1996 Maj	3 495	87 740	38 646	34 274	34 706	3 949	31 957	55 133
1996 Juni	3 497	83 042	38 968	34 168	35 405	2 772	29 109	53 993

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.

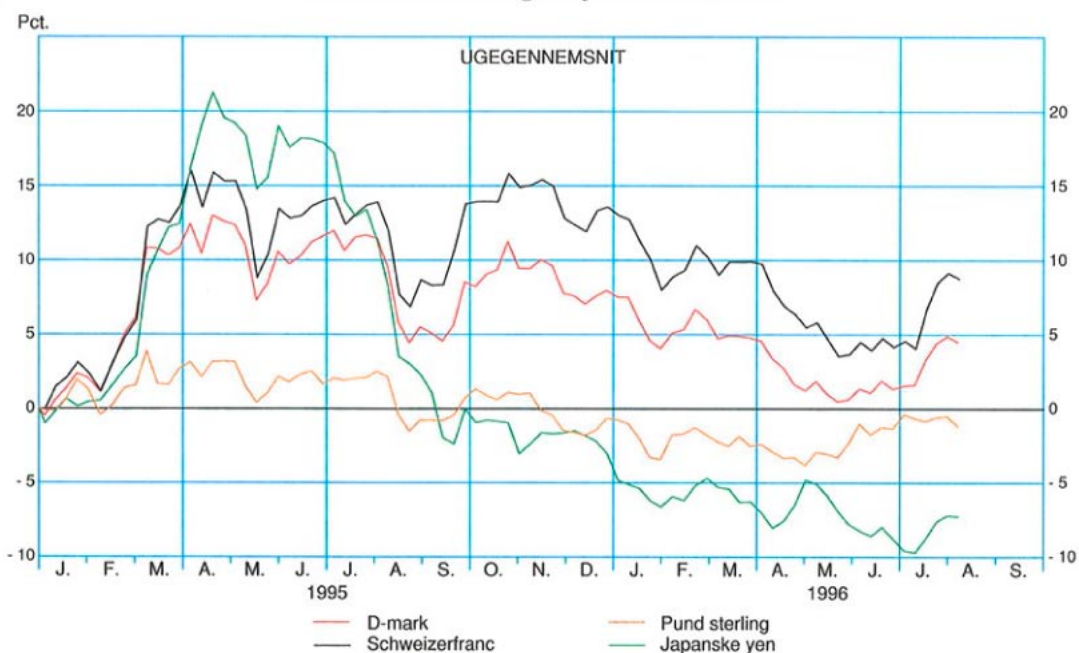
6) I perioden fra og med 1989 til og med 1991 inklusive genkøbskonti.

	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
<i>ECU (XEU)</i> <i>SDR (XDR)</i> <i>US-dollar (USD)</i>									
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 2. kv.	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. kv.	713,45	718,86	707,22	831,81	838,18	821,69	567,71	577,00	555,15
2. -	726,22	730,99	716,29	849,14	858,02	833,11	587,36	597,45	571,25
April	722,25	725,88	716,29	842,75	853,95	833,11	581,39	590,35	571,25
Maj	726,82	730,55	723,36	854,71	858,02	850,93	591,64	597,45	585,10
Juni	729,56	730,99	727,99	849,67	852,99	844,85	588,83	592,95	583,00
Juli	728,57	731,20	725,18	841,29	848,43	832,23	580,20	589,75	567,70
<i>Pund sterling (GBP)</i> <i>D-mark (DEM)</i> <i>Svenske kroner (SEK)</i>									
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 2. kv.	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. kv.	869,07	878,77	856,87	386,65	387,17	386,04	83,75	86,27	81,37
2. -	894,96	915,65	871,50	385,82	386,27	385,00	87,24	89,02	85,50
April	880,56	890,46	871,50	385,84	386,07	385,47	86,46	87,26	85,50
Maj	896,31	910,66	884,14	385,99	386,27	385,47	87,09	87,82	85,98
Juni	907,94	915,65	901,74	385,61	386,14	385,00	88,19	89,02	87,45
Juli	901,28	916,74	884,82	385,57	386,53	385,17	87,35	88,30	86,03
<i>Norske kroner (NOK)</i> <i>Franske franc (FRF)</i> <i>Belgiske franc (BEF)</i>									
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 2. kv.	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. kv.	88,48	88,88	87,68	112,76	113,39	112,15	18,808	18,843	18,783
2. -	89,87	90,38	88,95	113,86	114,24	113,18	18,768	18,799	18,711
April	89,45	89,84	88,95	113,72	114,23	113,18	18,781	18,799	18,757
Maj	89,99	90,38	89,67	114,08	114,24	113,94	18,778	18,794	18,747
Juni	90,16	90,37	89,74	113,77	114,05	113,50	18,745	18,785	18,711
Juli	89,94	90,39	89,38	113,87	113,98	113,73	18,717	18,749	18,691
<i>Schweizerfranc (CHF)</i> <i>Hollandske gylde (NLG)</i> <i>Italienske lire (ITL)</i>									
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 2. kv.	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. kv.	477,00	481,71	472,77	345,33	345,85	344,88	0,3608	0,3686	0,3526
2. -	472,23	479,52	466,71	344,84	345,74	343,54	0,3777	0,3841	0,3639
April	476,28	479,52	473,30	345,04	345,74	344,40	0,3712	0,3788	0,3639
Maj	471,87	474,80	469,03	345,22	345,52	344,51	0,3800	0,3837	0,3751
Juni	468,57	471,81	466,71	344,23	345,07	343,54	0,3819	0,3841	0,3794
Juli	470,12	477,50	465,12	343,55	344,19	343,11	0,3800	0,3841	0,3733

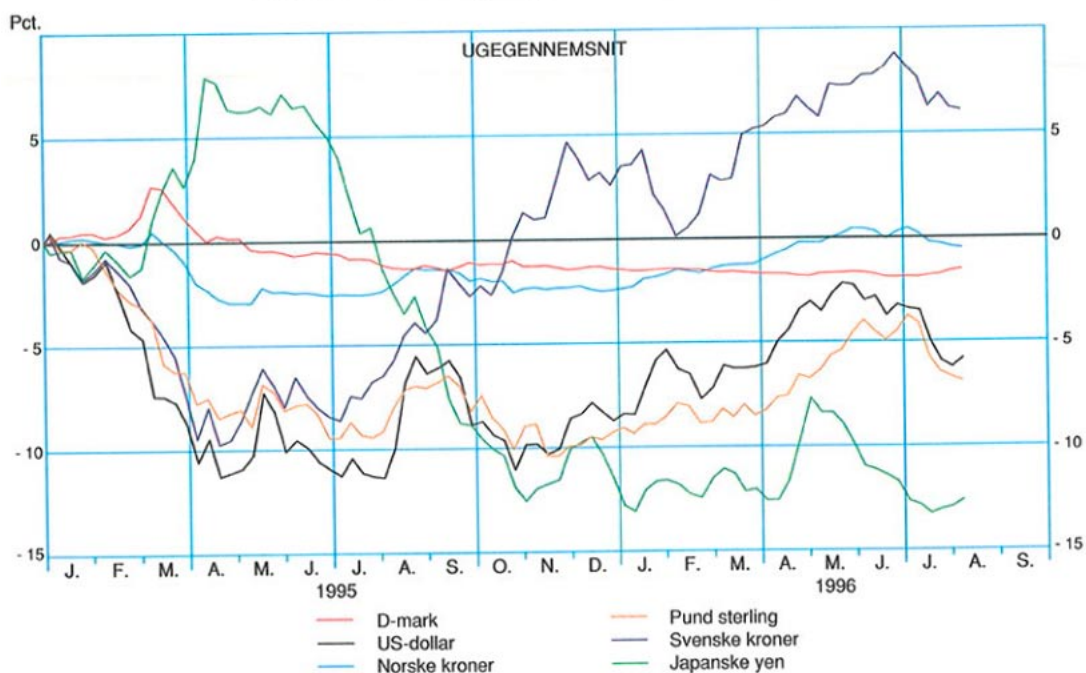
Anm.: Bortset fra SDR er de anførte kurser fastsat på grundlag af markedskurserne. SDR-kursen er beregnet på basis af markeds-kursen på de valutaer, der indgår.

