

DANMARKS NATIONALBANK

Kvartalsoversigt - November 1996

Kvartaloversigten udgives af Danmarks Nationalbank og udkommer 4 gange om året.

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen.

Redaktør: Anders Møller Christensen.

Kvartaloversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank, Biblioteket, Havnegade 5, 1093 København K.

Telefon 33 63 60 40 (direkte) eller 33 63 63 63.

Kvartalsoversigt - November 1996

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
Valutasamarbejde i 3. fase af ØMU	19
IMF's datapubliceringsstandard	21
Pengepolitisk strategi i 3. fase af ØMU	
v/Christian Thygesen, Økonomisk Afdeling	25
<i>Før 3. fase af ØMU starter, skal Den Europæiske Centralbank vælge strategi for at opfylde målet om fastholdt prisstabilitet. Valget står mellem pengemængdemål og direkte inflationsmål. Konsekvenserne af valget vil være beskedne for Danmark, som ikke deltager i ØMU.</i>	
Seddel- og møntomløbet i Danmark	
v/Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling og	
Tom Wagener, Sekretariatet	32
<i>Værdien af de cirkulerende sedler og mønter svarer til, at hver dansker i gennemsnit har 6.000 kr. i kontanter. Beløbet har været stigende i de senere år trods øget brug af betalingskort. Der er tegn på, at væksten især skyldes stigende anvendelse til opsparing.</i>	
Anvendelsen af udenlandsk valuta i en lille åben økonomi	
v/Jens Dalsgaard, Kapitalmarkedsafdelingen og	
Lisbeth Stausholm Pedersen, Økonomisk Afdeling	49
<i>Den amerikanske dollar er ikke udbredt som betalingsmiddel i Canada, men virksomhederne har ofte konti i denne valuta. Generelt er anvendelsen af fremmed valuta beskednen i lande med ordnede økonomiske forhold. Det anses således for mindre sandsynligt, at euro vil blive almindeligt brugt i Danmark i 3. fase af ØMU.</i>	
Husholdningernes inflationsforventninger	
v/Anders Møller Christensen, Økonomisk Afdeling	61
<i>Husholdningernes forventninger til det kommende års inflation søges bestemt. Aktuelt synes husholdningerne at forvente, at priserne om et år vil være 3 pct. højere end nu. Den forventede inflation i 1990'erne har systematisk været højere, end prisudviklingen siden har vist.</i>	
Nationalbankens pressemeddelelser	69
Artikler i Kvartalsoversigten, februar 1994 - august 1996	70
Tabel- og figurafsnit	

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

Denne oversigt vedrører perioden fra august til midten af november 1996

Hovedvalutaerne

Svækkelsen af dollaren over for D-mark midt i juli er de seneste måneder blevet redresseret, og kursen var i midten af november tilbage på godt 1,50 D-mark pr. dollar. Over for yen er dollaren løbende blevet styrket i den forløbne del af året. I forhold til dollarkursens lavpunkt i foråret 1995 er der tale om en styrkelse på ca. 10 pct. over for D-mark og ca. 30 pct. over for yen.

Den amerikanske økonomi udviser fortsat pæn vækst, selvom der er sket en afdæmpning i 3. kvartal, og beskæftigelsen fortsætter med at stige. Arbejdsløsheden er nede omkring 5 pct., det laveste niveau siden slutningen af 1980'erne. Der har været en mindre opgang i pris- og lønstigningstakten over det seneste år, men der er ingen klare tegn på et egentligt inflationspres i økonomien. Den Amerikanske Forbundsbank har på denne baggrund valgt at holde de styrede renter uændrede hen over sommeren og efteråret.

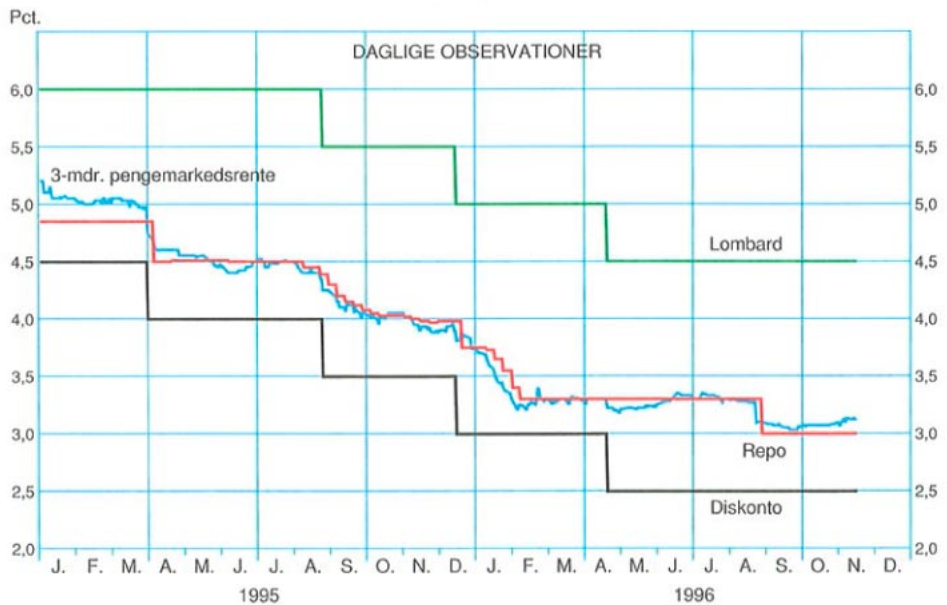
Den amerikanske 3-måneders rente lå i midten af november på samme niveau som ved årsskiftet. Den lange rente steg derimod betydeligt først på året med en øget hældning på rentekurven til følge. De seneste måneder er den lange rente faldet $\frac{1}{2}$ pct. og var midt i november $6\frac{1}{2}$ pct. Volatiliteten i den lange rente har været betydelig som følge af skiftende forventninger i markedet til vækst- og inflationsudsigterne for USA. Udviklingen kan tolkes derhen, at der stadig i markedet er tillid til, at inflationen i USA er under kontrol, men samtidig er markederne præget af betydelig usikkerhed.

Der var klar fremgang i den tyske økonomi i 2. kvartal 1996, hvilket dog i en vis udstrækning var en opvejning af et dårligt 1. kvartal. Væksten blev bl.a. trukket af et omsving i byggeriet, der bidrog negativt til væksten i 1. kvartal, men positivt i 2. kvartal. Privatforbruget udviste også pæn vækst. Overordnet er det dog fortsat usikkert, hvorvidt den tyske økonomi er på vej ind i en egentlig konjunkturopgang, men en del indikatorer peger i den retning.

Den seneste sænkning af diskonto- og lombardsatsen, der udgør korridoren for reporenten, jf. figur 1, fandt sted i april, hvor begge satser blev nedsat med 0,50 pct. Reporenten blev på baggrund af pæne inflationsudsigter og en mere afdæmpet vækst i pengemængden sænket med 0,3 pct. til 3,0 pct. den 22. august, hvilket var den første ændring siden nedsættelsen i be-

Figur 1

*Styrede tyske rentesatser samt
3-måneders pengemarkedsrente*



gyldelsen af februar. 3-måneders pengemarkedsrenten har fulgt reporenten tæt.

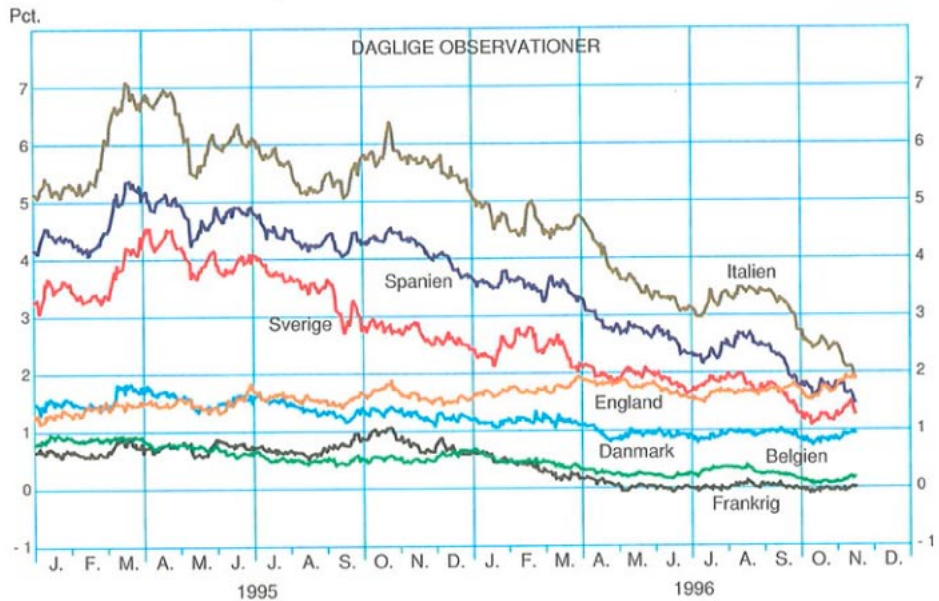
Renten på den 10-årige tyske statsobligation har været faldende siden juni og nåede i begyndelsen af oktober ned på 6 pct., hvor den har ligget siden. Den lange tyske rente har siden foråret været lavere end den amerikanske, hvilket bl.a. skyldes den forskellige konjunktursituation i de to økonomier, med USA længere fremme i konjunkturcyklen end Tyskland. Rentespændet mellem USA og Tyskland er blevet udvidet siden foråret, men med betydelige udsving i perioden.

Europæiske valutaer

Der er siden begyndelsen af september sket en yderligere indsnævring af de lange rentespænd til Tyskland for højrentelandene bortset fra England, jf. figur 2. Udviklingen må bl.a. ses på baggrund af fortsat fald i prisstigningstakterne i disse lande samt de fremlagte forslag til budget for 1997, der i alle landene indebærer en reduktion i budgetunderskuddet i den offentlige sektor, så en deltagelse i 3. fase af ØMU fra starten af 1999 er blevet mere sandsynlig. Sverige har dog endnu ikke taget politisk stilling til, om man ønsker at deltage. Også for flere kernelande er den lange rente de seneste måneder faldet kraftigere end i Tyskland, og den 10-årige obligati-

Figur 2

*Rentespænd til Tyskland
for 10-årige statsobligationer*



onsrente i Frankrig og Holland lå midt i november lidt under den tyske. For Østrig og Belgien var den lange rente på niveau med den tyske.

De seneste måneder er der ligeledes sket en yderligere indsnævring af forwardrentespændene til Tyskland for højrentevalutaerne. Også forwardspændet for Danmark er indsnævret om end knap så markant. For yderligere diskussion af forwardrentespænd se Kvartalsoversigten, august 1996, siderne 5-7.

Konjunktursituationen tegner ret forskellig i de europæiske lande. Nogle lande har haft pæn vækst i nogle år, det gælder bl.a. Norge, Holland og England, mens konjunkturbilledet er mere usikkert i Sverige og Tyskland. Heroverfor står lande som Frankrig og Italien, hvor der endnu ikke er sikre tegn på opgang.

Der har været en vis volatilitet i kursen på den franske franc. Francen, der i august overgangsvis blev svækket over for D-mark, styrkedes igen i september og var i begyndelsen af november tilbage på sommerens niveau omkring 3,38 franske franc pr. D-mark. De styrede franske renter er løbende blevet nedsat, men i et aftagende tempo. Det korte rentespænd til Tyskland blev udvidet i forbindelse med svækkelsen af francen i august, men er siden indsnævret igen.

Med et forventet offentligt budgetunderskud i år på ca. 4 pct. af bruttonationalproduktet (BNP) lægger det fremlagte budget for 1997 op til, at Frankrig kan opfylde Maastricht-traktatens krav om et budgetunderskud på maksimalt 3 pct. af BNP for lande, der vil deltage i ØMU'ens 3. fase. Det fremlagte budget tager sigte på at opfylde budgetkriteriet i 1997, men dette opnås bl.a. ved hjælp af en række engangstiltag, herunder en ekstraordinær dividende fra det franske telefonselskab svarende til ½ pct. af BNP. Til gengæld overtager staten selskabets pensionsforpligtelser.

Den danske krone blev fra udgangen af august og frem til midten af oktober styrket godt 1 pct. over for D-mark til det stærkeste niveau siden sommeren 1993. Siden er der sket et mindre fald og kronekursen var i midten af november 3,84 kr. pr. D-mark. Trods kronens styrkelse over for D-mark har den effektive kronekurs været faldende og lå i midten af november 2 pct. under niveauet ved årsskiftet bl.a. som følge af styrkelse af dollar, pund og svenske kroner.

Den svenske krone er blevet styrket siden foråret 1995 og nåede i midten af oktober i år sit hidtil stærkeste niveau siden devalueringen i efteråret 1992. I forhold til den danske krone er der tale om en stigning på ca. 20 pct. siden lavpunktet i april 1995.

Mens de svenske lønninger steg med over 6 pct. år-over-år i 1. kvartal 1996, har den svenske prisstigningstakt været faldende siden årets begyndelse, og i oktober var der et fald i prisniveauet sammenlignet med året før. En del af forklaringen er styrkelsen af den svenske krone, der gør importvarer billigere målt i svenske kroner, ligesom det spiller ind, at boligomkostningerne har været direkte faldende som en konsekvens af rentefaldet. Den særdeles lave prisstigningstakt må derfor antages at være af midlertidig art. På baggrund af den lave prisstigningstakt har Riksbanken løbende nedsat de styrede renter gennem året.

Efter forudgående forhandlinger har EU's Monetære Komité godkendt, at Finland tiltræder den forpligtende del af EU's valutakurssamarbejde, ERM, fra den 14. oktober 1996. Finland indtrådte med en centralkurs over for D-mark på 3,04 finske mark pr. D-mark. (Over for den danske krone er centralkursen fastsat til 1,25474 danske kroner pr. finske mark.) Den finske mark har bevæget sig omkring dette niveau de sidste 2 år. Uden for ERM-samarbejdet befinder sig nu Italien, Sverige, England og Grækenland.

Både den italienske lire og det britiske pund er efter en mindre svækkelse i juli fortsat styrket over for D-mark. Siden årsskiftet er de to valutaer blevet ca. 10 pct. stærkere. Den spanske peseta ligger derimod på samme

niveau over for D-mark som ved årsskiftet. Bank of England forhøjede den 30. oktober sin udlånsrente med 0,25 pct. til 6 pct. Det har i nogen tid været holdningen i Bank of England, at en renteforhøjelse var ønskelig.

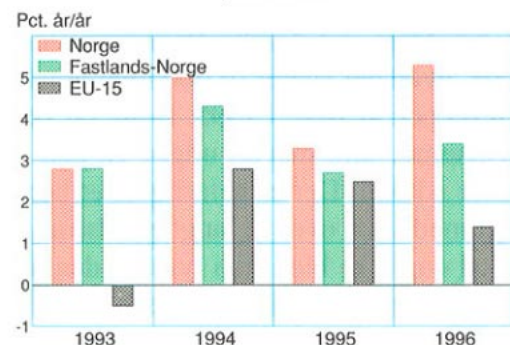
Norsk økonomi

Norges Bank nedsatte først i november de styrede renter med 0,5 pct. Nedsættelsen skete for at dæmpe apprecieringspresset mod den norske krone, som søges stabiliseret i forhold til ecu-kursen.

Den norske økonomi skiller sig ud i europæisk sammenhæng. Med betydelige overskud på såvel de offentlige finanser som betalingsbalancen og lav arbejdsløshed eksisterer balanceproblemer i traditionel forstand ikke, og den internationale vækstafmatning gennem det seneste halvandet år har ikke ramt Norge. Væksten var $3\frac{1}{4}$ pct. i 1995 og forventes at stige til over 5 pct. i indeværende år.

Baggrunden for den stærke norske økonomi er bl.a. en kraftigt stigende olie- og gasproduktion fra felterne i Nordsøen, der har gjort Norge til verdens næststørste olieeksportør. Olie- og gasproduktionens betydning for den norske økonomi afspejles i, at værditilvæksten i sektoren i dag udgør omkring 16 pct. af BNP. Det er derfor hensigtsmæssigt at dele det norske BNP op i et samlet BNP og et fastlands-BNP, dvs. eksklusive aktiviteterne

Figur 3 *Vækst i bruttonationalprodukt*

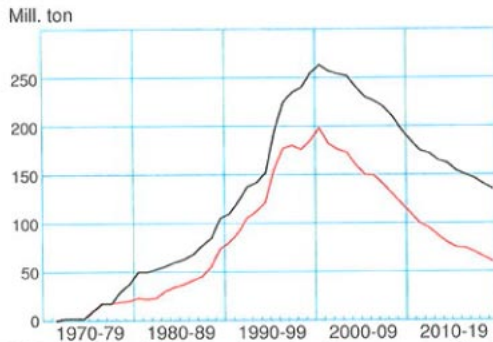


Kilde: Finansdepartementet, oktober 1996 samt OECD.

i Nordsøen. I figur 3 er vist væksten i begge størrelser samt, til sammenligning, væksten i EU. Det ses, at den norske vækst i høj grad trækkes af den øgede olie- og gasudvinding, men også væksten i fastlands-BNP har ligget over EU-væksten de seneste år. Olie- og gasproduktionen ventes i øjeblikket at toppe omkring årtusindskiftet, men vil ligge på et højt niveau i mange år frem over, jf. figur 4.