	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
<i>Finske mark (FIM)</i>			<i>Islandske kroner (ISK)</i>			<i>Østrigske schilling (ATS)</i>			
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 2. kv.	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
2. -	124,40	126,91	121,72	8,75	8,81	8,60	54,838	54,906	54,704
April	122,72	123,67	121,72	8,70	8,77	8,60	54,862	54,906	54,792
Maj	124,37	125,97	121,93	8,79	8,81	8,76	54,856	54,896	54,792
Juni	126,13	126,91	125,32	8,76	8,79	8,72	54,794	54,875	54,704
Juli	126,47	127,20	125,77	8,70	8,76	8,62	54,789	54,925	54,731
<i>Spanske pesetas (ESP)</i>			<i>Portugisiske escudos (PTE)</i>			<i>Canadiske dollar (CAD)</i>			
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 2. kv.	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
2. -	4,609	4,652	4,559	3,753	3,771	3,738	430,47	435,20	421,40
April	4,626	4,652	4,587	3,758	3,771	3,738	427,87	433,22	421,40
Maj	4,626	4,640	4,591	3,757	3,765	3,747	432,20	435,20	428,64
Juni	4,572	4,591	4,559	3,745	3,751	3,738	431,24	434,39	426,27
Juli	4,566	4,584	4,527	3,749	3,753	3,745	423,86	432,68	412,96
<i>Japanske yen (JPY)</i>			<i>Irske pund (IEP)</i>			<i>Græske drachmer (GRD)</i>			
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 2. kv.	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
2. -	5,4663	5,6400	5,3002	922,43	937,70	898,75	2,424	2,448	2,367
April	5,4184	5,6400	5,3002	909,47	919,41	898,75	2,401	2,425	2,367
Maj	5,5651	5,6325	5,4726	924,91	933,70	917,10	2,433	2,446	2,421
Juni	5,4101	5,4610	5,3441	932,79	937,70	927,89	2,438	2,448	2,428
Juli	5,3103	5,3502	5,2477	929,92	939,76	917,94	2,440	2,455	2,419
<i>Australske dollar (AUD)</i>			<i>Newzealandske dollar (NZD)</i>						
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 2. kv.	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			
2. -	465,04	476,15	446,74	400,37	408,78	390,04			
April	457,25	466,79	446,74	396,82	404,23	390,04			
Maj	471,56	476,15	467,03	405,71	408,78	402,67			
Juni	465,95	471,44	460,62	398,30	401,04	394,63			
Juli	457,94	468,97	439,23	400,03	406,04	391,71			

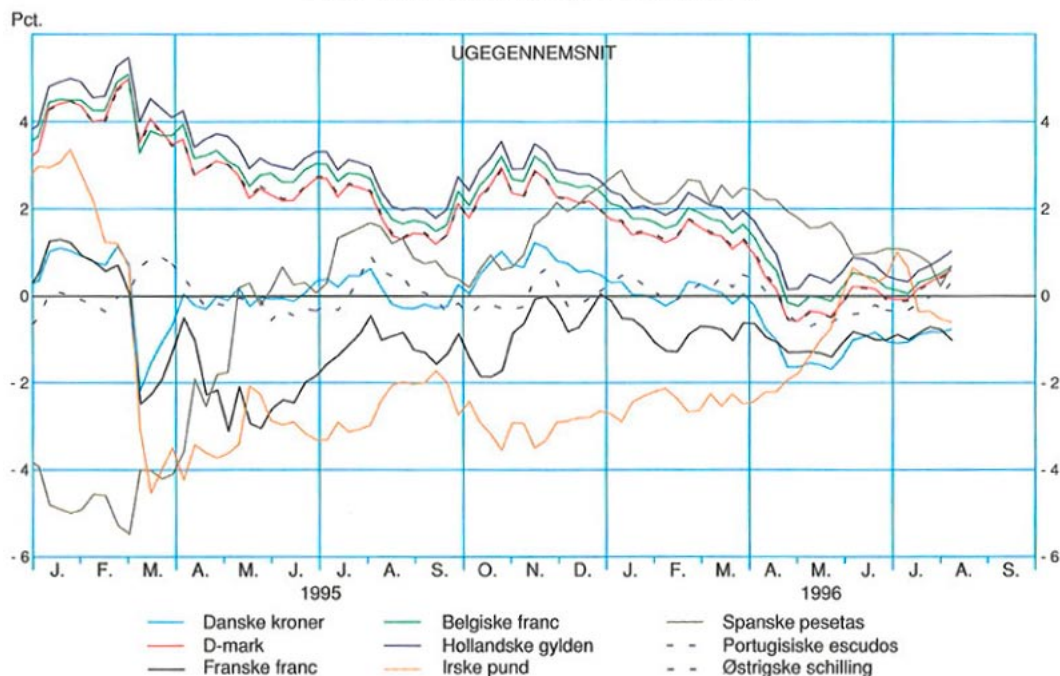
Valutakursudviklingen i forhold til dollar



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.

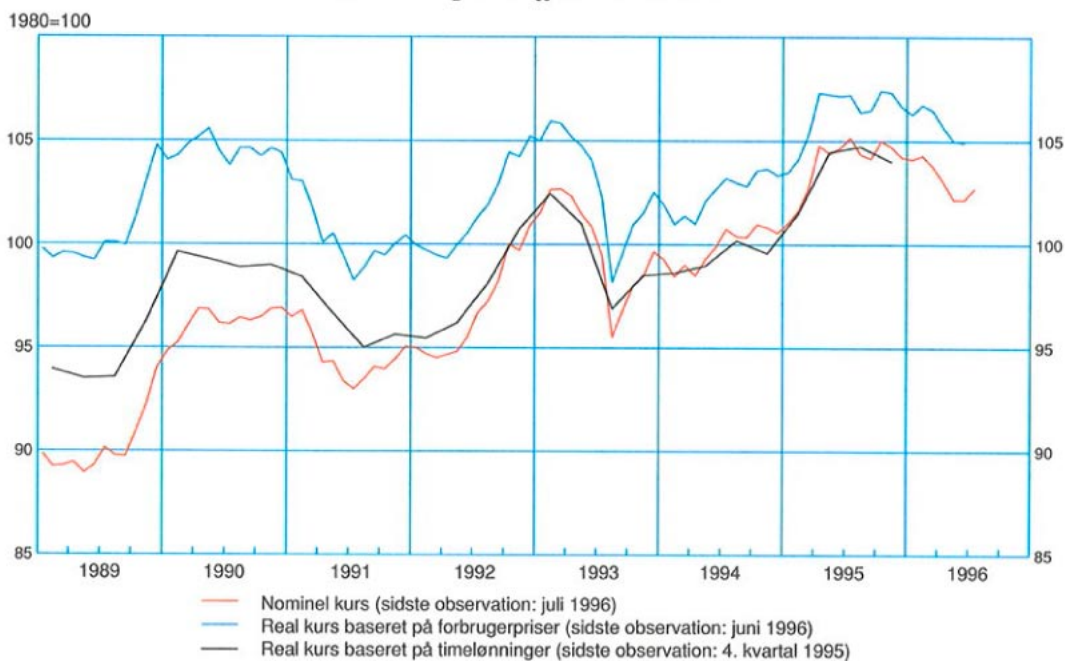


Anm.: Figuren viser EMS-valutaernes relative placering i forhold til centralkurserne. De enkelte valutaers placering er centreret omkring et nul-punkt, der er beregnet som gennemsnittet af den stærkeste og den svageste valuta. Hvis to valutaer er i paritet med hinanden, er kurverne sammenfaldende. Fra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

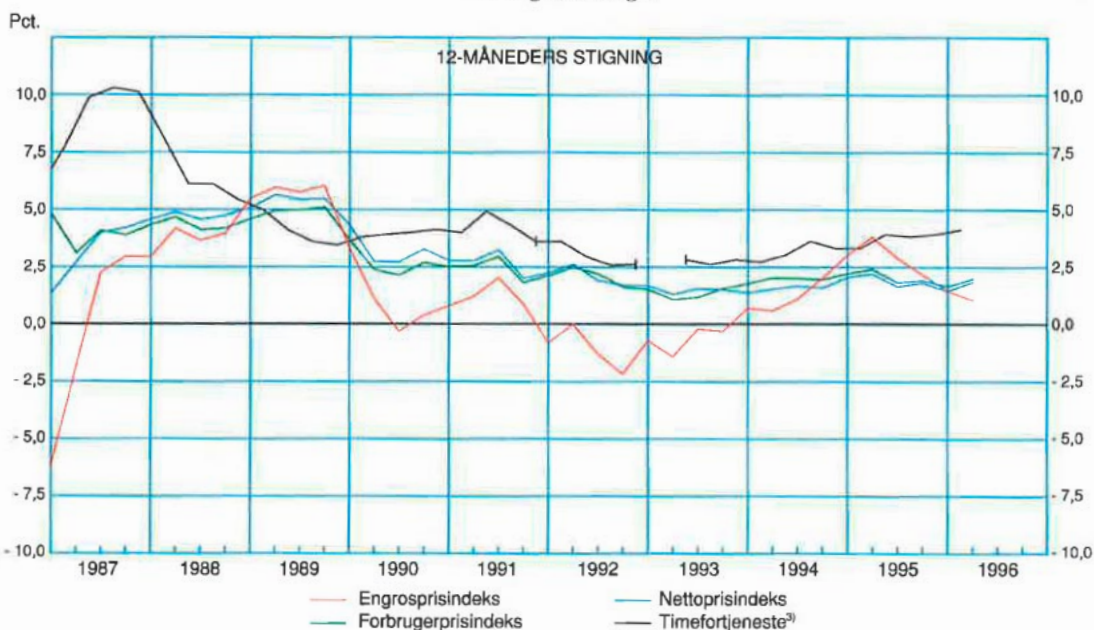


	Nominel effektiv kronekurs	Forbruger- priser		Real effektiv kronekurs baseret på forbruger- priser	Sæsonkorrigeret timeløn		Real effektiv kronekurs baseret på time- lønninger
		Danmark	Udlandet		Danmark ¹⁾	Udlandet	
		1980=100					
1989	90,2	172,9	155,2	100,5	180,6	172,7	94,4
1990	96,3	177,4	163,4	104,6	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	97,6
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	223,7	223,9	103,8
1995 1. kv.	101,8	194,1	189,5	104,3	220,2	221,0	101,5
2. -	104,6	195,8	191,0	107,2	223,6	223,1	104,9
3. -	104,6	195,6	191,7	106,7	224,9	224,5	104,7
4. -	104,7	196,7	192,2	107,1	226,1	226,9	104,3
1996 1. kv.	104,1	197,7	193,2	106,5	229,3	...	...
2. -	102,5	199,7	194,5	105,2	...	...	...
1995 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	193,8	106,5	•	•	•
April	103,0	199,3	194,4	105,7	•	•	•
Maj	102,2	200,0	194,6	105,0	•	•	•
Juni	102,2	199,8	194,6	104,9	•	•	•
Juli	102,7	...	...	...	•	•	•