At væksten på fastlandet også ligger højt skyldes, ud over den afsmittende effekt af de store investeringer i Nordsøen, et kraftigt stigende privatforbrug som følgende af stigende disponible realindkomster og formuer samt en sænkning i registreringsafgiften i begyndelsen af 1996, hvilket har øget bilsalget knap 50 pct. i første halvdel af 1996 i forhold til året før. Den kraftige stigning i bilefterspørgslen må dog formodes at være midlertidig.

Figur 4 Olie- og gasproduktion
(Omregnet til mill.ton olieækvivalenter)



Kilde: Det norske finansministerium (prognose, medio 1996).

Også eksporten af traditionelle goder har udvist pæn vækst. Norge har siden begyndelsen af 1990'erne haft et overskud på betalingsbalancen på 3-4 pct. af BNP, og landet har i dag ingen udlandsgæld.

Den norske økonomi skønnes at arbejde tæt på fuld kapacitet, og et væsentligt aktuelt problem er at hindre en overophedning af økonomien med stigende løn- og prisinflation til følge. Statens net-

toindtægter fra olie- og gasproduktionen ventes i 1996 at blive på 7 pct. af BNP og det samlede budgetoverskud 3-4 pct. af BNP. Anvendes dette overskud til at øge aktiviteten i fastlands-Norge, vil det øge sandsynligheden for en overophedning af økonomien. For at undgå dette har Stortinget besluttet, at de kommende års forventede overskud på statsbudgettet skal placeres i en såkaldt Petroleumsfond, der skal investere i aktiver i udenlandsk valuta. Fonden blev dannet allerede i 1990, men det blev besluttet, at der først skal spares op i fonden, når statens indtægter fra olie- og gasproduktionen overstiger underskuddet på de øvrige statsfinanser. Dette skete for første gang i 1995. Midlerne i Petroleumsfonden ventes at stige betydeligt de kommende mange år, og ifølge det norske finansministeriums skøn vil fonden år 2025 indeholde, hvad der svarer til 600 mia. norske kroner målt i 1995-priser svarende til 65 pct. af BNP i 1995. Dette tal skal ses i forhold til, at olie- og gasaktiviteterne, som nævnt, udgør 16 pct. af BNP og vil falde bort, når reserveerne er udtømt. Der er naturligvis et betydeligt element af usikkerhed forbundet med skøn over så langt et tidsrum.

Opsparingen i Petroleumsfonden skal dog ikke blot ses i lyset af den aktuelle konjunktursituation, men også som en opsparing til tiden efter at olie- og gasreserveerne er sluppet op. Desuden søger man med fonden at forebygge en situation, hvor en appreciering af valutaen medfører en svækkelse af konkurrenceevnen til skade for aktiviteter i ikke-olierelaterede sektorer af økonomien, der konkurrerer med udlandet.

Rente- og likviditetsudviklingen

Diskontoen og renten på pengeinstitutternes indskud på foliokonti i Nationalbanken har været uændret på 3,25 pct. siden midten af april. Ind-

skudsbevisrenten og renten ved genkøbsforretninger blev nedsat med 0,10 pct. i juni og med yderligere 0,20 pct. til 3,50 pct. med virkning fra den 23. august. Nedsættelserne skal ses på baggrund af renteutviklingen i de øvrige kernelande.

3-måneders pengemarkedsrenten (usikret) er faldet svagt de seneste måneder og var i midten af november omkring 3,60 pct. Rentespændet til Tyskland ligger på ca. $\frac{1}{2}$ pct., hvilket er en halvering i forhold til spændet ved begyndelsen af året, jf. figur 5.

Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken er i årets første ti måneder forbedret med ca. 34 mia.kr. Nationalbankens køb og salg af valuta er en væsentlig faktor bag udviklingen i pengeinstitutternes nettostilling. Inden for året spiller likviditetseffekten fra statsfinanserne også en rolle, men likviditetseffekten er tæt ved nul for året som helhed, da der sælges statsobligationer svarende til årets bruttofinansieringsbehov fratrullet afdrag på udenlandsk statsgæld.

Nationalbanken købte netto valuta i markedet for ca. 37 mia.kr. i årets første fire måneder, hvorefter der de følgende måneder blev solgt valuta for 17 mia.kr. I september og oktober er der på ny købt valuta for godt 10 mia.kr., dvs. at der sammenlagt i år frem til udgangen af oktober er blevet købt valuta i markedet for godt 30 mia.kr. Heraf er de godt 5 mia.kr. an-

Figur 5 *Kort og langt rentespænd over for Tyskland samt kroner pr. D-mark*



vendt til at tilbagebetale udenlandske lån, således at valutareserven er steget med 25 mia.kr.

Interventionerne i valutamarkedet har stort set været sammenfaldende med udlændinges køb og salg af kroneobligationer, der er den dominerende kapitalbevægelse. I de perioder, hvor der i årets løb er solgt kroneobligationer til udlandet, har Nationalbanken købt valuta, og omvendt. Der er i året frem til udgangen af oktober netto solgt kroneobligationer til udlændinge for knap 20 mia.kr. Der har derimod ikke været betydelige bevægelser i udlændinges kronelån i danske pengeinstitutter eller i terminsafdækningen. Dette afspejler, at de udenlandske kroneobligationskøb i vid udstrækning er sket uden afdækning af kronerisikoen. Hermed er bankernes valutaposition umiddelbart blevet forøget, men er blevet afdækket ved hjælp af spothandel med Nationalbanken. Udlændinges uækkede køb af kroneobligationer vidner om tillid til kronekursen. Nationalbankens interventioner er sket for at dæmpe de fluktuationer i valutakursen, der ellers ville blive resultatet af udsving i kapitalbevægelserne.

En stor del af salget af kroneobligationer til udlændinge har været realkreditobligationer, hvor der tidligere næsten udelukkende blev solgt statsobligationer.

Der har det seneste år været flere tiltag, som på sigt kan gøre danske realkreditobligationer endnu mere attraktive for udenlandske investorer. Problemerne, når det gælder salg til udlændinge, er dels, at realkreditobligationerne er konverterbare, og dels at der er tale om serie- eller annuitetsobligationer, hvor hovedstolen amortiseres over lånets løbetid. Det almindelige på de internationale obligationsmarkeder er inkonverterbare stående obligationer, hvor hele hovedstolen først tilbagebetales ved udløb, ligesom det er tilfældet med de danske statsobligationer. For at gøre realkreditobligationerne mere lig de obligationer, der overvejende handles internationalt, er et enkelt dansk pengeinstitut begyndt at udstede såkaldte CMO'ere (Collateralized Mortgage Obligations) på baggrund af en beholdning af realkreditobligationer. Salget af CMO'ere til udlandet har dog hidtil været beskedent.

Herudover er foreløbig tre danske realkreditinstitutter blevet "rated", hvilket må forventes at øge udenlandske investorers interesse for obligationer fra de pågældende realkreditinstitutter. Det er almindeligt i bl.a. USA, at større investorer kun køber værdipapirer, der er "rated".

Renten på den 10-årige statsobligation er faldet $\frac{1}{2}$ pct. siden begyndelsen af september og lå medio november på ca. 6,80 pct., hvilket er det laveste siden lavpunktet i begyndelsen af 1994. Spændet til den tyske obliga-

tionsrente er uændret omkring 0,90 pct. Udviklingen i den toneangivende realkreditobligation, 6 pct. 2026, har været parallel til udviklingen i den 10-årige statsobligation.

Faldet i obligationsrenterne medførte en ekstraordinær nedsættelse af mindsterenten fra 6 pct. til 4 pct. for perioden 22. oktober til 31. december 1996. Mindsterenten er den lavest tilladte kuponrente på værdipapirer, som personligt skattepligtige kan erhverve uden at blive beskattet af kursgevinster. Nedsættelsen af mindsterenten åbner derfor mulighed for, at udstede obligationer med en kupon på 4 pct., hvilket et antal indenlandske og udenlandske låntagere allerede har benyttet sig af. Der var frem til midten af november offentliggjort udstedelser for knap 14 mia.kr. På investeringssiden er disse obligationer især interessante for private investorer.

Kreditformidlingen

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til indlændinge fortsætter med at vokse. Det gælder både udlån til private og til erhverv. Udviklingen stemmer godt overens med det generelle konjunkturbillede, hvor både private og erhvervslivet generelt synes at se mere optimistisk på økonomien. Procentuelt har udlånsvæksten været stærkest for pengeinstitutternes udlån til indlændinge i kroner, der i september lå knap 9 pct. over niveauet året før, hvorimod udlånene i valuta til indlændinge har været faldende.

Realkreditinstitutternes udlån udviste speciel stærk vækst i august, hvorefter der var et mindre fald i september, hvilket sandsynligvis kan henføres til lukningen af den meget likvide serie 6 pct. 2026 ved udgangen af august. Der kan blandt låntagerne have været en forventning om, at lån baseret på udstedelser i nye serier ville være dyrere end i 6-26'eren, hvorfor der i en del tilfælde er sket en fremskyndelse af låntagningen.

Det samlede udlån fra herværende enheder af udenlandske pengeinstitutter var i en årrække frem til midten af 1995 relativt konstant på ca. 7 mia.kr. Ved udgangen af september 1996 var udlånet steget til godt 11 mia.kr. Deraf var ca. 6 mia.kr. lån til indlændinge, helt overvejende erhvervsvirksomheder. Til sammenligning er udlånene fra danske pengeinstitutter på godt 500 mia.kr., hvoraf ca. 160 mia.kr. er registreret som udlån fra udenlandske enheder. Omfanget af herværende udenlandske bankers udlån til dansk erhvervsliv er således fortsat beskedent. Udlån til danske virksomheder direkte fra udenlandske bankers enheder i udlandet indgår ikke i ovenstående tal.

Pengemængden vokser fortsat lidt stærkere end væksten i det nominelle bruttonationalprodukt. Den vigtigste modpost til pengemængdevæksten er

pengeinstitutternes udlån. I de seneste måneder har Nationalbankens køb af valuta i markedet trukket i samme retning.

Betalingsbalancens løbende poster

Eksporten eksklusive skibe mv. lå i årets første otte måneder 2 pct. over samme periode i 1995. Den sæsonkorrigerede industrieksport har ligget uændret det seneste år, men de seneste par måneder har der været visse tegn på fornyet fremgang.

Industrieksporten har de seneste år og frem til udgangen af 1995 fulgt udviklingen i industrieksporten i andre europæiske lande, men foreløbige tal tyder på, at den danske industrieksport i begyndelsen af 1996 har tabt terræn i forhold til udlandet. Denne udvikling må bl.a. ses på baggrund af, at de danske lønstigninger nu i nogen tid har ligget over udlandets. Siden begyndelsen af året er den effektive kronekurs dog faldet et par procent, hvilket med en vis forsinkelse vil have en positiv effekt på eksporten.

Den samlede eksportudvikling har i årets første otte måneder sammenholdt med samme periode i 1995 været stærkere end industrieksporten bl.a. på grund af øget eksport af landbrugsprodukter, ligesom energieksporten som følge af øget produktion i den danske del af Nordsøen bidrager til væksten.

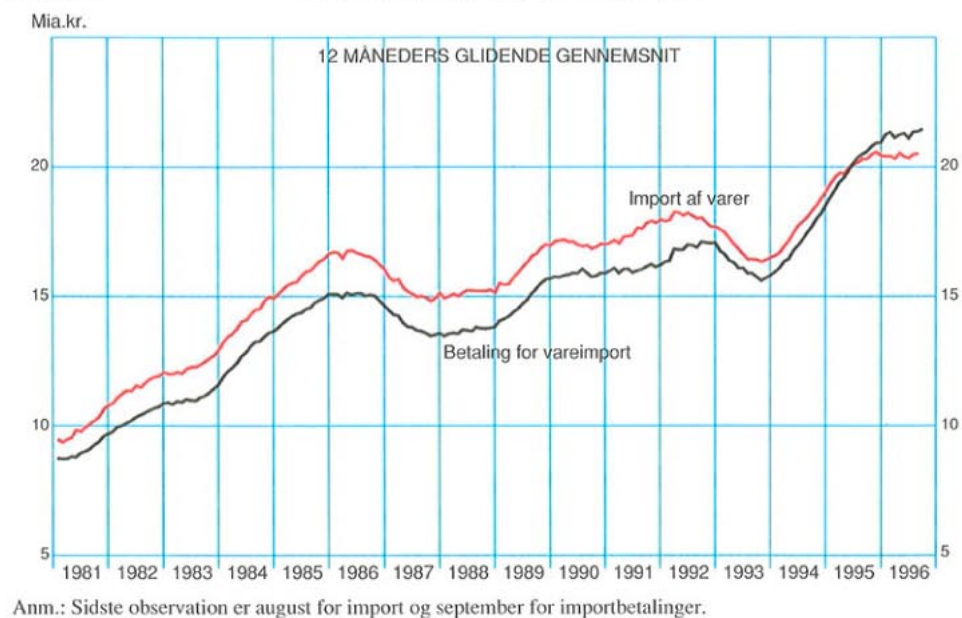
Ved vurdering af væksten i de enkelte hovedvaregrupper skal man være opmærksom på, at ca. 7 pct. af eksporten som følge af ufuldstændige eller manglende indberetninger ikke lader sig fordele på varegrupper. Da denne andel ydermere har været stigende, kan den underliggende vækst i de enkelte varegrupper have været stærkere, end tallene umiddelbart antyder.

Importen eksklusive skibe mv. lå i årets første otte måneder ½ pct. over niveauet i samme periode 1995. Importen af forbrugsvarer inklusive biler er steget i perioden, mens importen til erhvervene er faldet, men med tegn på fremgang i de seneste par måneder i overensstemmelse med det overordnede konjunkturbillede.

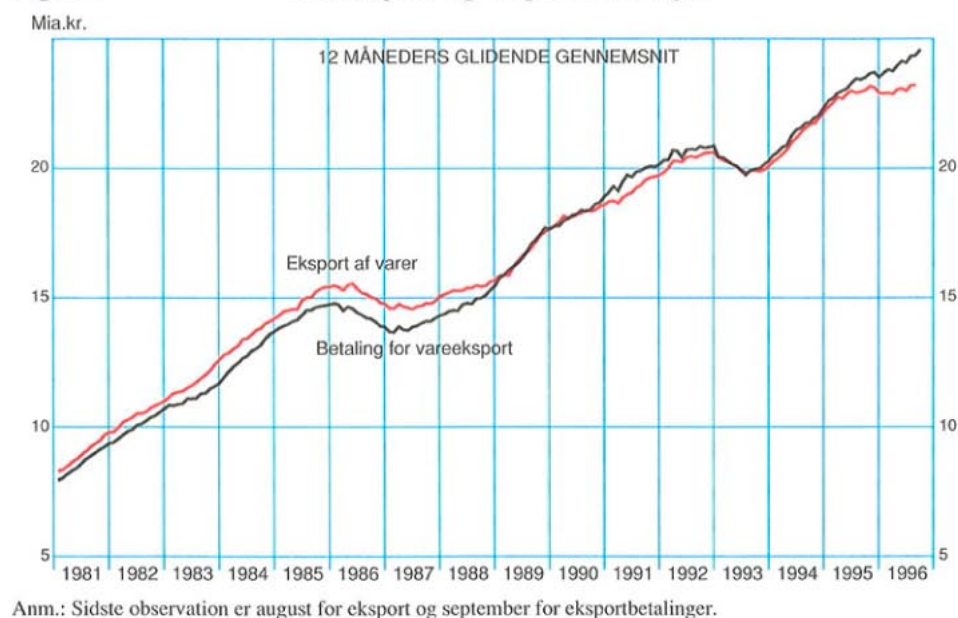
Både eksporten og importen sæsonkorrigeret har udvist betydelig volatilitet fra måned til måned gennem den forløbne del af året, og det samme gælder det sæsonkorrigerede handelsbalanceoverskud. Det gennemsnitlige månedlige overskud i de første otte måneder af 1996 har dog ligget over gennemsnittet for 1995, men uden nogen egentlig trend i overskuddet.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster har i den forløbne del af 1996 stabiliseret sig med tegn på fornyet opgang efter kraftigt fald igennem de to foregående år. Overskuddet var i de første otte måneder af 1996 16 mia.kr., hvilket er knap 1½ mia.kr. over samme periode sidste år. Der

Figur 6 *Vareimport og importbetalinger*



Figur 7 *Vareeksport og eksportbetalinger*



har været stigende overskud i handlen med varer og tjenester, mens renteposten til gengæld er forværret. En del af denne forværring kan tilskrives en stigning i udlændinges beholdning af statsobligationer med termin i marts, hvilket har forskudt rentebetalningernes fordeling over året.

Forbedringen af betalingsbalanceoverskuddet genfindes i Nationalbankens statistik over registrerede betalinger (betalingsstatistikken), hvor forbedringen dog er større, men fra et lavere niveau.

De registrerede betalinger for importerede varer som opgjort i betalingsstatistikken har gennem det seneste år ligget over vareimporten i henhold til udenrigshandelsstatistikken, hvor man ville forvente det omvendte, da importen i udenrigshandelsstatistikken opgøres inklusive fragt- og forsikringsomkostninger mv., jf. figur 6. En lignende forskel som den på import-siden er nu begyndt at vise sig også for eksporten med voksende forskel mellem vareeksport og eksportbetalinger, jf. figur 7. Den øgede diskrepans mellem de forskellige statistikker må betegnes som utilfredsstillende, men undersøgelser af forholdene har indtil nu ikke løst problemerne.