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

information kan fås ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Økonomisk 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	10,5	90,0	236,5	110,00
1988	4,0	4,6	5,0	6,3	93,6	248,4	116,00
1989	5,8	4,8	5,2	4,4	99,0	261,4	122,00
1990	1,0	2,6	3,1	5,0	100,0	269,6	128,00
1991	0,4	2,4	2,6	3,8	100,4	276,7	132,00
1992	- 1,1	2,1	2,1	2,8	99,3	282,5	136,00
1993	- 0,6	1,2	1,4	2,3	98,7	286,5	139,00
1994	1,4	2,0	1,6	3,8	100,1	291,2	145,00
1995	2,9	2,1	2,0	3,7	103,0	296,9	150,00
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	4,1	103,6	299,4	•
2. -	1,1	2,0	1,8	...	104,4	302,6	•

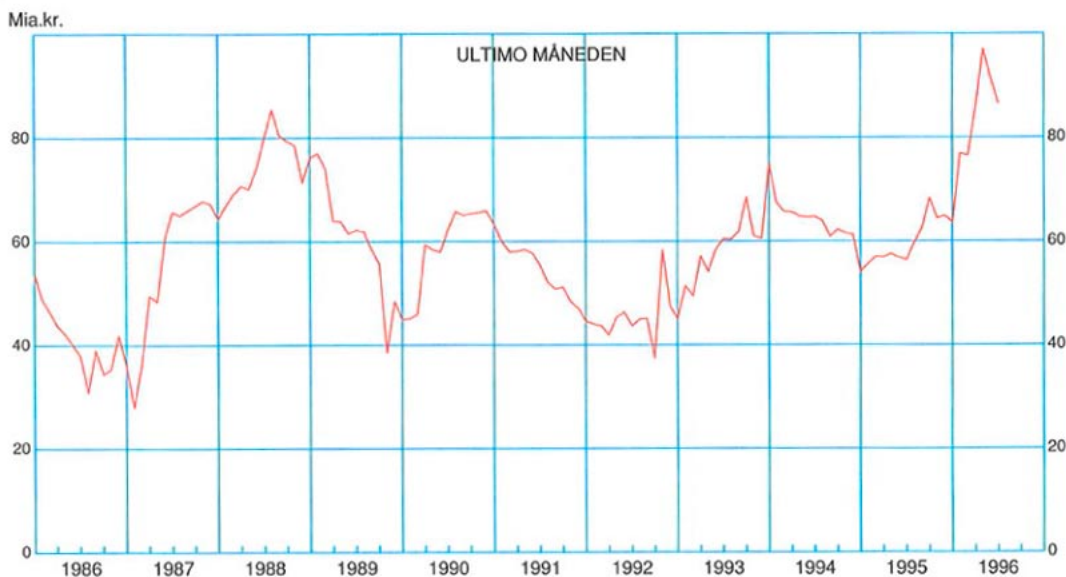
Anm.: Årstallene og kvartalstallene for prisindeksene er gennemsnit af månedsindeksene.

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. I figuren er udvikling i timefortjeneste til og med 1991 baseret på gennemsnitlig timefortjeneste for samtlige arbejdere i industri, håndværk samt bygge- og anlægsvirksomhed.



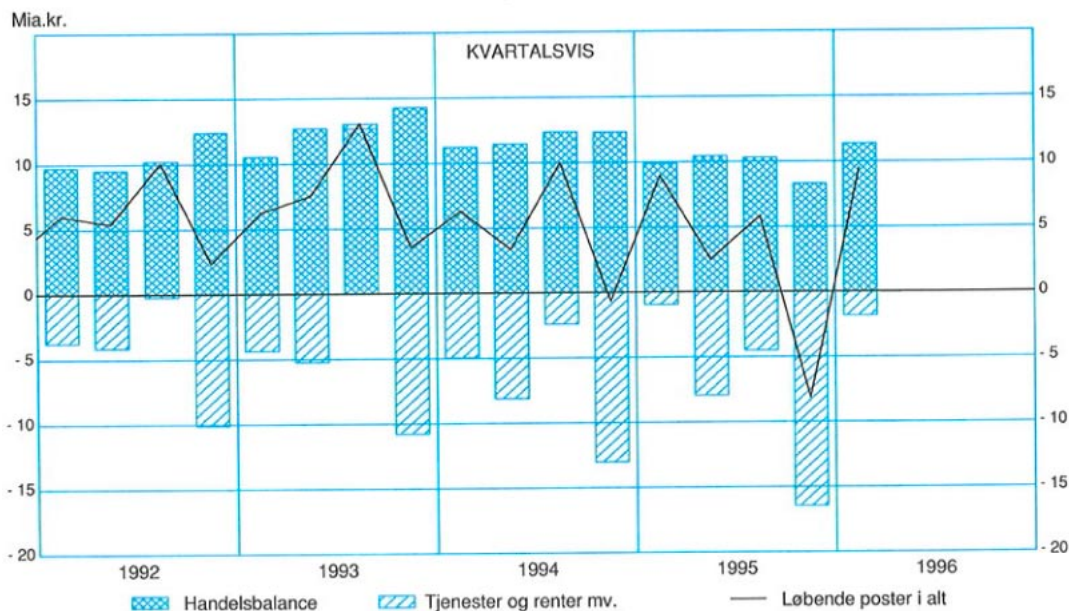
Ultimo ¹⁾	Guld	Fordringer på udlandet	Europæiske valutaenheder (ECU)	Særlige trækingsrettigheder i IMF (SDR)	Reservestilling over for IMF ²⁾	I alt (brutto)	Forpligtelser over for udlandet	I alt (netto) ³⁾
Millioner kroner								
1985	4 772	41 328	4 194	1 759	2 040	54 093	605	53 488
1986	4 675	33 562	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 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
April	3 481	84 321	5 435	904	3 414	97 555	666	96 889
Maj	3 495	79 252	5 435	921	3 414	92 517	1 282	91 235
Juni	3 497	75 356	5 435	921	3 414	88 623	2 084	86 539

1) Årstillene er statustal, mens månedstillene er balancetal.

2) Danmarks kvote minus Valutafondens beholdning af danske kroner.

3) Kursreguleringer af Danmarks internationale likviditet medførte i 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 internationale likviditet
	Milliarder kroner						--forøgelse af passiver eller formindskelse af aktiver		
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	38,8	2,3	- 3,4	- 28,1	- 0,7	8,9	- 4,2	- 0,3	13,4
1994 4. kvrt. ..	12,3	0,7	- 0,9	- 13,0	0,2	- 0,7	11,2	- 11,5	- 0,4
1995 1. kvrt. ..	10,0	0,4	- 1,9	- 3,3	3,8	9,0	1,4	4,8	2,8
2. - ..	10,6	0,5	- 0,6	- 6,2	- 1,7	2,7	6,8	- 3,5	- 0,6
3. - ..	10,4	0,6	0,3	- 4,4	- 1,0	5,9	- 6,0	0,0	11,9
4. - ..	7,8	0,8	- 1,2	- 14,2	- 1,8	- 8,6	- 6,4	- 1,4	- 0,8
1996 1. kvrt. ..	11,1	0,5	- 2,1	- 4,1	3,9	9,2	- 15,9	3,1	22,0

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

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

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

4) Inklusive fejl og udeladelser.