Aktivitetsudviklingen

De foreløbige nationalregnskabstal for 2. kvartal 1996 viser fornyet opgang i væksten, og meget tyder nu på, at den såkaldte vækstpause er ovre.

Bruttonationalproduktet i faste priser voksede kraftigt fra 2. kvartal 1993 og frem til slutningen af 1994, primært trukket af en stærk stigning i det private forbrug. I løbet af 1995 skete der en afdæmpning af væksten, jf. figur 8. Vækstnedgangen - eller vækstpausen - har dog været mindre i Danmark end i mange af vore nabolande, og væksten i BNP og indenlandsk efterspørgsel herhjemme har ligget over væksten i de fleste europæiske lande gennem de seneste år.

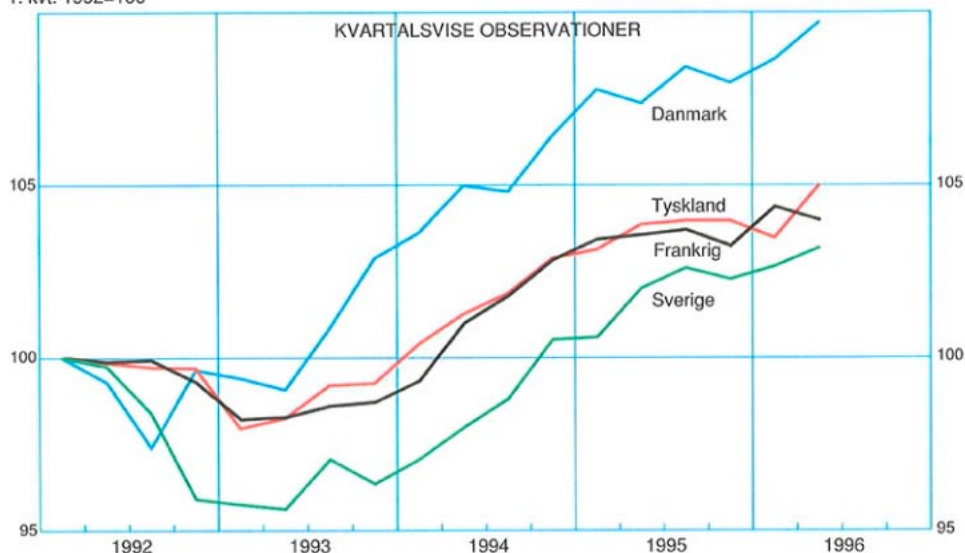
BNP i faste priser var i 2. kvartal 1996 1 pct. over 1. kvartal 1996 og 2¼ pct. over niveauet i samme periode et år før. Væksten er kendetegnet ved at være bredt funderet med opgang i alle efterspørgslens underkomponenter undtagen lagerinvesteringerne. En kraftig lagernedbygning i første halvdel af indeværende år har modsvaret sidste års opbygning, og lagerinvesteringerne har dermed modereret udsvingene i vækstraterne over konjunkturcyklen.

Væksten har været kraftigst for de faste investeringer. Det er især anlægsinvesteringerne, der er steget betydeligt, hvorimod væksten i materielinvesteringerne har været noget svagere.

Set i et længere perspektiv ligger bruttoinvesteringerne målt som andel af bruttofaktorindkomsten på et forholdsvis lavt niveau, jf. figur 9. Faldet

Figur 8 *Bruttonationalprodukt i faste priser*

1. kvrt. 1992=100



Kilde: Nationale statistikmyndigheder.

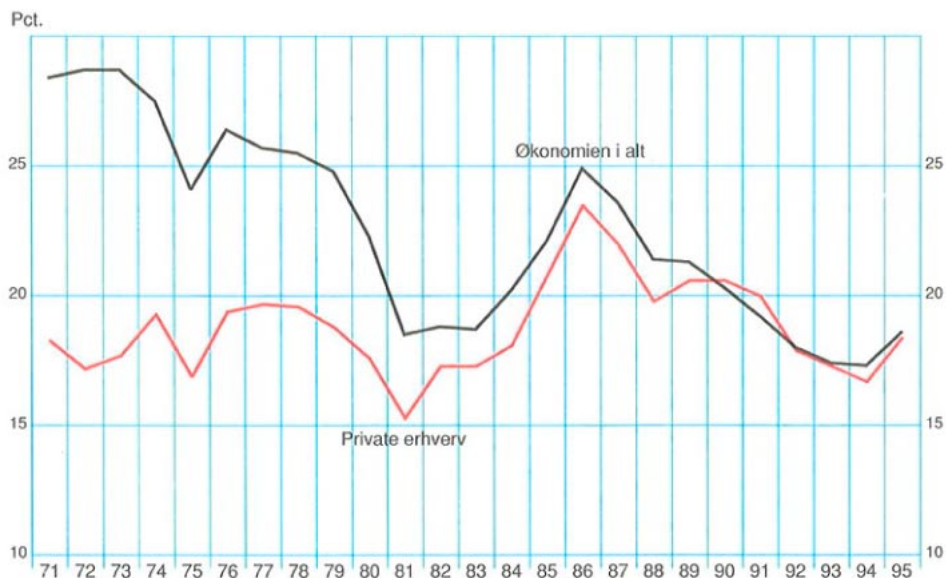
kan dog hovedsagelig tilskrives et fald i boliginvesteringerne. Niveauet for de danske erhvervsinvesteringer, der er afgørende for den fremtidige vækst, ligger ikke specielt lavt hverken historisk eller i sammenligning med andre lande. Nettoinvesteringerne, der opgøres ved at fratrække et skønsmæssigt afslag for afskrivningerne, har i 1990'erne været negative for boliger og erhvervmæssige bygninger og anlæg, men positive for maskiner og transportmidler. Opgørelsen af nettoinvesteringer er forbundet med større usikkerhed end opgørelsen af bruttoinvesteringer og skal derfor tolkes med varsomhed. De beskedne nettoinvesteringer har under alle omstændigheder ikke været til hinder for en forsat økonomisk vækst.

Privatforbruget er vokset forholdsvis jævnt gennem 1995 og første halvdel af 1996 med en gennemsnitlig år-til-år stigning på godt 2 pct. Der har endvidere været pæn vækst i det offentlige forbrug i 2. kvartal 1996 i takt med et øget antal offentligt ansatte.

Udenrigshandelen bidrog også positivt til væksten i 2. kvartal, idet eksporten er steget noget kraftigere end importen. Fremgangen i eksporten skyldes navnlig en stigning i eksporten af tjenester, specielt inden for søfart.

Fremadrettet tyder de fleste indikatorer på, at væksten er forsat ind i andet halvår. Vurderingen understøttes af de betydelige formuegevinster, der er kommet bolig- og aktieejere til del over de seneste år.

Figur 9 *Investeringer i procent af bruttofaktorindkomst*



Kontantpriserne på ejerboliger har været stigende siden midten af 1993. Nominelt ligger kontantpriserne nu over niveauet fra midten af 1980'erne, mens de reelt stadig er lavere. Udviklingen har stimuleret byggeriet af ejerboliger, der er på vej op, men fra et lavt niveau. Stigende kontantpriser fremmer ligeledes det private forbrug.

Aktiekurserne har under et været stigende det seneste halvandet års tid, jf. figur 10, og nåede i efteråret 1996 op på et historisk højt niveau. Stigningen afspejler forventninger i markedet om fortsat god indtjening i de børsnoterede selskaber efter de pæne regnskabsresultater sidste år. Stigende aktiekurser kan lette investeringer i ny produktionskapacitet, ligesom det øger aktieejernes formue, men da mange aktier ligger i pensionskasser, livsforsikringsselskaber og lignende, er effekten af stigende aktiekurser på det samlede private forbrug formentlig beskeden.

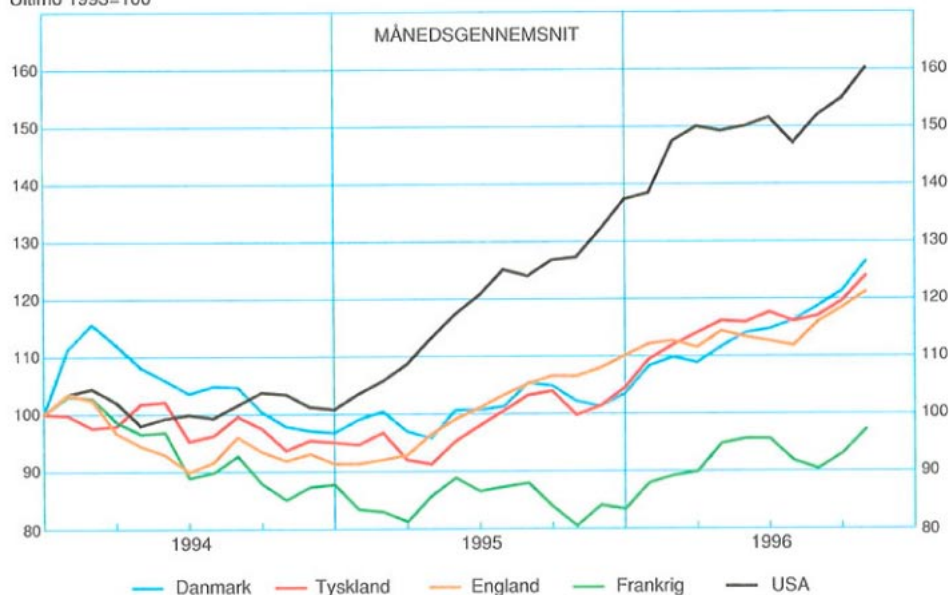
Som figur 10 viser, er stigningen i aktiekursindekset ikke noget isoleret dansk fænomen, og specielt i USA har udviklingen været markant de seneste par år.

Den sæsonkorrigerede beskæftigelse opgjort på basis af ATP-indbetalinger er fra lavpunktet i begyndelsen af 1994 og frem til 3. kvartal 1996 vokset med knap 90.000 fuldtidsstillinger. Hovedparten af fremgangen er sket inden for den private sektor, dog med stærkere vækst i den offentlige be-

Figur 10

Aktiekursindeks

Ultimo 1993=100



skæftigelse mod slutningen af perioden. Det er desuden bemærkelsesværdigt, at beskæftigelsen i industrien har været svagt faldende det seneste år.

Den registrerede ledighed er fortsat faldende og var i september 8,4 pct. Faldet i ungdomsarbejdsløsheden har været særlig stærk. På baggrund af den forventede opgang i økonomien vil faldet i ledigheden nok fortsætte en tid endnu, men i langsommere tempo end hidtil bl.a. på grund af stop for tilgangen til overgangsydelse for langtidsledige over 50 år og nedsættelse af ydelsen under forældreorlov.

De offentlige finanser har udviklet sig bedre end forventet i den forløbne del af året hovedsageligt som følge af stigende provenu fra personskatterne. Med de foreliggende vækstudsigter for dansk og udenlandsk økonomi er det realistisk at få balance på budgettet i 1997.

Pris- og lønudviklingen

Årsstigningstakten i forbrugerpriserne var i 3. kvartal en anelse over niveauet i årets første halvdel. En væsentlig del af opgangen skyldes dog, at priserne under sommerudsalget i år ikke blev sat så meget ned, som tilfældet var sidste år, hvor prisfaldet var usædvanligt stort. En prisstigningstakt i 3. kvartal på 2,3 pct. målt år-over-år må betegnes som rolig, men stigningstakten har gennem hele 1996 ligget over stigningstakten i de tyske

Udviklingen i nettopriserne

	Nettoprisindeks	Energi	Import	Indenlandske priser				
				I alt	Fødevarer	Husleje	Offentlige ydelser	Andre faktorer
	Vægte							
	1,000	0,088	0,137	0,775	0,165	0,228	0,069	0,312
	Vækst i forhold til året før, procent							
1990	3,1	4,8	2,6	3,0	1,0	4,0	2,5	3,8
1991	2,6	1,6	2,7	2,7	0,5	3,4	4,4	3,1
1992	2,1	- 3,8	2,5	2,5	1,8	2,0	2,9	3,2
1993	1,4	- 0,9	- 0,0	1,9	- 0,2	2,1	1,7	2,7
1994	1,6	- 3,1	2,1	2,0	3,0	1,6	2,4	1,6
1995	1,9	- 2,5	2,5	2,2	3,1	1,8	2,5	2,0
1994 1. kv.	1,3	- 2,2	1,2	1,7	1,2	1,7	1,5	1,9
2. -	1,6	- 1,5	2,2	1,7	2,4	1,6	1,6	1,5
3. -	1,8	- 3,9	2,3	2,1	4,1	1,5	3,3	1,4
4. -	1,9	- 4,6	2,6	2,3	4,2	1,8	3,2	1,5
1995 1. kv.	2,2	- 2,8	2,7	2,5	4,5	2,0	3,2	1,8
2. -	2,1	- 3,1	2,9	2,4	3,9	1,9	3,0	2,0
3. -	1,7	- 2,9	2,6	1,9	2,4	1,8	2,0	1,7
4. -	1,7	- 1,0	1,8	1,9	1,7	1,6	1,8	2,3
1996 1. kv.	1,7	4,1	0,8	1,6	1,1	1,4	1,9	1,8
2. -	1,8	5,9	0,1	1,8	1,2	1,4	1,5	2,4
3. -	2,1	7,0	-0,2	2,1	2,1	1,4	0,4	3,0

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

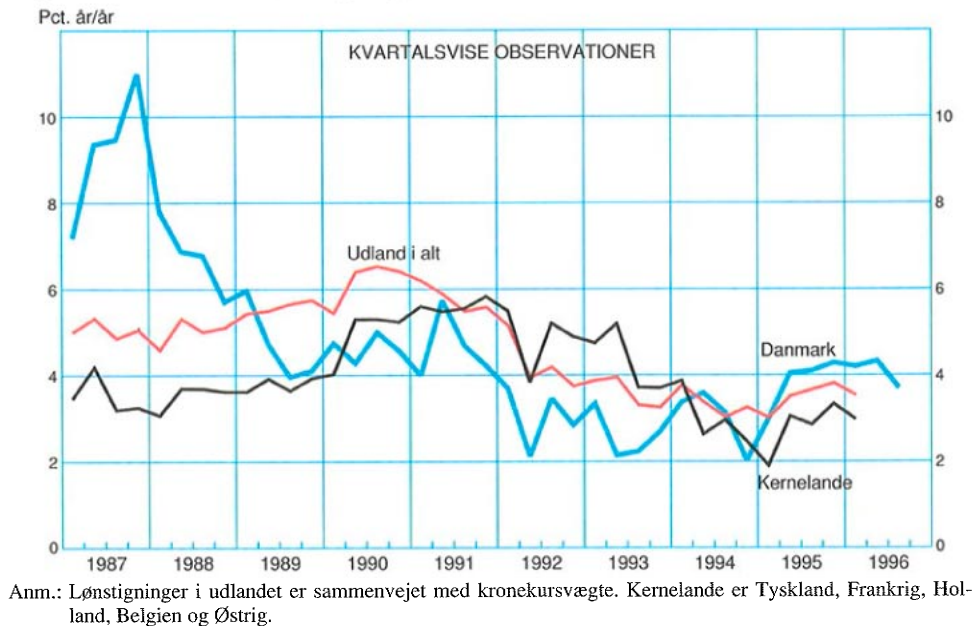
forbrugerpriser, og forskellen er blevet større i perioden. Inflationen i de andre kernelande ligger også under den danske.

Nettopriserne, dvs. forbrugerpriserne fraregnet indirekte skatter og afgifter og tillagt pristilskud, steg 2,1 pct. i 3. kvartal målt år-over-år, hvilket også er en opgang i forhold til første del af året. Nettoprisernes stignings-takt er en smule lavere end forbrugerprisernes bl.a. som følge af den løbende forhøjelse af de grønne afgifter, som var en del af skattereformen, der trådte i kraft pr. 1. januar 1994.

Af tabellen med dekomponering af nettoprisindekset ses, at energipriserne er steget kraftigt i den forløbne del af året. Dette afspejler først og fremmest en markant opgang i råolieprisen, der er steget fra 16 dollar pr. tønde (brent) i efteråret 1995 til omkring 23 dollar pr. tønde midt i november i år.

Importprisindekset har ligget stort set fladt over det seneste år.

Figur 11 *Lønstigninger i Danmark og udlandet*

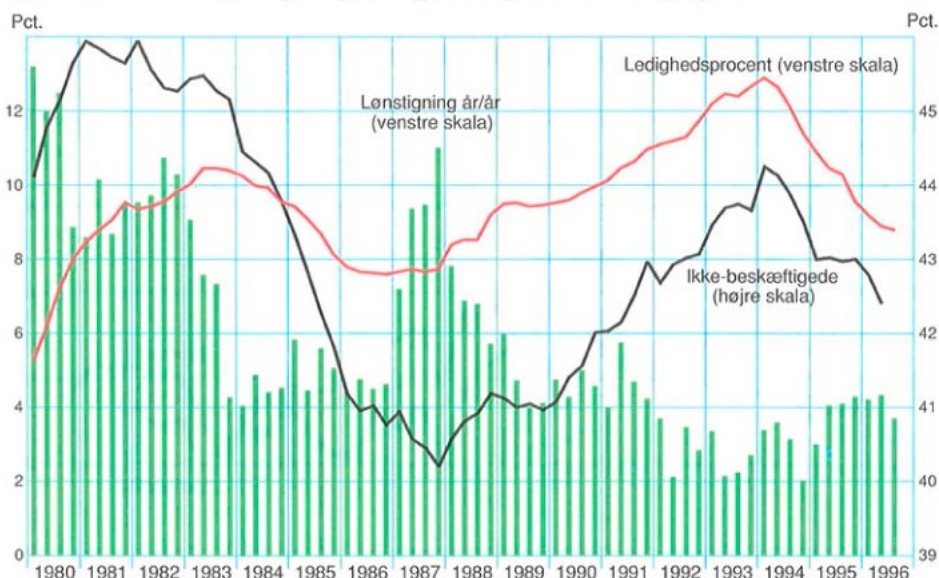


Årsstigningstakten for størrelsen "Andre faktorer" i tabellen, der kan opfattes som et tilnærmet mål for den indenlandske markedsbestemte inflation, er steget de seneste kvartaler til 3,0 pct. i 3. kvartal, hvilket er det højeste niveau gennem de seneste 3 år. Det er dog helt normalt, at stigningstakten for "Andre faktorer", der har et relativt stort indhold af tjenesteydelser, overstiger stigningstakten i nettoprisindekset. Heller ikke opgangen i størrelsen "Andre faktorer" stigningstakt skal overdrives. En del af forklaringen er, som omtalt tidligere, den mindre udsalgseffekt i år i forhold til sidste år. Desuden bevirker træghed i prisdannelsen, at stagnerende importpriser i første omgang tenderer at slå ud i øgede avancer, som så først efterfølgende konkurreres ned på et mere normalt niveau.

De danske lønstigninger for arbejdere i industrien lå i en årrække under stigningstakten i udlandet, men i begyndelsen af 1995 skete der et skift, således at lønstigningerne herhjemme kom op over et sammenvejet udtryk for lønstigningen hos vore samhandelspartnere og i særdeleshed over stigningen i de øvrige kernelande, jf. figur 11. Tallene for 3. kvartal 1996 viser en vis afdæmpning af den danske lønstigningstakt ikke bare inden for industrien men også i andre sektorer.

Niveauet for den danske lønstigningstakt de sidste par år sammenholdt med det stærke fald i arbejdsløsheden gør det relevant at søge at vurdere

Figur 12 *Lønstigning, ledighed og ikke-beskæftigede*



Anm.: Ikke-beskæftigede er opgjort som den del af befolkningen i alderen 15-74 år, som ikke er beskæftigede som lønmodtagere. Ledighedsprocent er ledige som andel af arbejdsstyrken.

niveauet for den strukturelle ledighed. Hermed menes den ledighed, der netop sikrer, at lønudviklingen ikke tager til. Sidst dette skete var i 1987, hvor lønstigningstakten nåede op omkring 10 pct. år-over-år, og den nuværende ledighedsprocent ligger ikke meget over niveauet dengang. En række ordninger som fx overgangsydelse, orlovsordninger mv. har imidlertid gjort, at tallene for arbejdsløshedsprocenten ikke er helt sammenlignelige bagud i tid. Som et alternativt mål for hvor stramt arbejdsmarkedet er, ses i figur 12 på den del af befolkningen, som ikke er beskæftiget som lønmodtagere. Vurderet herudfra forekommer arbejdsmarkedet mindre stramt, end arbejdsløshedsprocenten antyder, og dermed også mindre stramt end midt i 1980'erne.

Den strukturelle ledighed er i dag antageligt lavere end tidligere bl.a. som følge af en mere aktiv arbejdsmarkedspolitik de seneste år, men noget præcist skøn for det aktuelle niveau er vanskeligt at lave. Det synes dog nogenlunde sikkert at konkludere, at der er en række udviklingstræk i økonomien, herunder eksempler på lokale flaskehalsproblemer inden for visse sektorer, som gør, at lønudviklingen i den nærmeste fremtid bør følges med skærpet opmærksomhed.

Valutasamarbejde i 3. fase af ØMU

På det uformelle møde i rådet af EU's økonomi- og finansministre (ECOFIN) i Dublin den 20.-21. september blev der opnået en politisk enighed mellem ministrene og centralbankcheferne om de overordnede retningslinjer for valutasamarbejdet mellem den fælles valuta, euro, og valutaerne i de lande, der ikke deltager i den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) ved indledningen af 3. fase af ØMU.

Det vil i 3. fase af ØMU være ønskeligt med en høj grad af valutastabilitet mellem de EU-lande, som deltager, og de lande, som står udenfor, ikke mindst af hensyn til det indre marked. Til det formål er et formaliseret valutasamarbejde hensigtsmæssigt. Endvidere forudsætter Maastricht-Traktaten et valutasamarbejde mellem de lande, som deltager i ØMU og de andre EU-lande, idet deltagelse i valutamekanismen i EMS i mindst to år - uden devalueringer over for andre medlemsstaters valutaer og med overholdelse af normale udsvingsbånd - er et af kriterierne for at kunne indgå i ØMU (det såkaldte valutakonvergenskriterium). Endelig kan deltagelse i et valutasamarbejde i sig selv skabe en ydre ramme for en stabil økonomisk politik og udvikling.

EMI-rådet har med baggrund i mødet i Dublin færdiggjort sin rapport om det fremtidige valutasamarbejde. Af rapporten fremgår det, at det nye arrangement på nogle områder vil ligne det "gamle EMS" - og derfor er blevet kaldt EMS-II - men den tekniske opbygning vil imidlertid være anderledes.

I det "gamle EMS" er der fastlagt centralkurser (pariteter) og udsvingsbånd mellem alle de deltagende valutaer, der derved indbyrdes er forbundet i et såkaldt paritetsgitter.

Det nye valutasamarbejde vil derimod blive centreret om euro, idet det opbygges som et såkaldt "hub-and-spokes"-system, et begreb, der er hentet fra luftfarten. Den oprindelige betydning er hjulnav og eger, hvor euro vil blive hjulnavet.

Der fastlægges således alene centralkurser og udsvingsbånd mellem euro og valutaerne i de enkelte lande uden for ØMU. Den overordnede ramme vil være et relativt bredt udsvingsbånd, sandsynligvis en fortsættelse af det nuværende bånd på +/- 15 pct.

Når der er valgt en ny model for valutasamarbejdet i 3. fase, skyldes det, at der foreligger en ny situation. Euro vil blive den dominerende valuta i

Europa og således fylde endnu mere, end D-mark i dag fylder i EMS-samarbejdet. Tilpasning af den økonomiske politik med henblik på at sikre stabilitet i forhold til euro vil primært påhvile landene udenfor. Euro vil derfor naturligt være kernen eller ankeret i samarbejdet, og dermed den valuta, som valutaerne i de lande, der ikke deltager i ØMU, skal defineres i forhold til.

Der vil ikke - som i det nuværende EMS - være særskilte begrænsninger på udsvingene mellem de udenforstående valutaer indbyrdes. Men når udsvingene i forhold til euro er begrænsede, vil også udsvingene mellem disse valutaer indbyrdes begrænses. Landene uden for ØMU vil desuden indbyrdes kunne indgå bilaterale aftaler om snævrere udsvingsgrænser og interventionsarrangementer med henblik på at begrænse udsvingene mellem deres valutaer.

Fra dansk side lægges der særlig vægt på, at der er opnået enighed om, at det inden for det generelle brede udsvingsbånd i det nye arrangement vil være muligt for et land at indgå aftale om en snævrere valutatilknytning til euroen, betinget af konvergenssituationen. Der er dermed opnået politisk tilslutning til, at der skal være mulighed for, at Danmark kan få en særaftale om et smallere udsvingsbånd over for euro.

Der er enighed om, at sådanne snævrere aftaler ikke må udvikle sig til et supplerende adgangskriterium for deltagelse i tredje fase og derved resultere i en stramning af valutakonvergenskriteriet. Der skal gælde samme adgangskrav for de lande, der deltager fra starten af tredje fase, og de lande, der først senere vil kvalificere sig.

Også i det nye valutasamarbejde vil der være automatisk og ubegrænset interventionsforpligtelse med tilhørende kreditfaciliteter, hvis udsvingsgrænserne nås. ECB kan dog suspendere interventionsforpligtelsen, hvis den skaber problemer for pengepolitikken og dermed for den primære målsætning om prisstabilitet.

Muligheden for koordineret intervention før interventionsgrænsen nås, såkaldt intramarginal intervention, bevares ligeledes fra EMS.

Deltagelse i det fremtidige valutasamarbejde bliver frivillig, men de lande, som ikke deltager i ØMU, forventes at deltage, når de har opnået en tilstrækkelig grad af konvergens.

Stats- og regeringscheferne vil i Det Europæiske Råd træffe beslutning om de overordnede rammer for det fremtidige valutasamarbejde mellem euro og valutaerne i de lande, der ikke deltager i ØMU.

IMF's datapubliceringsstandard

v/Jesper Wormstrup, Statistisk Kontor

Indledning

I foråret 1996 blev der i IMF-regi etableret en international standard for publicering af økonomisk statistik, den såkaldte Special Data Dissemination Standard (SDDS). Denne standard stiller visse krav til deltagerlandenes statistiske praksis og indebærer desuden en forpligtelse til at levere oplysninger om statistikproduktionen til IMF's informationsdatabase, som er tilknyttet Internettet. Et lands tilslutning til standarden sker på frivillig basis, og medio november 1996 havde 38 IMF-medlemslande - herunder Danmark - tilsluttet sig. I IMF-regi arbejdes der pt. på at udarbejde en mindre krævende statistikstandard (General Data Dissemination Standard), som alle medlemslande skal opfylde.

Baggrunden for etableringen af SDDS var den uro på de internationale finansielle markeder, som fulgte i kølvandet på Mexico-krisen i slutningen af 1994. Formålet med initiativet er at give de finansielle markedsdeltagere og økonomiske beslutningstagere bedre information i form af aktuel og dækkende statistik.

Standarden dækker 5 hovedgrupper af statistik, som igen er inddelt i 17 kategorier:

- | | |
|-------------------|--|
| Real sektor: | <ul style="list-style-type: none"> - Nationalregnskab - Produktionsindeks - Arbejdsmarkedet - Prisindeks |
| Offentlig sektor: | <ul style="list-style-type: none"> - Offentlige finanser - Statsfinanser - Statsgæld |
| Finansiel sektor: | <ul style="list-style-type: none"> - Bank- og realkreditinstitutter - Centralbanken - Renter - Aktiemarkedet |

- Udenrigsøkonomi: - Betalingsbalance
 - Valutareserver
 - Udenrigshandel
 - Kapitalbalancen over for udlandet
 (udlandsgæld)
 - Valutakurser
- Befolkning: - Befolkningstallet

Standardens krav

Med Danmarks tilslutning til standarden har Danmarks Statistik og Nationalbanken forpligtet sig til inden udgangen af 1998 at overholde standardens krav vedrørende:

Dækning, hyppighed og frist for offentliggørelse

For hver statistikkategori er det nøje specificeret hvilke økonomiske størrelser, der som minimum skal fremgå af statistikken. Kravene om hyppighed og frist for offentliggørelse afhænger af statistikkategorien.

Tilgængelighed

For at sikre at alle brugere har samme adgang til data, kræver standarden "samtidig udgivelse" til alle markedsdeltagere. Endvidere skal der med jævne mellemrum offentliggøres en kalender over kommende statistiske offentliggørelser. Denne udgivelseskalendar lægger IMF ud på Internettet i den tidligere nævnte informationsdatabase.

Integritet

For at øge åbenheden om og objektiviteten i statistikudarbejdelsen, foreskriver standarden, at der for hver statistikkategori skal oplyses om de betingelser, som statistikken bliver produceret og udgivet under. Endvidere skal det oplyses, hvorvidt offentlige myndigheder har adgang til data før offentliggørelsen, og hvorvidt eventuelle kommentarer fra offentlige myndigheder knyttes til data. Endelig skal praksis og grundlag for revision af tallene beskrives, ligesom det skal oplyses, hvordan metodeændringer varsles. Også disse oplysninger fremgår af informationsdatabasen.

Internet

IMF's informationsdatabase, der blev åbnet for offentligheden i september 1996, giver brugerne mulighed for på en nem måde at skaffe sig information om deltagerlandenes statistikproduktion. Selve dataserierne lagres ikke i denne informationsdatabase, men den anviser, hvor man kan henvende sig for at få adgang til de statistiske publikationer og databaser, hvori de forefindes¹⁾. Som nævnt ovenfor kan man i IMF's informationsdatabase finde en kalender over de kommende statistikudgivelser, og desuden er der en beskrivelse af de punkter, hvor deltagerlandet endnu ikke opfylder standardens krav. Sidstnævnte side viser også deltagerlandets plan for at bringe sig i overensstemmelse med standarden inden overgangsperiodens udløb ved udgangen af 1998.

Ud over disse oplysninger giver informationsdatabasen naturligvis også IMF og brugerne et grundlag for til stadighed at kontrollere, at standarden rent faktisk opfyldes.

Konsekvenser i Danmark

For Danmarks vedkommende har det kunnet konstateres, at den hidtidige statistiske praksis ikke ligger særlig langt fra kravene i SDDS. På de punkter, hvor Danmark endnu ikke er i overensstemmelse med standarden, må det vurderes, at opfyldelse heraf inden udgangen af 1998 vil være forholdsvis uproblematisk.

En række modifikationer i den hidtidige praksis vil dog som følge af tilslutningen til SDDS blive gennemført i løbet af overgangsperioden. For de dataområder, hvor Nationalbanken er dataansvarlig, bliver de væsentligste ændringer:

- månedsserier med statens ind- og udbetalinger vil blive offentliggjort hver måned. Hidtil er disse månedsserier kun blevet udgivet hvert kvartal,
- månedsserier for finansieringen af statens finansieringsbehov opdelt på banker og "andre" vil blive offentliggjort hver måned. Hidtil er disse månedsserier kun blevet udgivet én gang om året (kvartalsserier er dog blevet offentliggjort hvert kvartal),

¹⁾ Nogle lande offentliggør deres statistikproduktion i databaser på Internettet, og IMF arbejder p.t. med muligheden for at oprette såkaldte "hyperlinks", hvorved en bruger kan "klikke" sig direkte fra IMF's informationsdatabase til de nationale statistikdatabaser. Internetadressen for IMF's informationsdatabase er: <http://dsbb.imf.org>.

- serier for statsgælden opdelt på valutaer vil blive offentliggjort på kvartals- eller månedsbasis. Hidtil er kun årsserier blevet offentliggjort,
- månedsserier for pengemængden vil blive offentliggjort hver måned og ikke som hidtil kun hvert kvartal.

Med baggrund i de tillempninger som tilslutningen til SDDS vil medføre, tillige med de ændringer i den finansielle statistik som EMI's juli-96 statistikpakke vil give anledning til¹⁾, overvejer Nationalbankens statistiske kontor en udvidelse af sin publikationspraksis.

Interesserede kan ved henvendelse til Nationalbankens bibliotek på tlf. 33 63 60 40 rekvirere materiale med yderligere information om SDDS.

¹⁾ Se artiklen "Kommende EU-statistikker på det finansielle område" i Kvartalsoversigten, august 1996.

Pengepolitisk strategi i 3. fase af ØMU

v/Christian Thygesen, Økonomisk Afdeling

Indledning

I 3. fase af den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) vil de deltagende lande få fælles valuta og dermed fælles pengepolitik. Forberedelserne til den fælles pengepolitik varetages af det Europæiske Monetære Institut (EMI), som er forløberen for den kommende Europæiske Centralbank (ECB).

Ifølge Maastricht-traktaten er hovedmålet med ECB at fastholde prisstabilitet. Traktaten siger endvidere, at ECB skal anvende markedsorienterede midler til styring af pengeforholdene.

Inden for denne overordnede ramme er forberedelserne af den fælles pengepolitik blevet delt i to elementer. Det ene er den konkrete udformning af instrumenterne til styring af den korte rente, der af de fleste centralbanker i de industrialiserede lande i de senere år er blevet anset for det centrale, om ikke det eneste, pengepolitiske styringsmiddel til centralbankens disposition. Det andet element er valget af en strategi, der skal binde anvendelsen af instrumenter sammen med den overordnede målsætning.

På denne baggrund har arbejdet koncentreret sig om to strategier, nemlig en målsætning for udviklingen af pengemængden og mål for prisstignings-takten¹⁾. Den tredje strategi, som anvendes i flere EU lande, fastkurspolitik, er ikke med i overvejelserne. Gennem fastkurspolitik kan små lande hægte sig på store landes stabilitetsmålsætning, men strategien anses ikke for relevant for et stort valutaområde.

Der har været enighed om, at sammenhængen mellem instrumenter og strategi er så svag, at forberedelserne kan betragtes som to uafhængige processer, selv om enkelte centralbanker tillægger et bestemt instrument, reservekrav, betydning for styring af pengemængden. Udformningen af instrumenter og strategi er således foregået adskilt. I kvartalsoversigten fra februar 1996 er arbejdet med de pengepolitiske instrumenter beskrevet²⁾.

¹⁾ For en nærmere definition af disse to strategier se boks.

²⁾ Hugo Frey Jensen, De pengepolitiske instrumenter i fase III af Den Økonomisk og Monetære Union, jf. Kvartalsoversigten, februar 1996.

Denne artikel beskriver forberedelserne af den pengepolitiske strategi i 3. fase.