Registrerede kapitalbetalinger fra og til udlandet

	Offentlig sektor ¹⁾	Privat sektor								Regi- strerede kapital- betalinger i alt
		Direkte investeringer ²⁾		Porteføljeinvesteringer ³⁾	Låntagning		Långivning ²⁾	Pengeinst. udlandsstilling ⁵⁾	I alt	
		Indadgående	Udadgående		Virksomheder ^{2,4)}	Privatpersoner				
Milliarder kroner										
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 2. kv.	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. kv.	36,8	13,6	11,3	431,2	31,6	1,2	36,8	•	525,8	562,5
2. -	13,6	13,7	8,8	328,2	24,6	1,2	17,6	•	394,1	407,7
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 2. kv.	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. kv.	40,3	11,5	20,2	406,7	32,5	3,5	33,1	•	507,4	547,6
2. -	15,8	9,0	14,6	331,7	25,0	1,3	20,3	•	401,9	417,7
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>	- 9,8	9,3	- 25,7
1992	4,9	6,1	- 13,4	63,5	- 13,8	- 10,8	1,0	- 54,6	- 22,0	- 17,1
1993	56,7	10,9	- 8,9	83,5	- 9,6	- 0,9	- 2,6	- 140,6	- 68,2	- 11,5
1994	- 27,5	31,1	- 25,7	- 74,3	- 18,3	- 2,2	1,9	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 2. kv.	- 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. kv.	- 3,5	2,1	- 8,8	24,5	- 0,8	- 2,3	3,8	0,9	19,4	15,9
2. -	- 2,1	4,7	- 5,8	- 3,5	- 0,5	- 0,1	- 2,7	3,4	- 4,4	- 6,6

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 nul kuponpapirer 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 2. kv.	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	
2. -	12,0	239,0	24,5	2,7	21,6	7,6	307,4	5,6	0,4	14,7	20,8	
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 2. kv.	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	
2. -	8,1	246,0	28,5	3,7	18,4	5,9	310,6	7,0	0,4	13,7	21,1	
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 2. kv.	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	
2. -	3,9	- 7,0	- 3,9	- 1,0	3,1	1,7	- 3,1	- 1,4	0,1	1,0	- 0,3	

	Import (cif)				Eksport (fob)				Handels- balance
	I alt	heraf			I alt	heraf			
		Varer til erhvervene	Brændsels- stoffer mv.	Varer til forbrug samt per- sonbiler		Landbrugs- produkter ¹⁾	Industri- produkter	Brændsels- stoffer mv.	
Milliarder kroner									
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	245,6	142,3	10,6	70,4	276,0	40,9	195,6	8,6	30,4
1994 4. kv. ..	62,7	36,3	2,6	17,7	71,8	10,8	48,7	2,2	9,1
1995 1. kv. ..	62,9	36,8	2,6	18,3	70,6	10,3	49,8	2,4	7,7
2. - ..	60,9	35,6	2,5	16,7	68,8	10,3	48,1	2,1	7,9
3. - ..	57,7	32,7	3,1	17,1	66,0	10,5	47,2	1,9	8,3
4. - ..	64,1	37,2	2,5	18,2	70,6	9,7	50,5	2,1	6,5
1996 1. kv. ..	61,0	34,2	2,5	18,2	69,8	10,4	47,7	2,6	8,8

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

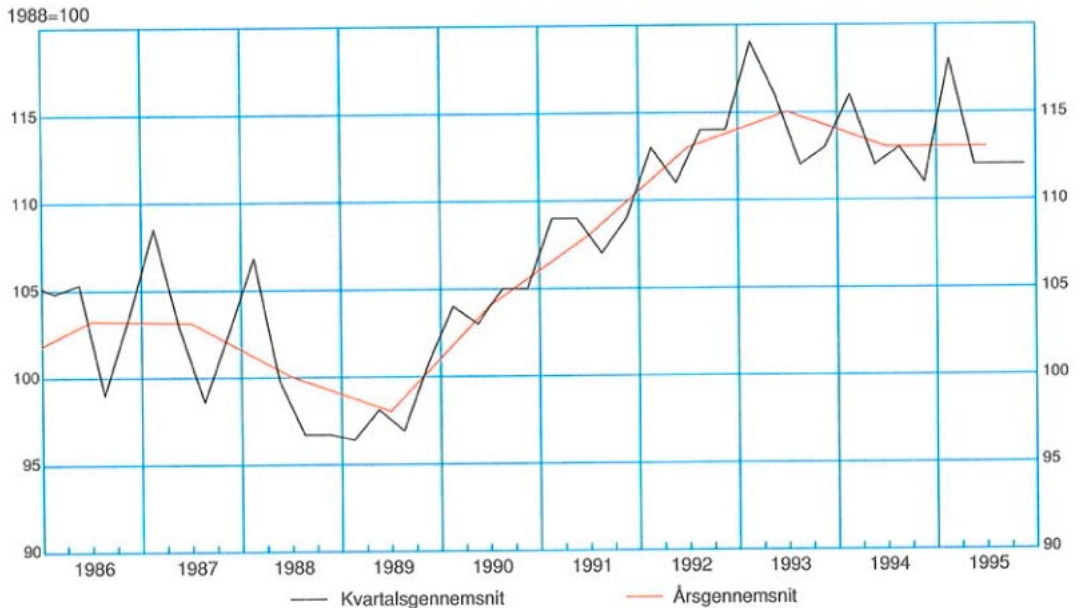
	Kvantumindeks		Indeks for enhedsværdier		Bytteforhold ¹⁾
	1985=100		1985=100		
	Eksport	Import	Eksport	Import	1985=100
1986	102	108	95	90	106
1987	104	106	95	86	110
1988	110	104	94	87	108
1989	118	107	100	93	107
1990	125	111	98	90	110
1991	133	116	99	90	110
1992	139	121	97	87	111
1993	135	112	95	85	111
1994	145	127	96	86	112
1995	152	133	97	88	110
1994 4. kv.	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
1996 1. kv.	142	126	98	89	111

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	149	93	106	131	108	105	88	113
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	103	119	109	104	96	112
3. -	146	91	96	124	115	108	82	113
4. -	143	96	99	113	114	110	89	111
1995 1. kv.	156	97	101	132	112	107	99	118
2. -	146	90	109	124	109	104	92	112
3. -	147	91	102	138	105	111	77	112
4. -	148	94	111	129	105	99	86	112

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 ³⁾
				Salg af statspapirer	Formindskelse af indestående i Nationalbanken	Andet	
Milliarder kroner							
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	- 31,3	140,2	- 171,5	137,2	21,7	- 0,1	12,7
1996 ⁴⁾	- 31,0	105,9	- 136,9	...	...	...	...
1997 ⁴⁾	- 22,6	85,9	- 108,4	...	...	...	...

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) 1) perioden fra og med 1986 til og med 1990 inklusive ændringer i

Postgiros mellemværender med andre end staten. I 1991 er finansieringsbehovet forøget med ca. 21 mia.kr. på grund af Postgiros omdannelse til GiroBank.

3) Inklusive udenlandske lån genudlånt til elværker.

4) Skøn, budgetoversigt august 1996.

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⁾			
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 2. kv. ..	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	- 9,6	- 4,0	- 0,4	- 16,2
2. - ..	25,3	4,4	0,0	20,9	18,8	3,9	1,3	- 0,7	- 2,4

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

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

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

3) Nettofinansieringsbehovet er fra og med 2. kvartal 1994 i modsætning til statsregnskabet opgjort eksklusivt 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
1995	11,8	7,6	19,3	0,4	30,9	15,2	46,5
1994 3. kv.	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.	13,4	9,1	22,5	0,3	31,5	15,5	47,2
2. -	8,8	9,4	18,2	0,4	31,4	15,7	47,5

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 -	334,4	15,5	5,3	13,6	14,7	121,9	3,2	77,4	586,1
1991 -	334,8	16,5	5,5	19,6	29,8	110,7	2,5	71,5	591,0
1992 -	319,2	17,5	11,4	18,9	15,1	97,9	3,2	66,7	549,8
1993 -	284,6	15,3	46,2	20,6	21,1	76,2	4,4	73,9	542,5
1994 -	261,6	14,2	29,3	29,9	28,6	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 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	26,5	23,1	30,2	43,5	2,9	78,9	499,5
April	269,6	15,2	30,6	26,2	30,2	43,0	3,2	78,5	496,6
Maj	277,0	14,8	28,9	23,3	30,5	41,8	2,9	78,1	497,3
Juni	287,4	15,5	33,2	27,8	31,1	41,6	2,8	83,9	523,3

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			
		Statspapirer 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	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	269,7
	April	89,5	66,6	28,9	13,7	5,8	0,7	49,9	255,1
	Maj	94,2	66,9	29,8	13,5	5,7	0,7	52,2	262,9
	Juni	99,8	75,7	30,6	13,1	5,7	0,7	51,4	277,0