Strategier

Centralbanker kan ikke kontrollere det endelige mål, prisudviklingen, direkte, men står overfor en kompliceret transmissionsproces med lange og variable tidsforskydninger mellem gennemførelsen af pengepolitiske foranstaltninger og virkningen på økonomien, herunder priseniveauet. På denne baggrund har en pengepolitisk strategi ofte to aspekter: Det første er den interne beslutningsproces, den anden præsentationen af pengepolitikken til offentligheden. Hvad angår den første, vil centralbanken altid - uanset hvilken strategi den har besluttet sig for - se på et stort antal indikatorer, inden den træffer en afgørelse, om end den vægt, den enkelte indikator bliver tildelt, kan variere fra centralbank til centralbank. Hvad angår det andet aspekt, vil behovet for troværdighed og konsistens i beslutningsprocessen kræve, at centralbanken etablerer en klar ramme, inden for hvilken den anvender sine pengepolitiske instrumenter for at opnå sit endelige mål.

Et væsentligt formål med en strategi er således kommunikation med offentligheden. En klart formuleret og offentligt kendt strategi bidrager til, at centralbanken kan stå til ansvar for den førte pengepolitik. Offentliggørelsen øger gennemsigtigheden af den pengepolitiske beslutningsproces i og med, at den førte pengepolitik begrundes i den offentligt kendte strategi. Dette reducerer ikke centralbankens handlefrihed uhensigtsmæssigt, men medfører, at overskrides tærskelværdierne, må centralbanken søge at styre udviklingen tilbage på rette spor eller forklare, hvorfor den givne overskridelse ikke forventes at bringe den endelige målsætning i fare.

Større økonomier har typisk valgt interne målsætninger, som vækst i pengemængden eller pristigningstakten. For mindre økonomier, som er mere afhængige af internationale forhold, kan det være naturligt at vælge valutakursen over for en enkelt eller flere valutaer som anker. Enkelte lande har valgt ikke at anvende og offentliggøre en strategi. I stedet baserer de sig på en løbende analyse af den økonomiske udvikling og det mandat, de har i lovgivningen.

I det konkrete tilfælde med ECB står man i den specielle situation, at der ikke er nogen historie at bygge på, da ECB er en ny institution. For at reducere usikkerheden omkring handlingsmønstre har der blandt EU centralbankerne været enighed om, at det vil være en fordel, at ECB formulerer en klar strategi, der i vid udstrækning bygger på kendte elementer af de nuværende centralbankers strategi.

Valg af strategi

Det forberedende arbejde har som sagt drejet sig om valget mellem en pengemængdestrategi og en direkte inflationsstrategi. Til fordel for pengemængdemålsætningen er det anført, at ved at lægge særlig vægt på pengemængdeudviklingen synliggøres ECBs særlige ansvar for den monetære udvikling og dermed for den del af inflationen, som kan henføres hertil. Endvidere vil der være et større fælleselement i pengemængden, der ikke kan opgøres meningsfyldt i de enkelte lande i den monetære union, hvorimod der sandsynligvis fortsat vil være stor bevågenhed om inflationsudviklingen i de enkelte lande.

I forlængelse heraf tillægges det stor betydning, at pengemængdestrategi skaber kontinuitet mellem Den Tyske Forbundsbanks nuværende strategi og den strategi, som ECB vil komme til at forfølge. Dermed skulle ECB gerne, på trods af at den starter uden nogen forhistorie, fra starten nyde godt af noget af den troværdighed i inflationsbekæmpelse, som Tysklands centralbank har opnået i dag.

Det kan dog samtidig anføres, at for at en pengemængdestrategi kan være effektiv, så kræves for det første, at pengemængden kan styres, for det andet, at pengeefterspørgslen er nogenlunde stabil, og for det tredje, at pengemængdevæksten på forudsigelig vis påvirker prisstigningstakten. Netop i en overgangsfase er det muligt, at disse sammenhænge midlertidigt vil være ustabile, hvilket kan vanskeliggøre en pengemængdestrategi.

Empiriske studier tyder dog samtidigt på, at en fælleseuropæisk pengeefterspørgselsfunktion vil være mere stabil end de nuværende nationale efterspørgselsfunktioner. Dette skyldes bl.a. kapitalbevægelserne mellem ØMU-landene indbyrdes, som kan gøre nationale pengemængder mere volatile. Disse kapitalstrømme forsvinder med ØMU, hvorfor den samlede pengemængde for landene i ØMU alt andet lige vil blive mere stabil.

Til fordel for en direkte inflationsmålsætning taler, at den gør ECBs ansvar for inflationen så eksplicit som muligt, og derved kæder strategi og målsætning tæt sammen. En tæt sammenhæng kan dog være problematisk i den forstand, at ECB under en direkte inflationsstrategi kan komme under pres for at handle på midlertidige udsving i inflationen, hvilket vil gøre det svært at fastholde det mellemfristede mål i pengepolitikken. Et andet problem er som nævnt, at inflationsmål lægger op til en national tankegang. I den forbindelse kan det nævnes, at der fortsat vil være forskelle på vægte-
ne til de enkelte varer mv. i de nationale forbrugerprisindeks, såfremt for-

Boks

Pengemængdestrategi og direkte inflationsstrategi

I det følgende gives to simple eksempler på henholdsvis pengemængdestrategi og en direkte inflationsstrategi. Eksemplerne søger ikke at illustrere virkeligheden, men at give et stiliseret indblik i forskellen mellem strategierne. Begge strategier forudsætter, at der er en kendt sammenhæng mellem prisudviklingen og den førte pengepolitik.

En pengemængdestrategi sigter på at styre inflationen gennem kontrol med pengemængdevæksten. Dette baseres på en formodet sammenhæng mellem priser og pengemængde. Udgangspunktet er den såkaldte kvantitetsligning

$$M \cdot v = p \cdot Y$$

hvor M er pengemængden, v omløbshastigheden, p prisniveauet og Y reelt BNP. Ifølge kvantitetsligningen kan man styre prisudviklingen ved at styre pengemængdevæksten, hvis man med nogen sikkerhed kan forudsige omløbshastigheden og væksten i BNP.

Antages en konstant omløbshastighed og en realvækst på normalt 3 pct., så skal pengemængden vokse med 3 til 5 pct. for at prisudviklingen kan holdes i et bånd på 0 til 2 pct. Dette vil for perioden give en målzone, inden for hvilken pengemængden gerne skulle ligge, jf. figur 1, som illustrerer et tænkt eksempel på pengemængdestyring. Udviklingen plottes ind, og kommer den uden for målzonen, vil centralbanken reagere, medmindre den skønner, at den observerede udvikling ikke giver grund til bekymring for fremtidig stigende inflation. Dette kan eksempelvis skyldes, at omløbshastigheden har ændret sig.

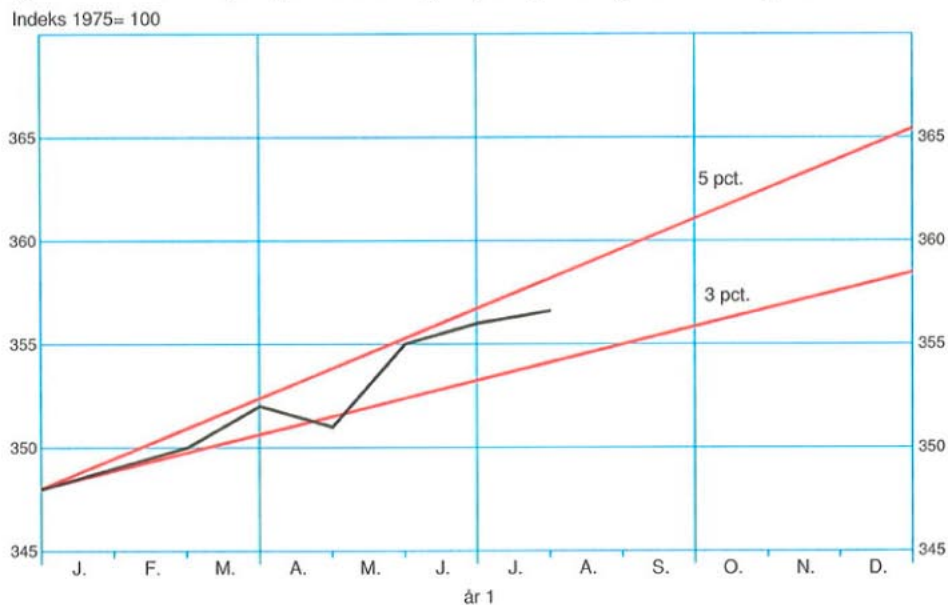
Det er alment antaget, at der er træghed i transmissionsprocessen. Dette illustreres ikke af kvantitetsligningen som sådan, men er baseret på en vurdering af, at pengemængden har en indikatorværdi i og med, at den reagerer før inflationen.

En direkte inflationsstrategi springer sammenhængen mellem pengemængde og prisudvikling over og ser direkte på den forventede inflation. Inflationen anses igen for at blive påvirket ganske langsomt af de pengepolitiske instrumenter. Derfor er det i modsætning til pengemængdestrategien for sent at reagere på observerede overskridelser af tærskelværdierne. For at skaffe tid vurderes den sandsynlige inflationsudvikling 12-24 måneder frem i tiden. Som under pengemængdestrategien udstikkes en korridor, jf. figur 2, som igen illustrerer et tænkt tilfælde. Den tænkte situation ville her forde en snarlig pengepolitisk reaktion, selv om den observerede inflation stadig er under tærskelværdien. Da der her ikke skal tages hensyn til væksten i BNP og omløbshastigheden, vil korridoren på forhånd være givet af de 0-2 pct., som anses for forenelige med prisstabilitet.

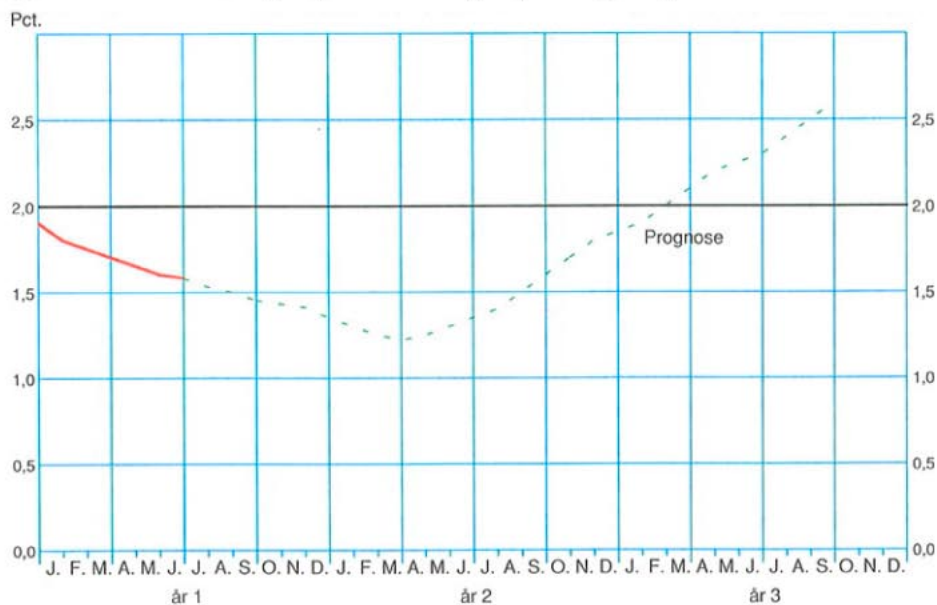
I det tilfælde, hvor prisstigningstakten i udgangspunktet er væsentligt over 2 pct., kan det være nødvendigt at udstikke en korridor, der de første år er bredere og så indsnævres. En brat sænkning af inflationen vil ofte ikke være realistisk og måske endda ikke ønskelig på grund af sværheden ved at dosere 'opbremsningen' af økonomien korrekt.

Begge strategier kræver således prognoser. Pengemængdestrategien benytter dem til at udstikke korridoren, inden for hvilken pengemængden skal befinde sig. Den direkte inflationsstrategi, hvor korridoren er givet på forhånd, benytter dem til rettidigt at kunne gribe ind, før prisstigningstakten er uforenelig med prisstabilitet.

Figur 1 *Eksempel på målzone for pengemængdeudviklingen*



Figur 2 *Eksempel på korridor for prisstigningstakten*



brugssammensætningen er forskellig landene imellem. En inflationsmålsætning kan, ligesom pengemængdestrategien, i en overgangsfase også vise sig vanskelig at anvende. Vejen fra instrumenterne til prisniveauet kan ikke forventes direkte at ville afspejle de nuværende forhold i medlemslandene. Eventuelt ustabile relationer til pengemængden spiller dog ingen væsentlig rolle i denne sammenhæng.

Afrunding

I det forberedende arbejde med pengepolitiske strategier er man ikke nået til enighed om entydigt at anbefale den ene frem for den anden. Det endelige valg vil blive truffet, når ECB er etableret, og det forventes ikke at blive noget væsentligt stridspunkt. Selv om den forudgående diskussion og den stiliserede definition i boksen kan få forskellen mellem strategierne til at synes stor, er uenigheden om den praktiske gennemførelse næppe alvorlig, da fællesmængden mellem strategierne er betydelig. Centralbankerne er således enige om at anbefale en række punkter, som bør gennemføres uanset valg af strategi.

For det første bør ECB offentliggøre en klar definition af målsætningen om prisstabilitet. Der er bred enighed om, at en prisstigningstakt mellem 0 og 2 pct. svarer til prisstabilitet.

For det andet vil ECB under alle omstændigheder give monetære aggregater en fremtrædende plads blandt indikatorerne og offentliggøre om ikke egentlige mål, så overvågningsintervaller for udviklingen. Igen må det understreges, at etableringen af grænser ikke vil føre til mekaniske pengepolitiske reaktioner, og igen er det op til ECB at vurdere, hvordan pengemængdemål skal anvendes over for offentligheden. Det skal her tilføjes, at dette er meget godt på linje med, hvad de fleste centralbanker gør i dag, uanset om pengemængden er den centrale strategivariabel eller ej.

For det tredje er det klart, at uanset hvilken strategi, der forfølges, vil centralbanken se på og anvende en række indikatorer for den fremtidige prisudvikling. Disse variable vil blandt andre være rentekurven, pengemængden, forholdene på pengemarkedet, valutakurser, pris- og omkostningsindikatorer, indikatorer for samlet udbud og efterspørgsel, arbejdsmarkedet, betalingsbalancen, formueforhold og forventningsundersøgelser. Det er klart, at det er op til ECB at vælge, hvordan disse mange indikatorer skal vægtes, og hvordan de skal anvendes over for offentligheden.

For det fjerde bør ECB - uanset valg af strategi - offentliggøre klare udsvingsgrænser for det mål, der vælges. Ud fra disse kan centralbanken forklare sin politik, og offentligheden kan vurdere den.

Endelig skal ECB lave en inflationsprognose til at støtte den pengepolitiske beslutningsproces. Det er derfor nødvendigt, at ECB ved starten af 3. fase disponerer over analysekapacitet til at kunne gøre dette.

Det konkrete valg af pengepolitisk strategi for ECB vil formodentlig ikke i sig selv være af afgørende betydning for lande, der som Danmark vil føre fastkurspolitik i forhold til euro.

ECBs politik bliver baseret på en mellemsigtet målsætning om en inflationstakt på 0 til 2 pct. Såfremt denne politik lykkes, udstikker ECB en tilsvarende stabilitetsorienteret ramme for Danmark via fastkurspolitikken. ECBs politik vil svare til den politik, som Bundesbank har ført gennem mange år, og der vil således ikke være tale om en væsentlig anderledes situation for Danmark.

Seddel- og møntomløbet i Danmark

v/Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling
og Tom Wagener, Sekretariatet

Værdien af de cirkulerende sedler og mønter i Danmark var ved udgangen af 1995 ca. 30 mia.kr., når der ses bort fra pengeinstitutternes beholdninger. Det svarer til 6.000 kr. pr. indbygger. Heri indgår virksomheders og detailhandelens kontantbeholdninger.

Omløbet er ikke konstant over året, men varierer systematisk fra måned til måned. Omløbet er størst i juni og december og mindst i februar. Forskellen mellem høj- og lavsæson er på ca. 3 mia.kr.

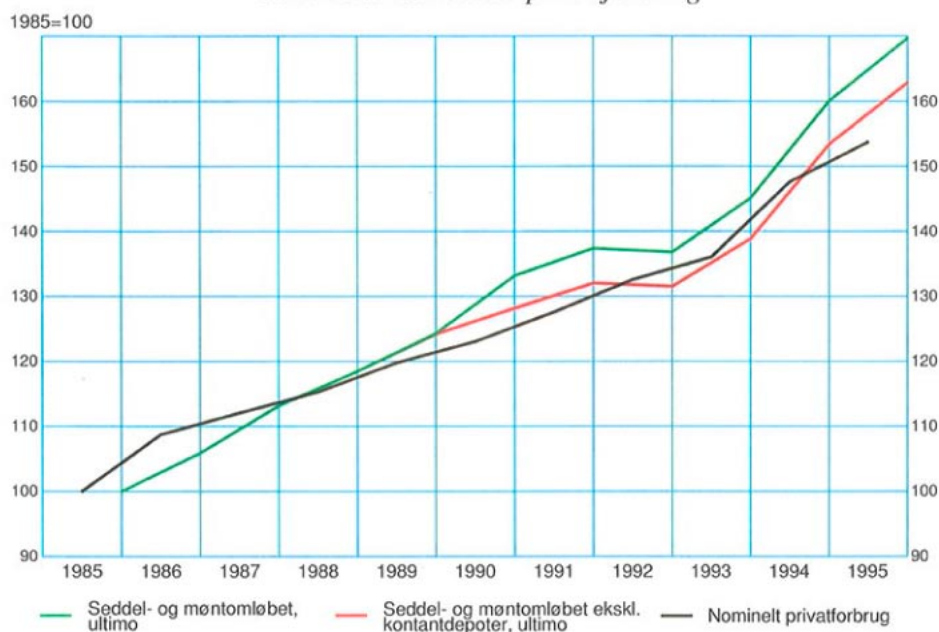
Nationalbanken leverer de sedler og mønter, som borgerne efterspørger, i de pålydende værdier der ønskes. Efterspørgslen efter sedler og mønter bunder i et ønske om på enkel vis at kunne afvikle transaktioner (dvs. handler) på hovedsagelig mindre beløb, ligesom sedler og mønter anvendes til værdiopbevaring. Efterspørgslen begrænses på den anden side af, at der ikke opnås nogen rente på en kontantbeholdning, hvis reale værdi tværtimod udhules i takt med, at priserne stiger.