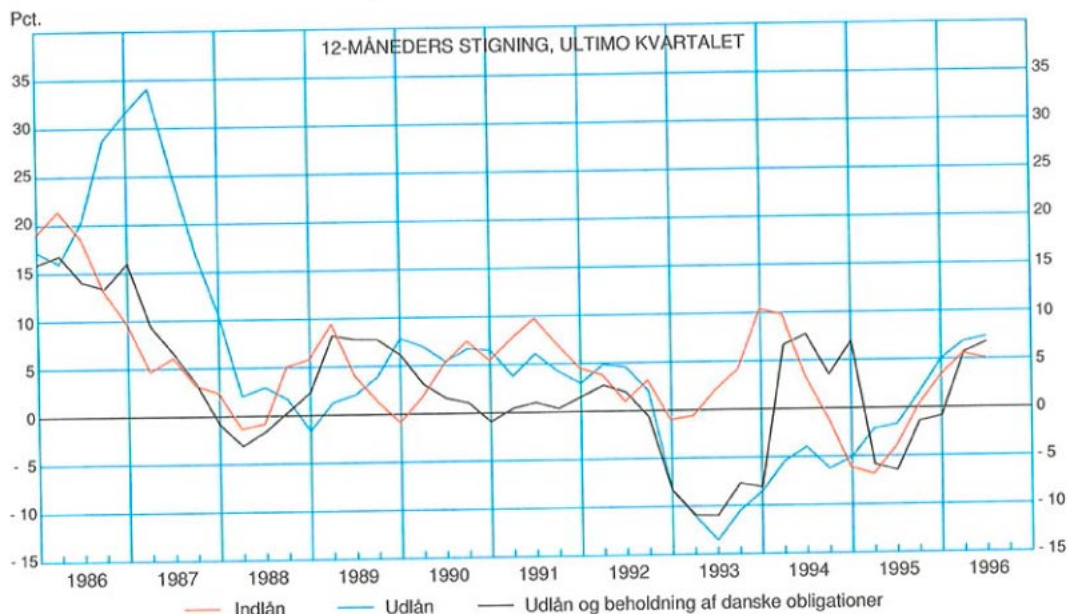
Anm.: I 1989 og 1990 er pengeinstitutternes obligationsbeholdninger påvirket af genkøbsforretninger med Nationalbanken. Fra og med 1991 eksklusive aktier i datterbanker mv.

1) Inklusive statsgælds- og skatkammerbeviser.

2) Filialer og datterselskaber i udlandet.

Stigning i pengeinstitutternes indlån, udlån og beholdning af obligationer

17



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

Pengeinstitutternes indlån

Ultimo	I indenlandske enheder				I udenlandske enheder				I alt
	Fra indlændinge		Fra udlændinge		Fra indlændinge		Fra udlændinge		
	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	
	Milliarder kroner								
1988 Dec.	413,5	4,9	8,3	35,0	0,1	1,9	2,5	24,7	490,8
1989 - 1990 - 1991 - 1992 - 1993 - 1994 - 1995 -	412,4 <u>435,2</u> 447,7 443,3 489,4 459,5 474,7	8,8 10,6 10,1 13,0 15,4 15,8 16,0	8,2 8,2 10,2 9,6 16,3 25,2 30,6	44,9 <u>45,5</u> 11,9 16,0 20,6 17,7 14,8	0,2 0,1 0,1 0,2 0,2 0,2 0,5	2,5 2,9 2,5 1,8 3,4 1,6 1,6	2,4 3,2 3,5 5,0 5,0 2,4 2,6	36,4 <u>41,2</u> 29,9 24,8 30,9 30,1 37,9	515,7 <u>546,8</u> 515,9 513,6 581,3 552,5 578,8
1995 Juni Juli Aug. Sept. Okt. Nov. Dec.	462,1 482,0 469,9 468,5 490,8 477,7 474,7	19,1 17,8 17,9 17,9 18,0 17,3 16,0	28,2 20,6 24,7 25,0 28,2 26,3 30,6	15,6 14,5 14,7 15,1 15,1 14,6 14,8	0,7 0,7 0,6 0,5 0,5 0,5 0,5	1,9 1,8 1,5 1,5 1,7 1,6 1,6	3,0 2,7 2,6 2,8 2,4 2,6 2,6	33,2 28,7 29,0 31,1 27,3 30,8 37,9	563,8 568,9 560,8 562,5 584,0 571,4 578,8
1996 Jan. Feb. Marts ... April Maj Juni	502,3 497,2 482,6 514,8 495,9 485,9	20,3 16,5 18,0 18,5 19,8 20,9	26,4 20,7 20,2 24,5 26,5 25,1	17,6 18,4 18,6 19,2 19,4 19,9	0,5 0,4 0,4 0,4 0,5 0,5	1,4 1,4 1,3 1,5 1,5 1,7	2,7 2,7 3,7 3,3 2,7 2,6	39,8 40,4 49,8 45,0 49,1 44,7	610,9 597,9 594,6 627,3 615,3 601,3

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
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
1996	Marts	15,5	30,3	7,2	48,2	57,3	13,6	5,9	177,9	2,4	114,0	294,4
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
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
1996	Marts	15,5	32,6	9,3	40,6	67,5	47,2	12,9	225,6	•	274,9	500,5

Kilde: Danmarks Statistik.

Anm.: I 1991 og 1992 eksklusive nyetablerede pengeinstitutter.

1) Herunder energi- og vandforsyning.

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

Ultimo	Aktiver				Passiver				Netto-aktiver
	Udlån	Kredit-institutter mv.	Andre mellem-værender	I alt	Indlån ¹⁾	Kredit-institutter mv.	Andre mellem-værender	I alt	
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 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	39,0	128,5	28,6	196,2	131,1
April	70,2	220,6	40,7	331,5	44,0	126,0	34,3	204,4	127,1
Maj	65,4	213,4	41,7	320,5	46,2	129,7	28,4	204,4	116,2
Juni	74,3	228,8	44,0	347,1	45,3	145,5	28,9	219,6	127,5

Anm.: Pengeinstitutternes udlandsstilling er forskellen mellem balancerførte 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 indgik i balancen til og med december 1990, er ikke omfattet.

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

Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling

	Ud- og 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
2. -	4,3	1,2	5,2	- 16,9	2,6	- 3,6

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

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

*Valuta- og landefordeling
af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender*

Ultimo	Aktiver			Passiver		
	September 1995	December 1995	Marts 1996	September 1995	December 1995	Marts 1996
	Milliarder kroner					
Valutafordeling						
<i>I danske kroner</i>						
med egne enheder	29,8	32,5	32,9	2,9	3,2	5,5
med andre banker mv.	59,7	70,7	78,5	21,9	28,2	36,1
med ikke-banker	24,8	33,2	28,0	23,0	27,8	18,2
I alt danske kroner	114,4	136,4	139,4	47,7	59,2	59,8
<i>I fremmed valuta</i>						
med egne enheder	60,6	65,1	55,9	23,4	27,8	22,2
med andre banker mv.	47,0	38,5	57,0	72,1	75,9	86,4
med ikke-banker	42,0	49,7	44,4	14,1	14,0	17,6
I alt fremmed valuta	149,6	153,3	157,3	109,6	117,7	126,2
I alt	264,0	289,7	296,8	157,3	176,9	186,0
Landefordeling						
Belgien	10,2	8,3	11,6	8,4	9,0	7,7
Tyskland	10,1	10,9	8,7	10,7	10,7	10,3
Finland	8,3	6,8	7,6	0,9	2,3	2,8
Frankrig	12,9	19,1	17,9	9,0	13,2	18,9
Grækenland	0,9	1,0	0,8	0,2	0,2	0,3
Holland	5,3	4,2	4,8	8,7	7,3	7,1
Irland	15,5	14,8	14,4	2,3	2,4	3,3
Italien	5,1	4,2	4,9	1,4	2,2	2,3
Luxembourg	19,2	22,5	20,7	16,9	17,0	12,6
Portugal	0,3	0,7	0,5	0,7	0,9	0,7
Spanien	1,9	2,3	2,5	2,1	1,4	1,3
Storbritannien	65,1	82,3	88,3	33,4	48,4	43,3
Sverige	22,2	31,9	31,4	3,6	4,9	10,2
Østrig	1,5	0,8	1,1	2,5	2,9	2,3
EU-lande i alt	178,4	209,7	215,3	100,7	122,8	123,0
Norge/Island	5,9	3,9	5,0	2,3	1,2	2,2
Canada	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,3
Japan	5,0	3,4	2,0	1,0	0,2	0,2
Schweiz	6,2	6,1	5,5	4,0	5,0	5,6
USA	13,2	15,1	15,7	8,2	5,0	5,3
Australien/New Zealand	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,9
OECD-lande i alt	209,4	238,8	244,0	116,8	134,7	137,5
Cayman Islands	13,1	11,8	10,8	1,2	2,8	2,8
Hong Kong	4,9	3,3	3,1	0,8	0,5	0,4
Singapore	25,2	27,5	29,5	1,5	2,4	3,2
Øvrige "Offshore Banking" centre	1,1	0,5	0,3	1,1	0,7	1,0
Øvrige Europa ¹⁾	5,7	5,2	6,0	5,2	4,5	4,4
Øvrige Latinamerika	0,4	0,3	0,3	2,0	0,7	0,8
Øvrige Mellemøsten	1,4	0,9	0,9	2,9	2,1	2,2
Øvrige Afrika	0,2	0,1	0,1	0,6	0,4	0,3
Øvrige Asien	1,9	1,0	1,2	1,1	0,8	0,8
Uoplyst mv.	0,7	0,3	0,6	3,4	4,5	5,6
International udstedelse af værdipapirer	•	•	•	20,7	22,8	26,9
I alt	264,0	289,7	296,8	157,3	176,9	186,0

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

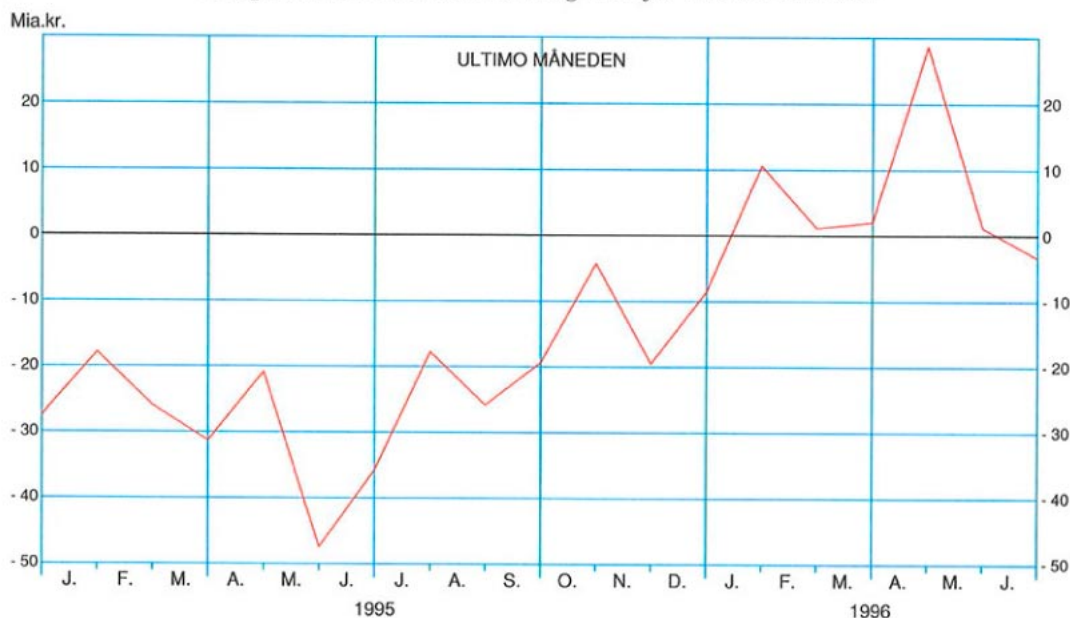
21

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	16,1
Australien/New Zealand	0,9	0,6	0,5	0,3
OECD-lande i alt	197,9	218,1	256,0	233,8
Cayman Islands	3,8	5,9	1,3	2,1
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 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	•	•
April	39 499	14 991	0	25 815	—	28 675	1 249	•	•
Maj	31 693	2 562	0	33 041	—	1 214	1 278	•	•
Juni	28 892	1 294	0	33 474	—	- 3 288	1 080	•	•

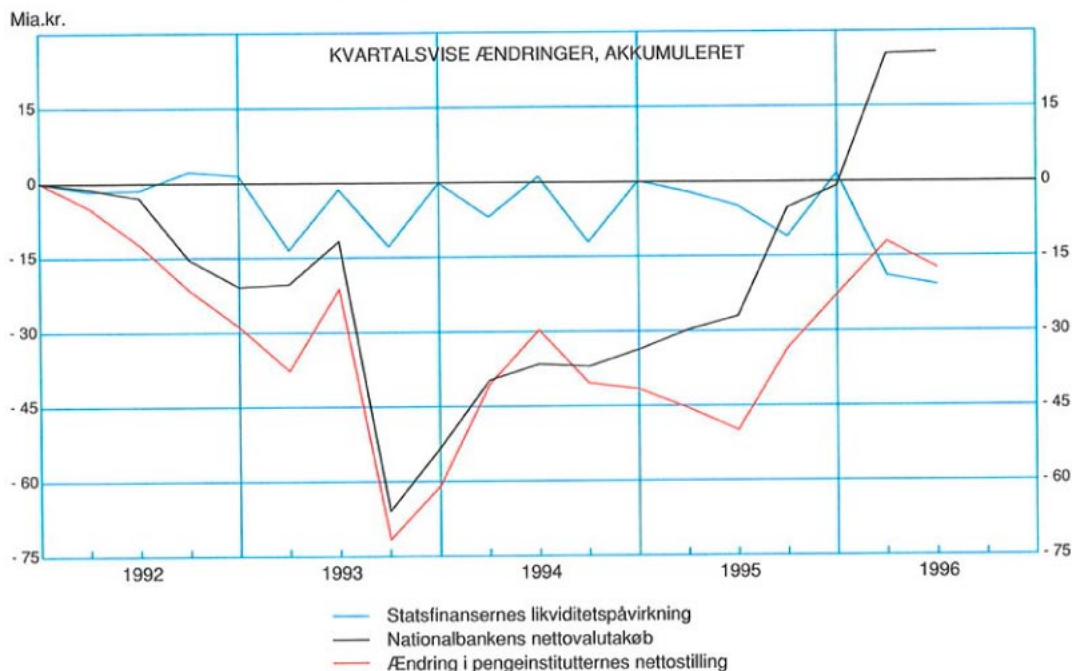
1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

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 basistigningsgrænse 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 håndpantstætning medregnedes 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 3. kv. ..	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
2. - ..	20,9	- 22,6	- 1,8	0,3	- 0,6	- 3,3	- 5,3	- 3,3

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

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

3) Formindskelse af statens indestående i Nationalbanken forøget med statens nettoåntagning i udlandet og statens nettovalg af ECU-obligationer.

4) Ændring i Danmarks internationale likviditet eksklusive statens nettoåntagning i udlandet og statens nettovalg 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 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
April	30,1	279,4	32,8	110,7	453,0	8,2
Maj	31,0	272,4	33,0	100,3	436,7	6,1
Juni	31,4	266,6	32,8	96,7	427,5	5,2

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 valutaindlæ-

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 ^{3,4)}	Stigning (-) i indskud på særlige indlånsformer mv. ⁵⁾	Stigning (-) i nettoindskud fra realkreditinstitutter mv. ⁶⁾	Ændring i pengeinstitutternes udlandsstilling	Ændring i Danmarks internationale likviditet mv. ^{4,7)}	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 2. kv. ...	- 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	4,0	- 1,6
1996 1. kv. ...	- 20,6	7,7	0,7	1,4	- 6,8	- 1,2	26,4	2,0	9,6
2. - ...	- 1,8	8,5	- 0,8	- 0,2	10,6	- 3,6	0,3	- 5,4	7,7

1) Forøget med statens nettolåntagning i udlandet og statens nettosalg 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 nettosalg 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.

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

25

	Netto- salg af inden- landske stats- papirer ¹⁾	Formind- skelse af indestå- ende i National- banken ²⁾	Statens netto- finan- sierings- behov ³⁾	Nettoudlån fra pengeinstitutterne ⁴⁾		Nettoudlån fra real- kredit- institutter mv.	Udlandet		Kredit- udvidelse til den private sektor og kommuner mv. i alt
				Kroner	Valuta		Registreret 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	13,7	0,9	- 3,3	- 28,3
1995	32,6	1,6	34,2	14,6	- 6,5	29,6	- 3,4	- 4,7	29,7
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	14,8	0,8	- 1,6	- 3,8
2. - ...	17,2	8,1	25,3	5,9	- 7,2	- 5,0	1,8	- 1,0	- 5,4
3. - ...	25,1	- 13,2	11,9	- 10,1	- 3,8	3,9	- 2,1	- 2,1	- 14,1
4. - ...	- 9,5	12,2	2,8	- 1,6	- 5,1	- 0,1	0,5	1,4	- 5,0
1995 1. kv. ...	8,2	- 2,2	6,0	- 0,5	- 2,1	8,8	0,6	- 2,9	3,9
2. - ...	24,2	- 2,8	21,5	7,1	- 3,4	4,8	- 1,9	- 3,2	3,3
3. - ...	13,8	- 6,2	7,6	- 0,4	- 1,9	10,1	- 0,6	- 1,7	5,5
4. - ...	- 13,6	12,7	- 0,9	8,5	1,0	6,0	- 1,6	3,1	17,0
1996 1. kv. ...	16,0	- 20,6	- 4,6	4,7	- 2,5	16,0	- 2,0	- 3,1	13,1
2. - ...	22,6	- 1,8	20,9	8,9	- 1,4	2,2	0,2	...	...