Størrelsen og udviklingen i seddel- og møntomløbet er af særlig interesse for centralbanker af rent produktionsmæssige årsager. I de lande, der anvender pengemængdemål som såkaldte mellemål i pengepolitikken, indgår værdien af omløbet af sedler og mønter uden for pengeinstitutsektoren i pengemængdemålet. Sedler og mønter udgør dog typisk kun en mindre andel af de i dag anvendte pengemængdemål og er derfor ikke af central betydning i den overordnede pengepolitik.

Udviklingen i seddel- og møntomløbet

Værdien af seddel- og møntomløbet er over de seneste 10 år steget 70 pct., mens det nominelle privatforbrug over samme periode er vokset med godt 50 pct., jf. figur 1. Ved tolkningen af udviklingen i seddel- og møntomløbet skal man være opmærksom på, at Nationalbanken i 1989 nedlagde sine to sidste filialer og i stedet begyndte at anvende kontantdepoter, dvs. depoter af sedler i private pengeinstitutter rundt omkring i landet. Oprettelsen af kontantdepoter, der optræder som et aktiv på det pågældende pengeinstituts balance og modsvares af et tilsvarende passiv over for Nationalbanken, har i sig selv givet anledning til en forøgelse af seddelomløbet sammenholdt med tiden før 1989. Korrigeret for kontantdepoter, der ved udgangen af 1995 var på 1,4 mia.kr., er seddel- og møntomløbet steget

Figur 1 *Udviklingen i seddel- og møntomløbet samt i det nominelle privatforbrug*

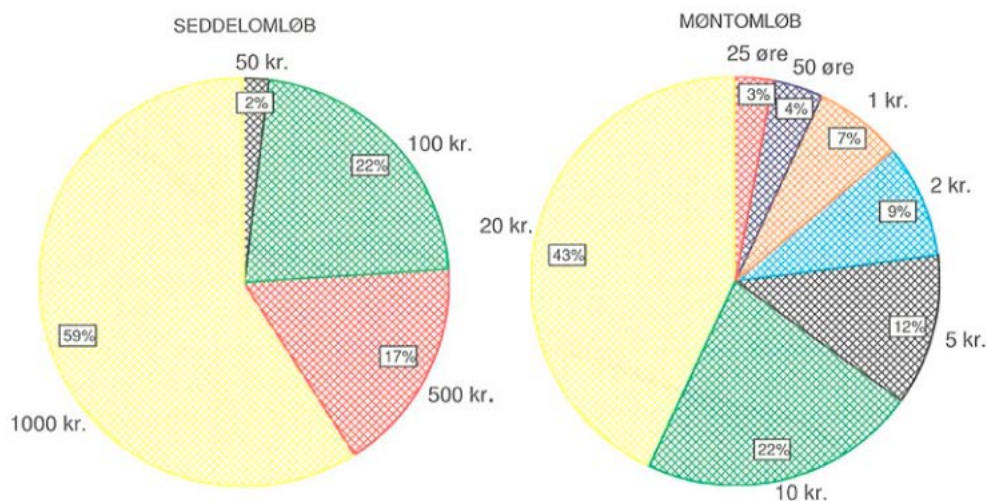


godt 60 pct. fra 1985 til 1995. Ikke mindst i de seneste år har væksten i seddel- og møntomløbet ligget over væksten i forbruget. Det nominelle privatforbrug voksede fra 1992 til 1995 med 3,7 pct. i gennemsnit pr. år, mens værdien af seddel- og møntomløbet eksklusive kontantdepoter over samme periode steg med 5,5 pct. pr. år.

Seddel- og møntrækkens udformning

Antallet af pålydende værdier i en seddel- og møntrække må af håndterings- og overskuelighedshensyn være begrænset. Samtidig er det hensigtsmæssigt at indrette seddel- og møntrækken således, at det i gennemsnit kræver det mindst mulige antal styk at gennemføre en transaktion på et givet beløb. Disse betingelser opfyldes bedst af en række, som er udformet som en binær serie, dvs. pålydende værdier på 1-2-4-8-16 osv. I praksis anses en sådan række dog for at være for svær at regne med, og næsten alle landes seddel- og møntrækker bygger derfor på serier med pålydende på 1-2-5, 10-20-50 osv., der ligger forholdsvis tæt på den binære serie. Med introduktion af en 200-kroneseddel vil den danske seddel- og møntrække således være mere komplet.

Figur 2

Seddel- og møntomløb i værdi

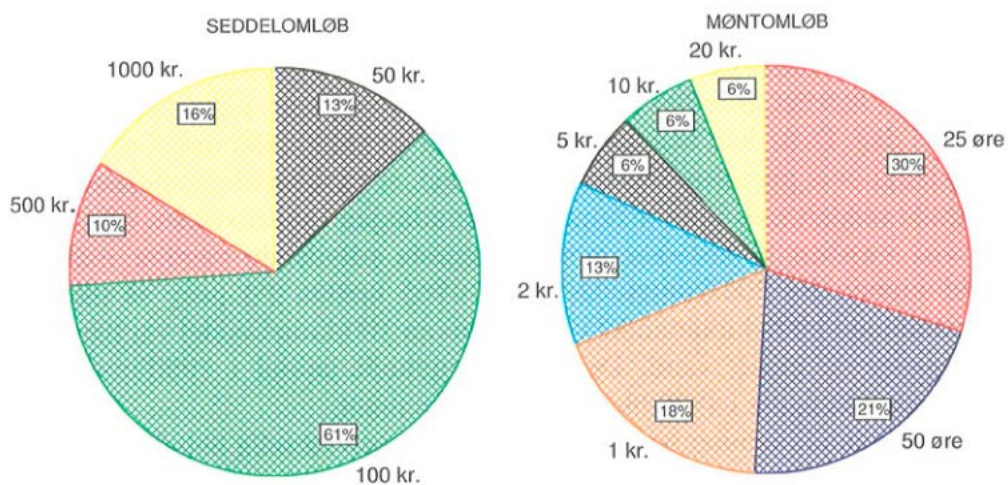
Anm.: Ultimo 1995. Inklusive pengeinstitutternes beholdninger samt kontantdepoter.

Sammensætningen på værdier af henholdsvis sedler og mønter i den danske seddel- og møntrække er vist i figur 2. Jo højere pålydende værdi jo større andel af omløbet har den pågældende seddel eller mønt med 1000-kronesedlen som den helt dominerende i seddelrækken og 10- og 20-kronemønterne i møntrækken. Værdien af de cirkulerende 500-kronesedler er dog mindre end værdien af 100-kronesedlerne. Værdien af mønterne udgør knap 8 pct. af værdien af det totale omløb.

Betragtes udviklingen over de seneste 10 år har der været en særlig markant stigning i antal cirkulerende 1000-kronesedler. Hvor 1000-kronesedlen i dag udgør 60 pct. af værdien af seddelomløbet, var tallet 48 pct. i 1985.

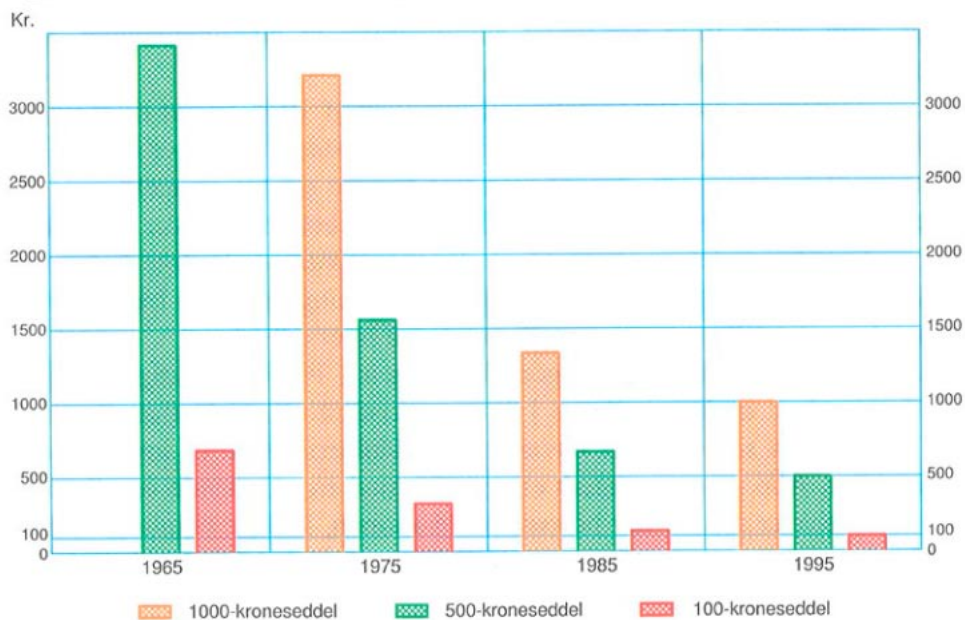
I produktionsmæssig henseende er omløbet i styk mere interessant end omløbet i værdi. Stykandele er vist i figur 3. For sedlernes vedkommende er langt den mest anvendte seddel 100-kronesedlen med en andel på over 60 pct. svarende til næsten 70 mio. styk. Møntrækken er på sin side helt domineret af de to mindste pålydende værdier, 25- og 50-øren. Det totale møntomløb er på næsten 1 mia. styk - efter en skønsmæssig korrektion for svind - svarende til op mod 200 mønter pr. indbygger, eller knap 1 kg. Vægtmæssigt er der tale om en halvering i forhold til tiden, før den nuværende møntrække blev introduceret og 5- og 10-øren taget ud af cirkulation, og der tages hensyn til, at 20-kronen dengang var en seddel.

Figur 3

Seddel- og møntomløb i styk

Anm.: Ultimo 1995. Inklusive pengeinstitutternes beholdninger samt kontantdepoter.

Figur 4

Værdi af sedler i 1995-kroner

Man vil umiddelbart forvente, at prisniveauet isoleret set ingen betydning har for antallet af sedler og mønter i omløb. Ved en fordobling af prisniveauet vil 2-kronen alt andet lige overtage 1-kronens plads, 10-kronen 5-kronens plads osv. Betragtes sedlerne er der imidlertid sket en stigning i antallet af sedler pr. indbygger, fra 17 styk pr. indbygger i 1960 til 22 i dag. Dette kan bl.a. forklares ved, at de reale indkomster er steget betydeligt over perioden. Det spiller også ind, at værdien af den højeste pålydende seddelsværdi ikke er fulgt med udviklingen i prisniveauet. I figur 4 er vist værdien af sedlerne med de højeste pålydende værdier målt i 1995-kroner. En 500-kroneseddel var i 1965 næsten $3\frac{1}{2}$ gang så meget værd som en 1000-kroneseddel i dag, mens en 100-kroneseddel var næsten syv gange så meget værd. Den mest benyttede seddel i 1960'erne var 10-kronesedlen, der i 1979 blev erstattet af en mønt.

De pålydende værdier har vist sig at have en selvstændig betydning, idet 1'ere, 10'ere osv. er mere populære end 2'ere, 20'ere osv., der igen er mere populære end 5'ere, 50'ere osv., selv for samme realværdi. De seneste år har der dog været en særlig kraftig vækst i de cirkulerende 500-kronesedler, som følge af den udbredte anvendelse af disse i pengeautomater.

Fremstillingen af sedler og mønter

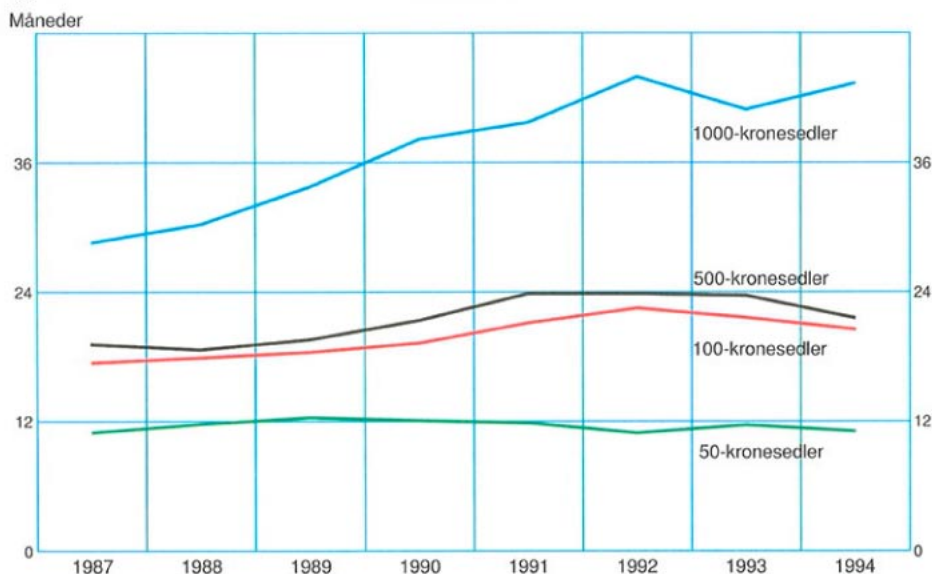
Møntproduktionen har fra de tidligste tider været underlagt monarken, hvilket i dag kommer til udtryk i Grundlovens § 26, der giver regenten ret til "at lade slå mønt". De danske mønter fremstilles i dag på Den Kgl. Mønt, som siden 1975 har været administreret af Nationalbanken, men møntudstedelsen sker ved kongelig anordning.

Nationalbanken har ifølge nationalbankloven af 1936 eneret til at udstede danske pengesedler. De af Nationalbanken udstedte sedler er lovlige betalingsmidler i Danmark, dvs. at man kan frigøre sig fra en gæld over for staten eller gæld mand og mand imellem ved at betale i danske pengesedler, medmindre andet er aftalt. Også danske mønter er lovlige betalingsmidler, men her lægger møntloven den begrænsning, at ingen har pligt til i en betaling at modtage mere end 25 mønter af hver enhed.

Alle sedler udstedt efter pengeombytningen i 1945 er stadig gyldige i den forstand, at de kan indløses i et pengeinstitut eller i Nationalbanken. Det er dog kun sedler i den nuværende seddelserie, som er lovlige betalingsmidler. Alle mønter udstedt efter 1873 med en pålydende værdi på 25 øre eller derover er, når der bortses fra $\frac{1}{2}$ -kronen, lovlige betalingsmidler. 1-, 2-, 5- og 10-øremønterne samt $\frac{1}{2}$ -kronen, der blev udstedt i perioden 1924 til 1940, er derimod ugyldiggjorte.

Figur 5

Levetider



Anm.: I 1995 skete der en omlægning af seddelsorteringspraksis, hvorfor dette år er udeladt.

Fremstillingen af sedler er naturligvis fundamentalt forskellig fra fremstillingen af mønter i produktionsmæssig henseende. Sedler er således karakteriseret ved at have en forholdsvis begrænset levetid - jo kortere jo lavere pålydende værdi, jf. figur 5. Mens en 50-kroneseddel kun holder i ca. et år, kan en 1000-kroneseddel cirkulere i 3½ år, inden den må skiftes ud. Levetidsberegningen er forklaret i boks 1.

Boks 1

Beregning af en seddels levetid

En seddels levetid beregnes groft taget ved at dividere omløb med årets udstedelse for hver pålydende værdi. For at begrænse tilfældige udsving anvendes dog konkret følgende formel:

$$\text{Levetid} = (\text{årets cirkulation} + \text{sidste års cirkulation}) / (\text{korrigeret udstedelse af sedler} + \text{kasserede sedler}),$$

hvor

$$\text{korrigeret udstedelse af sedler} = \text{udstedelse af nye sedler} + \text{ændring i lager af brugte sedler}.$$

*Boks 2**Fra efterspørgsel til produktionsbehov*

Til vurdering af det fremtidige produktionsbehov for sedler tages udgangspunkt i en beregning af omløbet - dvs. efterspørgslen - for den enkelte pålydende værdi (en beholdningsstørrelse). For at komme frem til produktionsbehovet (en strømstørrelse) anvendes følgende sammenhæng:

$$\text{Produktionsbehov} = \text{stigning i omløb} + \text{kassationshyppighed} \times \text{omløb}$$

Kassationshyppigheden beregnes som antallet af kasserede sedler pr. år divideret med det gennemsnitlige antal cirkulerende sedler i den pågældende denomination.