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

1) Fra og med 1. kvartal 1994 korregeret 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	Erhvervsjendomme			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
2. -	124,7	46,0	115,0	104,4	415,3	805,3
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	43,0	115,1	102,2	382,3	763,6
2. -	120,1	43,4	115,1	102,5	386,1	767,3
3. -	122,5	44,2	116,3	103,5	391,2	777,7
4. -	121,6	45,4	116,1	104,4	399,9	787,4
1996 1. kvt.	125,4	45,8	116,8	105,6	407,5	801,0
2. -	123,9	46,3	114,1	104,1	413,2	801,5
Nettoudlån inklusive løbetids- opskrivning						
1994	3,6	0,8	-11,0	- 0,5	15,0	7,8
1995	3,2	3,2	1,2	3,0	20,4	31,1
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.	2,6	0,8	0,3	0,9	2,8	7,3
2. -	- 0,9	0,4	0,0	0,3	3,8	3,7
3. -	2,4	0,7	1,2	1,0	5,1	10,4
4. -	- 0,9	1,3	- 0,2	0,9	8,7	9,7
1996 1. kvt.	3,4	1,5	3,1	1,8	8,0	17,9
2. -	- 1,5	0,5	- 2,7	- 1,5	5,7	0,5

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

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

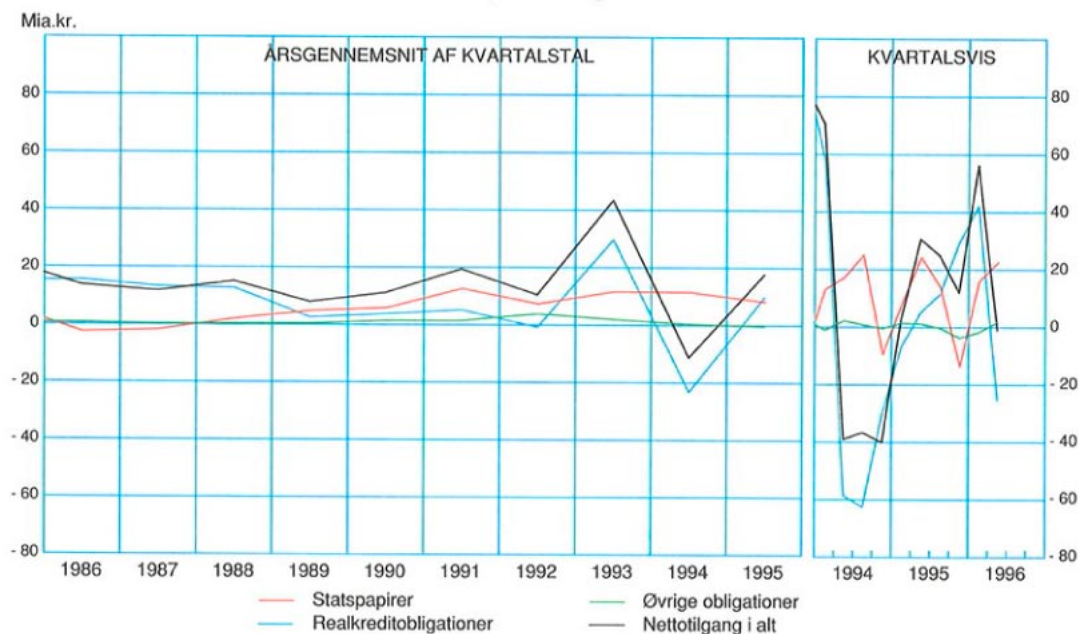
institutterne beregnede underkurskonto for obligationslån ydet efter 1991.

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	9,1	8,4	23,9	14,2	83,5	139,0
1994 1. kvt.	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. kvt.	2,5	1,7	4,2	3,0	16,4	27,8
2. -	1,1	1,6	3,6	2,9	17,8	26,9
3. -	2,5	1,6	5,3	2,8	19,2	31,5
4. -	3,0	3,4	10,8	5,6	30,0	52,8
1996 1. kvt.	5,0	4,8	19,3	10,2	35,0	74,3
2. -	1,7	3,5	12,0	4,1	26,3	47,7
Førtidige indfrielse						
1994	14,7	12,1	53,6	32,8	115,3	228,5
1995	2,1	4,1	18,1	8,8	52,5	85,5
1994 1. kvt.	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. kvt.	0,1	0,8	3,1	1,8	11,1	16,9
2. -	0,0	0,7	2,1	1,6	11,2	15,7
3. -	0,1	0,7	3,3	1,6	11,7	17,3
4. -	1,9	1,9	9,5	3,7	18,6	35,6
1996 1. kvt.	1,7	3,2	15,1	8,1	24,5	52,6
2. -	1,2	2,5	13,3	4,7	17,9	39,7
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. kvt.	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. kvt.	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. kvt.	0,3	0,2	1,1	0,3	2,6	4,6
2. -	2,5	0,6	1,5	1,0	2,8	8,3
Nettoudlån						
1994	2,5	0,7	- 11,2	- 0,4	14,7	6,3
1995	1,7	3,1	1,1	2,9	20,0	28,8
1994 1. kvt.	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. kvt.	2,2	0,7	0,2	0,8	2,7	6,7
2. -	- 1,3	0,4	0,0	0,3	3,7	3,1
3. -	2,1	0,7	1,1	0,9	5,0	9,8
4. -	- 1,2	1,3	- 0,2	0,8	8,6	9,2
1996 1. kvt.	3,0	1,5	3,1	1,7	7,9	17,2
2. -	- 2,0	0,5	- 2,8	- 1,6	5,6	- 0,3

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

Nettøtilgang af børsnoterede kroneobligationer (Kursværdi)



	Nettøtilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi				Placeret hos				
	Indenlandske statspapirer ¹⁾	Real-kredit-obligationer	Øvrige børs-noterede krone-obligationer	I alt	National-banken ²⁾	Penge-institut-terne ²⁾	Sociale fonde ³⁾ og Hypotek-banken ⁴⁾	Øvrige inden-landske aftagere ⁵⁾	Udland 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	- 0,1	3,9	32,0	19,8
2. -	22,6	- 25,5	1,7	- 1,2	- 0,6	0,1	2,6	5,5	- 8,8

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 Dyrtidsfond.

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 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
April	523,1	92,1	53,6	668,8	908,2	91,0	1 668,1
Maj	524,2	92,2	57,4	673,8	914,4	92,2	1 680,3
Juni	533,7	93,2	61,5	688,4	929,0	92,3	1 709,7

Anm.: For indeksobligationer er nominel værdi inklusive indeksering.

Aktieudvidelser opdelt efter erhvervsgrupper
(Kursværdi)

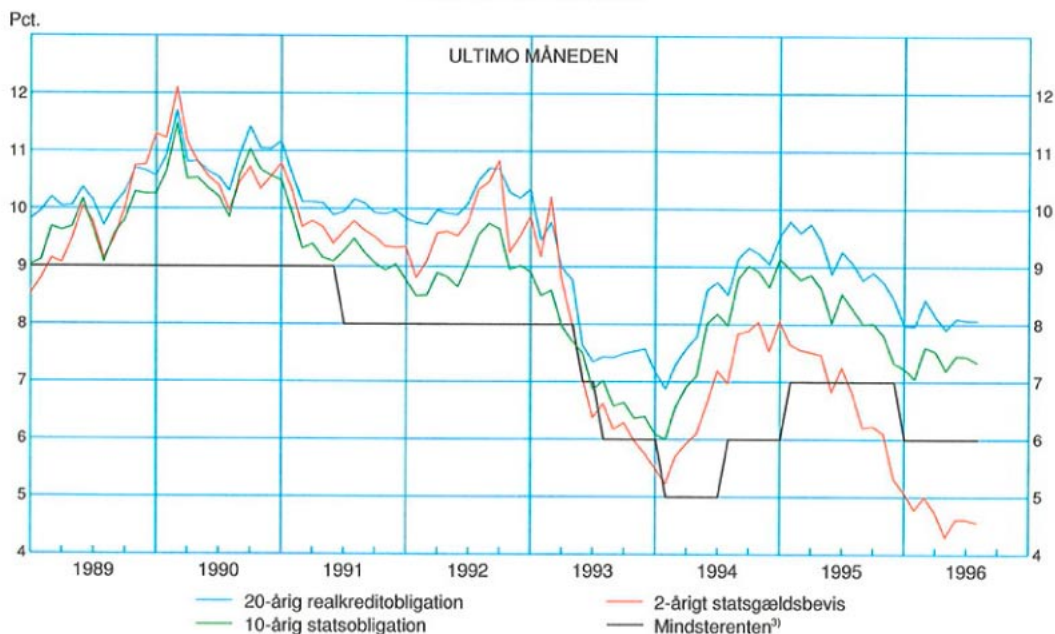
	Pengeinstitutter ¹⁾	Forsikring	Handel og service	Rederier	Industri	Investerings-selskaber	I alt
	Milliarder kroner						
1986	2,5	0,1	1,9	-	2,3	1,6	8,3
1987	1,8	-	0,3	0,0	0,2	0,7	3,0
1988	2,5	-	0,1	-	0,9	0,5	4,0
1989	5,6	-	1,6	-	1,6	1,9	10,7
1990	1,8	0,9	0,8	0,6	1,1	0,8	6,1
1991	0,7	2,6	1,0	0,2	3,9	1,1	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
2. - ...	-	-	1,7	0,0	0,3	0,0	2,1

Anm.: Børsnoterede danske aktieudvidelser. Eksklusive fondsaktie-emissioner og apportindskud. Fra og med 4. kvartal 1995 er

apportindskud 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 obligations- rente ²⁾	Mindste- renten 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 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
Maj	7,45	6,11	4,61	8,69	8,10	6,85	7,25	6
Juni	7,44	6,14	4,61	8,73	8,07	6,98	7,25	6
Juli	7,34	6,07	4,56	8,69	8,07	6,81	7,18	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.