Ovenstående formel svarer i princippet til andre investeringssammenhænge, hvor kassationshyppigheden gør det ud for afskrivningerne. For mønternes vedkommende er kassationshyppigheden stort set nul, og sidste led i ligningen bliver nul. Produktionsbehovet er dermed blot stigningen i omløbet, idet der dog her må tages hensyn til svind.

Den forholdsvis begrænsede levetid for pengesedler bevirker, at langt den største del (over 90 pct. i gennemsnit) af produktionen går til udskiftning af gamle sedler, mens kun en mindre del dækker stigning i omløbet. Sammenhængen mellem efterspørgsel og produktion er nærmere beskrevet i boks 2.

Graden af udskiftning, og dermed sedlernes levetid, er i en vis udstrækning en variabel størrelse, da kvaliteten af de cirkulerende sedler kan reguleres. Brugte sedler, der af pengeinstitutterne tilbageleveres til Nationalbanken, køres gennem seddelsorteringsmaskiner, som dels tester for ægthed, dels sorterer de sedler fra, der er for slidte eller snavsede, mens resten sendes ud i omløb igen. Den grad af slid, der bevirker frasortering, kan reguleres ret præcist, hvilket anvendes til at afbalancere kvaliteten af seddelomløbet og omkostningerne ved produktionen. Generelt forekommer kvaliteten af de cirkulerende danske pengesedler at være ganske høj i international sammenligning, hvilket gør det lettere for befolkningen at afsløre falske sedler.

For sedlernes vedkommende er svindet lille i forhold til den årlige produktion. Dette kan illustreres ved hjælp af nogle udgåede sedler. For de gamle 5-, 10-, og 20-kronesedlers vedkommende er der således stadig et udestående på henholdsvis 1 mio., 10 mio. og 5 mio. styk, hvoraf størstedelen må anses for at være gået tabt. I 20-kronesedlens tilfælde er svindet sket over perioden fra 1980 til 1990, hvor sedlen var i omløb. For 10-kronesedlens vedkommende må det tages i betragtning, at denne var i omløb fra 1945 til 1980, dvs. i betydelig længere tid end 20-kronesedlen.

For så vidt angår møntproduktionen spiller levetidsbetragtninger en mindre rolle. Til gengæld kommer svind ind som en relevant størrelse. Svindet anslås at ligge mellem 2 pct. pr. år for 25- og 50-øren til under 1 pct. for 10- og 20-kronemønterne. For møntserier, der har været i cirkulation i mange år, kan det akkumulerede svind således være betydeligt. Der er fx stadig 200 mio. styk af den gamle 1-kronemønt, som ikke er kommet tilbage til Nationalbanken, og hovedparten må anses for tabt. Det svarer til godt 1.300 ton metal alene for denne mønt.

Svindet kan have en række årsager. Dels bliver mønter nok lettere væk end sedler, dels betyder de lavere værdier, at folk er mere skødesløse. En anden væsentlig kilde til svind er formentlig udenlandske turister og forretningsfolk, som bringer danske mønter med tilbage til hjemlandet, hvor de typisk ikke kan veksles. Endelig tages mønter ud af cirkulationen af møntsamlere, ligesom der er en vis opsparing i mønter i sparebøsser og lignende.

Inflation medfører, at en mønts realværdi falder, som tiden går. Når købekraften bliver for lille, er det ikke længere hensigtsmæssigt at bibeholde mønten i cirkulation. Hertil kommer, at produktionsomkostningerne til fremstilling af mønten kan overstige dens pålydende værdi som med 1- og 2-ørene, eller møntens metalværdi overstige den pålydende værdi, hvilket til sidst var tilfældet med 10-øren.

10-øren udgik af produktionen i 1988 og er i dag ugyldiggjort. Den laveste værdi er herefter 25-øren. For at denne skal få samme realværdi som 10-øren i 1988, skal prisniveauet stige 2,5 gang i forhold til det daværende niveau. Med en årlig inflation som den nuværende på omkring 2 pct. vil dette tage ca. 45 år. 25-øren skulle altså kunne fungere som mindste mønt i mange år endnu.

Fremskrivning af seddel- og møntomløbet

Nationalbanken skønner over den forventede udvikling i efterspørgslen efter sedler og mønter til brug for produktionsplanlægningen. Aktuelt er

det et usikkerhedsmoment, hvor meget den ny 200-kroneseddel, der introduceres i foråret 1997, vil blive brugt. Erfaringer fra Frankrig og Norge, der har seddelserier meget lig den danske, tyder på, at en 200-kroneseddel vil blive ganske populær, men det vil tage nogle år, før befolkningen har vænnet sig til den. På sigt vil 200-kronesedlen sandsynligvis gå ind og erstatte 100-kronesedlen i betydeligt omfang. Den totale seddelefterspørgsel i værdi vil næppe blive påvirket, så en 200-kroneseddel vil nedsætte det samlede antal sedler i omløb i forhold til en situation uden 200-kronesedlen.

International sammenligning af kontantbrøker

I figur 6 er vist udviklingen i den danske kontantbrøk siden 1960. Ved kontantbrøken forstås her værdien af seddel- og møntomløbet uden for pengeinstitutsektoren divideret med værdien af det nominelle privatforbrug. Privatforbruget tages som indikator for værdien af de transaktioner i økonomien, der afvikles med sedler og mønter som betaling, og kontantbrøken viser dermed, i hvor høj grad økonomien er kontantbaseret. Inden for økonomi anvendes ofte seddel- og møntomløbets omløbshastighed, hvilket blot er den reciprokke af kontantbrøken som defineret her.

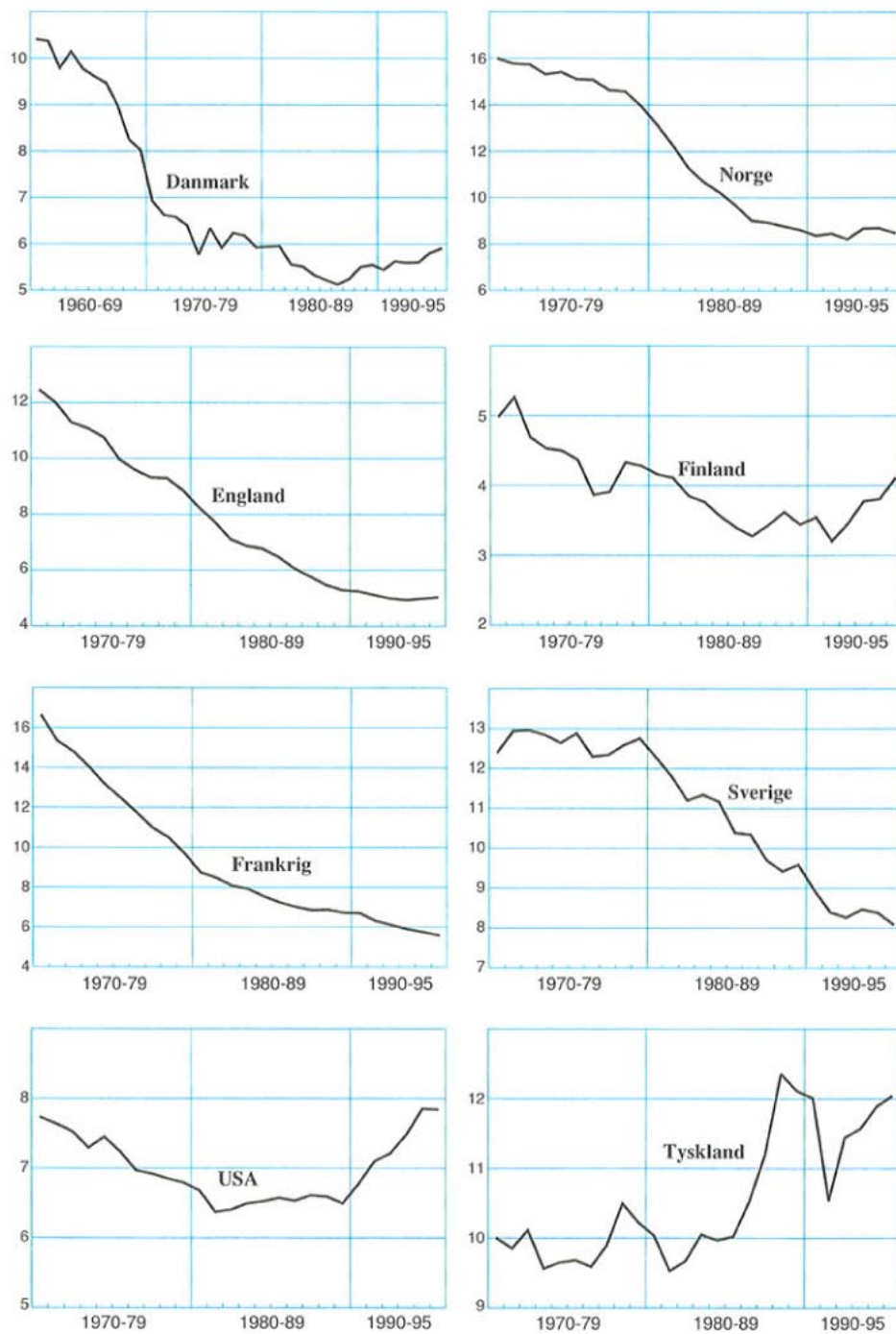
Kontantbrøken faldt stærkt gennem 1960'erne og frem til midten af 1980'erne. Herefter har der været tale om en stigning, dvs. at borgernes og virksomhedernes beholdninger af sedler og mønter i de senere år er steget hurtigere end privatforbruget. Dette kan forekomme overraskende på baggrund af væksten i de elektroniske betalingsmidler, men en international sammenligning viser, at det langt fra er noget isoleret dansk fænomen, jf. figur 6. Som tidligere nævnt, er det i Danmark specielt omløbet af 1000-kronesedlen, der er vokset kraftigt. Selvom der ses bort fra 1000-kronesedler, er der dog stadig tale om en udfladning af kontantbrøken gennem de seneste år.

Det er værd at bemærke, at niveauerne for kontantbrøkerne varierer betragteligt fra land til land. Mens seddel- og møntomløbet i dag kun udgør 4 pct. af privatforbruget i Finland, er tallet knap 6 pct. i Danmark, over 8 pct. i Norge og i mange andre lande endnu højere.

I Tyskland har kontantbrøken været stærkt stigende siden begyndelsen af 1980'erne, og seddel- og møntomløbet udgør i dag 12 pct. af det tyske privatforbrug. Samme udvikling ses i USA. Disse to lande er dog atypiske i den forstand, at en stor og stigende del af seddelomløbet befinder sig uden for landets grænser, idet amerikanske dollar og D-mark fungerer som parallelvaluta i en række lande med høj inflation. Op mod 2/3 af de udstedte

Figur 6

Kontantbrøk



Anm.: Seddel- og møntomløbet uden for pengeinstitutsektoren divideret med nominelt privatforbrug.

dollarsedler skønnes i dag at cirkulere uden for USA, for D-mark er den tilsvarende andel ca. 40 pct.

Udviklingen i kontantbrøken i Danmark er således langt fra enestående, selvom der også er lande med en afvigende udvikling som fx Frankrig, hvor kontantbrøken har været uafbrudt faldende siden 1960'erne. Det synes dog generelt, som om kontantbrøken flader ud, når seddel- og møntomløbet når ned på en vis procentdel af transaktionsomfanget. For en række lande med høje kontantbrøker skulle der være plads til yderligere fald, idet der dog også gør sig landespecifikke forhold gældende.

Motiver til efterspørgsel efter sedler og mønter

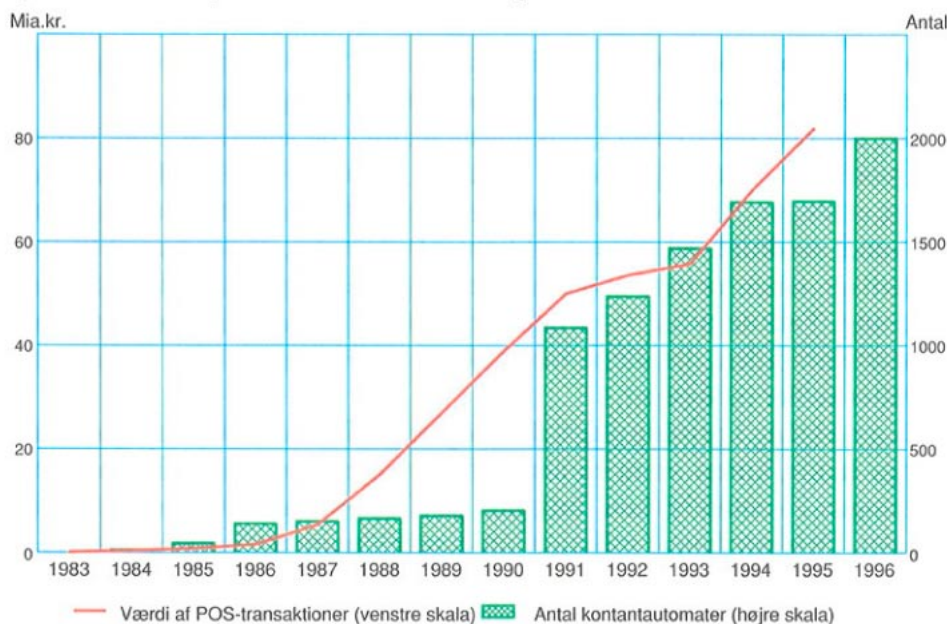
Som nævnt i indledningen er der grundlæggende to motiver til efterspørgsel efter sedler og mønter. Den ene type efterspørgsel kaldes transaktionsefterspørgsel og bunder i et ønske om på enkel vis at kunne afvikle handler på fortrinsvis mindre beløb. Af praktiske årsager har virksomheder og borgere derfor som regel en kontantbeholdning.

Sedler og mønter anvendes imidlertid også til værdiopbevaring. Sedler og mønter, der på denne måde spares op, trækkes i realiteten ud af cirkulationen. For mønternes vedkommende er opsparringsefterspørgslen begrænset, mens den for sedlernes vedkommende er af større betydning og specielt stor for sedlen med den største pålydende værdi i seddelrækken, dvs. 1000-kronesedlen i dag.

Nedenfor vil de to motiver til efterspørgsel efter sedler og mønter blive behandlet hver for sig, selvom opdelingen af seddel- og møntomløbet i en transaktionsdel og en opsparingsdel i praksis er mindre klar end i teorien.

Årsager til ændring i kontantbrøken - transaktionsefterspørgsel

Finansielle innovationer anses for hovedårsagen til faldet i kontantbrøken i Danmark i hovedparten af perioden siden 1960. For første del af perioden har specielt omlægningen af lønudbetalinger fra kontanter til kontooverførsler haft betydning. Hertil kommer effekten af indførelse af kildeskatten i 1970. Hvor den enkelte borger tidligere havde betalt sin skat kontant til det offentlige, medførte kildeskattens indførelse en øget anvendelse af elektronisk betaling af skatten direkte fra arbejdsgiveren. I 1983 blev Dankortet introduceret, men det slog først rigtigt an mod slutningen af 1980'erne. Siden har udviklingen været nærmest eksplosiv, jf. figur 7. I 1995 var værdien af såkaldte POS-transaktioner, dvs. betalinger med Dankort ved hjælp af terminaler eller "fluesmækkere", således ca. 15 gange større end i 1987, da anvendelsen af Dankortet tog fart.

Figur 7 Værdi af POS-transaktioner¹⁾ og antal kontantautomater

1) Egentlig EFTPOS, der står for Electronic-Fund-Transfer-at-Point-of-Sale.

Der er betydelige aldersbetingede forskelle i anvendelsen af Dankortet, der benyttes mest af de yngre årgange. Alene af demografiske grunde må det således formodes, at der vil komme en yderligere stigning i de elektroniske betalinger de kommende år.

Stigningen i antal POS-transaktioner har betydet et markant fald i brugen af checks, men har også mindsket behovet for kontanter og dermed trukket i retning af fald i kontantbrøken. Nedgangen i anvendelsen af checks må betegnes som positiv, da det er en kostbar betalingsform. Samtidig er der sket en adfærdsændring, idet borgerne i dag i høj grad anvender butikkerne i stedet for bankfilialerne til at supplere kontantbeholdningen, ved at Dankort-betalingen ofte kombineres med tilbagebetaling i sedler og mønt. Der findes ikke oplysninger om, i hvor høj grad dette forekommer, men halvdelen af alle Dankort-betalinger er på et rundt beløb. Hertil skal så lægges tilbagebetalinger, hvor beløbet på kassebonen hæves med fx 100 kroner.

Ud over Dankortet findes der andre kreditkort, hvis anvendelse har en tilsvarende effekt på efterspørgslen efter kontanter. Det samme gælder i varierende omfang systemer som fx Betalingsservice, Giro og senest Danmøntkortet, der nok er den mest direkte substitut for specielt mønter.

Selvom man på forhånd ville forvente en effekt på efterspørgslen efter sedler og mønter som følge af den stigende anvendelse af elektroniske betalinger, har det ikke været muligt statistisk at påvise en signifikant effekt af antallet af POS-transaktioner på kontantefterspørgslen.

Der har dog også været udviklingstendenser de senere år, som har trukket mod øget efterspørgsel efter sedler og mønter. Antallet af kontantautomater er steget, jf. figur 7, hvilket har gjort det lettere at få fat i kontanter. Omvendt medfører let adgang til kontantautomater, at der hæves hyppigere, hvilket tenderer mod at nedbringe borgernes gennemsnitlige kontantbeholdning. Tallene tyder på, at den første effekt er stærkest, men langt fra af en størrelsesorden, der alene kan forklare den fortsatte vækst i efterspørgslen efter sedler og mønter.