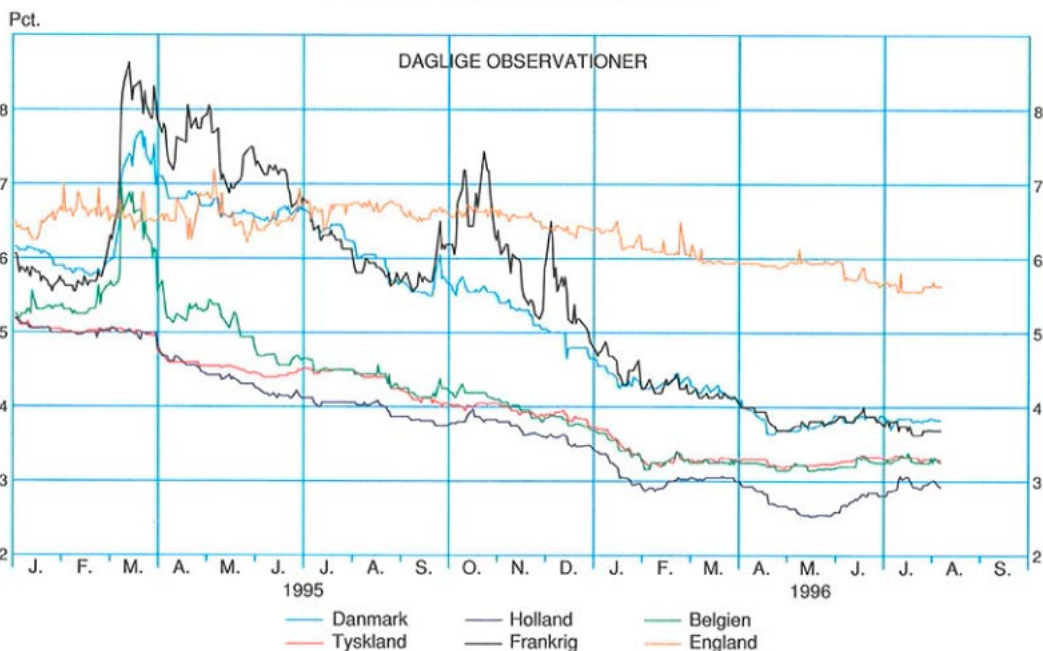
2) I beregningen indgår samtlige statsobligationer og et udvalg af realkreditobligationer. Gennemsnitsrenten er sammenvejet på grundlag af kursværdien af de cirkulerende beløb.

3) I henhold til kursgevinstloven.

Ultimo	3-måneders eurorente					
	Danmark ¹⁾	England	Frankrig	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1994 Juli	5,85	5,38	5,44	7,25	4,88	4,75
Aug.	6,36	5,38	5,53	7,47	4,88	4,88
Sept.	6,33	5,75	5,56	7,81	5,06	5,37
Okt.	6,25	5,96	5,50	7,87	5,06	5,50
Nov.	5,95	6,13	5,50	7,85	5,19	6,06
Dec.	6,15	6,50	6,00	8,00	5,19	6,37
1995 Jan.	5,90	6,69	5,69	7,90	4,94	6,18
Feb.	5,95	6,69	6,12	8,05	5,00	6,18
Marts	7,10	6,56	7,50	8,70	4,63	6,12
April	6,70	6,94	7,68	8,68	4,44	6,13
Maj	6,55	6,56	7,38	8,55	4,38	5,93
Juni	6,67	6,88	6,84	9,03	4,48	5,87
Juli	6,23	6,75	6,06	9,00	4,44	5,75
Aug.	5,66	6,69	5,68	8,93	4,19	5,81
Sept.	5,68	6,69	6,30	8,80	4,00	5,81
Okt.	5,50	6,69	6,25	8,56	4,00	5,69
Nov.	5,05	6,44	6,00	8,62	3,81	5,75
Dec.	4,65	6,38	4,85	8,37	3,70	5,50
1996 Jan.	4,28	6,19	4,25	7,95	3,19	5,25
Feb.	4,35	6,06	4,18	7,37	3,25	5,16
Marts	4,13	6,00	4,08	6,70	3,25	5,34
April	3,68	5,94	3,68	6,25	3,13	5,34
Maj	3,89	6,00	3,83	6,08	3,22	5,38
Juni	3,89	5,69	3,78	5,62	3,29	5,47
Juli	3,85	5,69	3,68	5,37	3,26	5,53
Ultimo	Effektiv rente af 10-årige statsobligationer ²⁾					
	Danmark	England	Frankrig	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1994 Juli	7,98	8,75	7,31	10,71	6,84	7,24
Aug.	8,80	8,68	7,88	11,30	7,22	7,31
Sept.	9,02	9,00	8,14	11,18	7,59	7,75
Okt.	8,92	8,92	8,32	10,79	7,64	7,96
Nov.	8,65	8,63	7,89	11,02	7,32	8,07
Dec.	9,14	8,89	8,30	10,92	7,65	7,98
1995 Jan.	8,96	8,72	8,10	11,01	7,42	7,72
Feb.	8,78	8,81	8,01	10,71	7,36	7,33
Marts	8,86	8,68	7,91	11,53	7,19	7,33
April	8,62	8,61	7,82	11,24	7,04	7,18
Maj	8,03	8,09	7,48	10,54	6,65	6,38
Juni	8,53	8,64	7,66	11,01	6,94	6,31
Juli	8,27	8,38	7,44	10,40	6,77	6,53
Aug.	8,01	8,26	7,39	10,24	6,71	6,39
Sept.	8,02	8,29	7,49	9,36	6,62	6,28
Okt.	7,81	8,09	7,31	9,21	6,43	6,11
Nov.	7,33	7,69	6,92	8,77	6,15	5,83
Dec.	7,23	7,57	6,67	8,45	6,03	5,65
1996 Jan.	7,06	7,64	6,38	8,33	5,89	5,66
Feb.	7,60	8,17	6,69	8,84	6,40	6,19
Marts	7,53	8,35	6,60	8,58	6,43	6,43
April	7,20	8,20	6,39	8,21	6,37	6,78
Maj	7,45	8,31	6,50	8,46	6,52	6,97
Juni	7,44	8,05	6,49	8,15	6,50	6,83
Juli	7,34	8,06	6,35	8,34	6,37	6,92

1) 3-måneders pengemarkedsrente. Usikret.

2) Stående lån.



Pengemarkedsrenter

		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	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
	Maj	3,91	4,50	3,31	3,75	3,89	3,68	3,69	3,79	3,59
	Juni	3,83	4,38	3,38	3,85	3,89	3,79	3,74	3,82	3,71
	Juli	3,72	4,13	3,31	3,83	3,87	3,70	3,71	3,74	3,69

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
1995	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
	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
1996	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
	Maj	3,83	3,90	3,74	3,83	3,92	3,74	3,84	3,95	3,75
	Juni	3,89	3,95	3,85	3,92	4,00	3,87	3,96	4,03	3,91
	Juli	3,85	3,87	3,82	3,88	3,91	3,85	3,93	3,96	3,90
		4 måneder			5 måneder			6 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
1995	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
	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
1996	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
	Maj	3,86	3,97	3,77	3,89	4,00	3,79	3,92	4,05	3,81
	Juni	3,99	4,06	3,94	4,02	4,09	3,96	4,05	4,13	3,99
	Juli	3,97	4,00	3,94	4,02	4,07	3,98	4,07	4,15	4,01
		9 måneder			12 måneder					
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest			
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			
	Maj	4,02	4,15	3,90	4,10	4,25	3,99			
	Juni	4,17	4,24	4,10	4,29	4,35	4,22			
	Juli	4,22	4,29	4,17	4,35	4,45	4,30			

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⁾
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	6. juni ...			3,70
11. -			5,70	(31. juli) ...	3,25	3,25	3,70
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 beskedent rentetilleg. De anførte satser er eksklusive dette tillæg.

Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter

	Udlån				Indlån ¹⁾			
	Offentlige myndig- heder	Erhverv	Ikke- erhverv	I alt	Offentlige myndig- heder	Erhverv	Ikke- erhverv	I alt
	Procent p.a.							
1994	...	...	...	10,0	...	...	...	3,5
1995	...	...	...	10,3	...	...	...	3,9
1994 1. kvrt.	...	...	...	9,9	...	...	...	3,7
2. -	...	...	...	9,8	...	...	...	3,4
3. -	...	...	...	9,9	...	...	...	3,4
4. -	...	...	...	10,2	...	...	...	3,6
1995 1. kvrt.	...	...	...	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
1996 1. kvrt.	6,0	8,2	11,1	9,3	3,9	3,7	2,5	3,1
2. -	5,4	7,4	11,0	8,6	3,2	3,1	2,4	2,7

Anm.: Som følge af at beregningsprincipperne ikke har været endeligt fastlagte, kan der være en mindre unøjagtighed ved enkelte af tallene til og med 3. kvartal 1995. Grundlaget for opgørelsen er nærmere beskrevet i Kvartalsoversigten, maj 1996.

1) Eksklusive puljeordninger.