Den nedgang i prisstigningstakten og renteniveauet, der har fundet sted i mange lande, kunne være en anden forklaringsfaktor bag udfladningen og stigningen i kontantbrøken. Inflation påvirker kontantefterspørgslen via to kanaler. Dels gør lavere inflation det generelt mere attraktivt at placere formuen i nominelle aktiver frem for i reale, dels vil lavere inflation og dermed rente mindske alternativomkostningerne ved at holde kontanter. Lavere inflation skulle således øge både transaktions- og opsparingsefterspørgslen efter sedler og mønter, og det kan tænkes, at nedgangen i prisstigningstakten i en overgangsperiode har opvejet effekten af den øgede brug af elektroniske betalinger. Undersøgelser på danske og udenlandske data viser dog, at sammenhængen mellem inflationstakt og kontantbrøk hverken er særlig tæt eller generel.

Sort økonomi nævnes ofte som en faktor bag efterspørgslen efter sedler og mønter, og der er heller ingen tvivl om, at den sorte økonomi i vid udstrækning er kontantbaseret, selvom også bytte spiller en rolle. Undersøgelser¹⁾ på danske forhold tyder på, at der over de seneste 15 år er sket en fordobling af den sorte økonomi til i dag 4 pct. af bruttonationalproduktet, hvilket i så fald har øget transaktionsefterspørgslen.

Årsager til ændring i kontantbrøken - opsparing

Som tidligere beskrevet kan en væsentlig del af stigningen i seddelomløbet tilskrives 1000-kronesedlen, hvor omløbet er steget 130 pct. over de seneste 10 år, mens værdien af det private forbrug kun er vokset med godt 50 pct. Der er i dag udstedt 1000-kronesedler svarende til næsten 4 styk pr. indbygger. Som den højeste denomination anvendes 1000-kronesedlen

¹⁾ Gunnar Viby Mogensen, Hans Kurt Kvist, Eszter Körmendi og Søren Pedersen, 1995, *The Shadow Economy in Denmark 1994, Measurement and Result. The Rockwool Foundation Research Unit.*

imidlertid ikke blot som transaktionsseddel, men også til opsparing. Sammenholdes dette med, at 1000-kronesedlens levetid er vokset betragteligt over perioden, jf. figur 5, kan det lede til en formodning om, at det specielt er efterspørgslen til opsparing, der er steget, da sedler, der opspares, ikke slides i samme omfang som transaktionssedler. I boks 3 er beskrevet en metode, hvormed der kan fås et groft skøn over udviklingen i efterspørgslen efter henholdsvis transaktionssedler og opsparingssedler. Resultatet er præsenteret i figur 8, der viser, at hvis opsparingselementet trækkes ud, fås

Boks 3

Beregning af opsparingselementet i efterspørgslen efter 1000-kronesedler

For at få en ide om størrelsen af den opsparingsrelaterede efterspørgsel er følgende ræsonnement gennemført: Det antages, at alle 100-kronesedler er transaktionssedler, mens 1000-kronesedlerne kan opdeles i henholdsvis transaktions- og opsparingssedler. Antages det videre, at kassationshyppigheden er ens for 100-kronesedler og 1000-krone-transaktionssedler, mens den er nul for 1000-krone-opsparingssedler, da disse jo ikke slides, kan opsparingsandelen (a) beregnes som følger:

$$k_{1000} = 0 \times a + (1-a) \times k_{100}$$

↓

$$a = \frac{k_{100} - k_{1000}}{k_{100}}$$

hvor

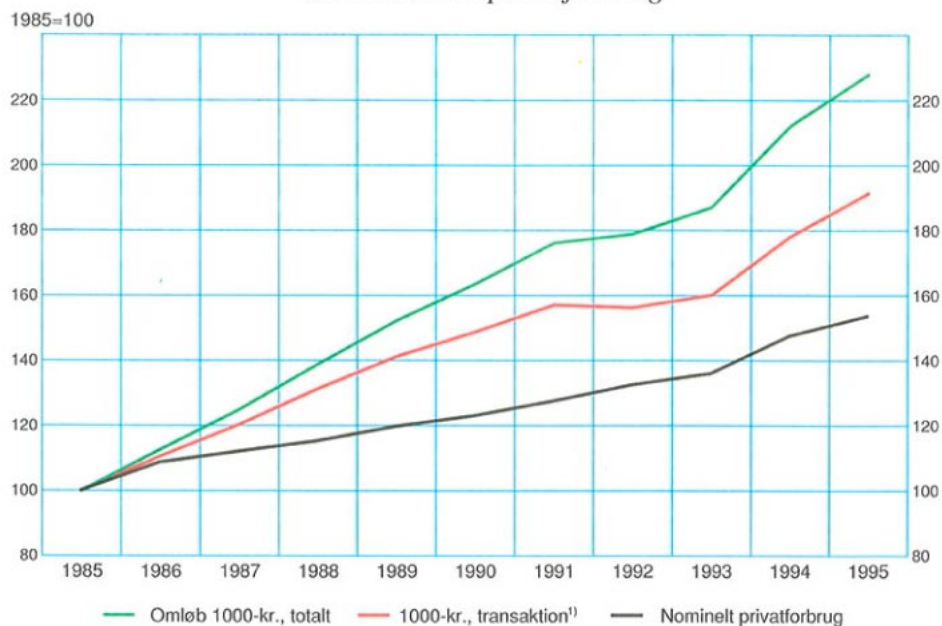
a = andel af 1000-kronesedler, der anvendes til opsparing

k_{100} = kassationshyppighed for 100-kronesedler

k_{1000} = kassationshyppighed for 1000-kronesedler

Beregningen viser, at i 1985 var 50 pct. af 1000-kronesedlerne opsparingssedler, mens det tilsvarende tal for 1995 var 60 pct. svarende til en samlet opsparing i kontanter på 11 mia.kr. Dette er et overkantskøn, da der ikke i beregningen er taget hensyn til, at levetiden normalt stiger med sedlens pålydende værdi. På den anden side er der i praksis også en vis opsparing i de andre seddeldominationer.

Figur 8 *1000-kroner transaktionsomløb og totalt omløb samt nominelt privatforbrug*



1) 1995 er skønnet.

en stigning i omløbet af 1000-krone-transaktionssedler på ca. 90 pct. over de seneste 10 år, hvilket er i bedre overensstemmelse med udviklingen i forbruget. Det er sværere at forklare, hvorfor der i stadig stigende omfang spares op ved hjælp af 1000-kronesedler, ligesom også niveauet for opsparingen forekommer højt. Realafkastet af en sådan kontantopsparing er negativt, hvorimod der i mange tilfælde kan opnås et positivt afkast ved at sætte pengene i banken eller købe en obligation.

Renteniveauet er i dag lavere end for 10 år siden, men det samme er inflationen, og beskætningen af renteafkast generelt er blevet lempet. Betragtes afkastet efter skat af fx en obligationsinvestering, har dette været uændret til svagt stigende. På den anden side anvendes der i dag gebyrer i større udstrækning end tidligere, hvilket kan reducere det opnåede afkast af fx en obligationsinvestering betydeligt ved opsparing af mindre beløb. En alternativomkostningsbetragtning trækker således muligvis i retning af øget tilskyndelse til at ligge inde med opsparingen i form af kontanter.

En anden mulighed er, at nogle borgere handler irrationelt, dvs. at de foretrækker opsparing i sedler, selv i tilfælde hvor en alternativ placering ville give større afkast.

En tredje forklaring kan være, at der måske er tilfælde, hvor der er et ønske om at skjule oplysninger om formueforhold.

I hvilket omfang ovenstående forklarer udviklingen i omløbet af 1000-kronesedler, er det ikke muligt at sige noget om. Det er i denne forbindelse også værd at bemærke, at tendensen til stigende opsparing i kontanter genfindes i en række andre lande.

Konkluderende kan det konstateres, at der gennem de seneste 35 år har været udviklingstendenser, som trækker mod større efterspørgsel efter sedler og mønter, mens andre faktorer trækker den anden vej. Det synes dog ikke at være muligt ud fra traditionel teori at give en tilfredsstillende forklaring på, hvorfor efterspørgslen efter sedler og mønter de senere år er steget så kraftigt, som det er tilfældet. Specielt er den stigende efterspørgsel efter sedler til opsparingsformål vanskelig at forklare.

Fortjeneste ved seddel- og møntproduktionen

Værdien af seddel- og møntomløbet optræder som et passiv på Nationalbankens balance, dvs. at indehavere af sedler og mønter har et krav på Nationalbanken. I tidligere tider var det et krav på at kunne få omvekslet sin seddel til guld, hvorimod kravet i dag er mere indirekte, da sedlen giver mulighed for at få et kontoindskud i et pengeinstitut, hvorefter pengeinstituttet kan nedbringe sin gæld til Nationalbanken.

Når Nationalbanken udsteder sedler og mønter, sker det gennem pengeinstitutterne, hvorved disses gæld til Nationalbanken stiger (eller tilgodehavendet falder). En tilgangsvinkel til opgørelse af Nationalbankens fortjeneste ved udstedelse af sedler og mønter er at beregne den renteindtægt, som Nationalbanken herved opnår, og fratrække produktionsomkostningerne. Med en reporente på 3½ pct. og et omløb inklusive pengeinstitutternes egenbeholdninger af sedler og mønter, men eksklusive kontantdepoter, på knap 33 mia.kr., giver dette en årlig bruttofortjeneste på 1,2 mia.kr. Dette beløb er naturligvis afhængig af renteniveauet.

Omkostningerne ved at producere en pengeseddel ligger på omkring 1 krone. For mønternes vedkommende svinger produktionsomkostningerne fra knap 20 øre for en 25-øre til 50 øre for en 20-kronemønt. Set over en årrække ligger de totale årlige omkostninger for seddelproduktionen på 70 mio.kr. og 35 mio.kr. for møntproduktionen, hvoraf en væsentlig del er udgifter til metal. Beløbene kan svinge en del fra år til år, men er generelt små i sammenligning med bruttofortjenesten. Nationalbankens årlige fortjeneste på seddel- og møntproduktionen kan ifølge denne opgørelse anslås til ca. 1,1 mia.kr. ved det nuværende renteniveau. Dette beløb indgår som

en del af Nationalbankens overskud, der efter henlæggelser overføres til staten.

Ovenstående beregning bygger på en på flere måder forsimplet analyse, og der findes andre tilgangsvinkler til opgørelse af fortjenesten på seddel- og møntmonopolet, som kan give andre resultater. Der kan således argumenteres for, at der bør anvendes en obligationsrente i stedet for reporenten ved overskudsberegningen¹⁾. Det bør ligeledes understreges, at begrebet møntningsgevinst eller monetær indkomst som anvendt i litteraturen som regel bygger på en bredere definition af penge, end der her er anvendt.

Som ovenstående beregning viser, afhænger Nationalbankens fortjeneste på seddel- og møntudstedelsen ud over af renteniveau og produktionsomkostninger direkte af størrelsen af seddel- og møntomløbet. I den udstrækning efterspørgslen efter sedler og mønter fremover modereres af stigende anvendelse af elektroniske betalingsmidler, vil det formindske Nationalbankens overskud.

¹⁾ Se fx R. Rovelli, 1994, Reserve requirements, seigniorage and the financing of the government in an economic and monetary union, *European Economy*, No. 1, 13-55.

Anvendelsen af udenlandsk valuta i en lille åben økonomi

v/Jens Dalsgaard, Kapitalmarkedsafdelingen og
Lisbeth Stausholm Pedersen, Økonomisk Afdeling

Indledning

Mange, der har rejst i udlandet, har oplevet, at det i nogle tilfælde kan være en fordel at medtage amerikanske dollar eller D-mark som rejsevaluta i stedet for rejsemålets egen valuta. Fordelene herved kan være flere, men først og fremmest sker det ikke sjældent, at lokale handlende simpelthen ikke vil acceptere den lokale valuta. Ofte anvender også de lokale udenlandsk valuta til betalinger imellem sig. En sådan anvendelse af udenlandsk valuta benævnes i den økonomiske teori *valutasubstitution*.

De lande, der har været udsat for en udpræget grad af valutasubstitution, har typisk været karakteriseret ved at have haft meget store økonomiske balanceproblemer. Der har således typisk været tale om betydelige offentlige budgetunderskud finansieret ved høj grad af seddeludstedelse eller andet træk på centralbanken, store underskud på betalingsbalancen, høj arbejdsløshed samt - ikke mindst - overordentlig høj inflation. Man kan populært sige, at de pågældende lande har haft *uorden* i økonomien. Under sådanne økonomiske forhold vælger såvel virksomheder som forbrugere at efterspørge udenlandsk valuta med henblik på, at denne skal erstatte den nationale valuta i de roller, som den nationale valuta normalt udfylder. Den nationale valutas købekraft bliver som følge af inflationen undermineret, mens den udenlandske valuta bedre fastholder sin værdi. Den udenlandske valuta foretrækkes derfor ikke alene til opsparing, men også til transaktionsformål.

I sådanne lande bliver pengeforholdene stadigt mere ustabile, og tilliden til både den nationale møntenhed og den pengepolitiske myndighed svækkes markant. Med henblik på at genetablere troværdigheden har man i sådanne situationer i flere tilfælde iværksat en pengeombytning i forbindelse med en række økonomiske reformer.

I det omfang, der i lande, som har *ordnede økonomiske forhold*, også anvendes udenlandsk valuta, opfattes det sjældent som et problem. Begrun-

delsen herfor er, at anvendelsen af den fremmede valuta ikke skyldes mistillid til den nationale valuta, men derimod snarere er en naturlig følge af først og fremmest virksomheders samhandel og integration med udlandet. Med øget international handel følger et behov for en mere aktiv styring af finansielle mellemværender i udenlandsk valuta. Den øgede internationale integration øger således efterspørgslen efter udenlandsk valuta også i velfungerende økonomier. Hvis ydermere en betydelig andel af handelen finder sted i én udenlandsk valuta, må det formodes, at denne valuta overvejende efterspørges.

Det er fra ovenstående klart, at motiverne for og omfanget af anvendelsen af udenlandsk valuta til indenlandske formål i henholdsvis velfungerende og mindre velfungerende økonomier er meget forskellige. I denne artikel fokuseres der på anvendelsen af udenlandsk valuta i velfungerende økonomier, specielt med henblik på den potentielle anvendelse af udenlandsk valuta i Danmark når ØMU'en bliver en realitet, og Danmark kommer til at grænse op til et endnu større samlet valutaområde.

I det følgende redegøres der således kort for den danske fremtidige situation som nabo til et større valutaområde. Der trækkes paralleller til den nuværende situation som nabo til Tyskland samt erfaringer fra en anden lignende situation, hvor en mindre økonomi grænser op til et større valutaområde. Her er det valgt at se på anvendelsen af amerikanske dollar i Canada. Ved anvendelse af udenlandske valuta tænkes der ikke blot på detailbetalinger med sedler og mønter men også på engrosbetalinger og kontoindeståender i udenlandsk valuta. Teori og empiri omkring valutasubstitution opsummeres kort i boksen.

Anvendelsen af udenlandsk valuta i velfungerende økonomier

Fra en centralbanks synsvinkel er det en overvejelse værd, om den fortsatte internationale integration og den deraf følgende potentielt øgede indenlandske anvendelse af udenlandsk valuta, vil kunne medføre problemer på længere sigt.

For Danmarks vedkommende kan det som udgangspunkt konstateres, at den nuværende indenlandske anvendelse af udenlandsk valuta på ingen måde er et problem - hverken i relation til valutakurspolitikken, i relation til Nationalbankens muligheder for at føre pengepolitik eller af andre grunde i øvrigt. Det kan ligeledes ved selvsyn konstateres, at der ikke for indværende cirkulerer fremmede møntsorter i nævneværdigt omfang i Danmark. Hermed ikke være sagt, at det ikke er muligt at betale med fx D-mark, amerikanske dollars eller svenske kroner i Danmark. Den kurs

man i givet fald får, vil dog ofte ikke være attraktiv, hvilket virker begrænsende på anvendelsen. Den væsentligste pointe i denne sammenhæng er dog nok, at i det omfang, der faktisk betales med udenlandsk valuta, bliver denne typisk inddraget af de handlende og vekslet i et pengeinstitut, og altså ikke sendt tilbage i cirkulation. I den danske økonomi er kronen med andre ord den altdominerende valuta. Dette selvom der i en lille åben økonomi som Danmark med betydelig udenrigshandel er en langvarig tradition for at håndtere mellemværender i udenlandsk valuta.

Det må antages, at den udenlandske valuta, som har størst anvendelse i Danmark, er D-mark. Dette skyldes naturligt de geografiske og handelsmæssige forhold. Tyskland er geografisk det eneste land, som Danmark har en landegrænse mod, og handelsmæssigt er Tyskland Danmarks største samhandelspartner. D-mark har i mange år været en "hård" valuta, og der har endvidere i en årrække været liberaliserede kapitalbevægelser mellem de to lande. Såfremt der skulle være en væsentlig efterspørgsel efter udenlandsk valuta som substitut til kroner i Danmark, er der god grund til at tro, at det i givet fald ville være D-mark. Desuden vil der være en vis efterspørgsel efter amerikanske dollar, idet særligt råvarer handles i amerikanske dollar.

Med Danmarks forbehold over for deltagelse i ØMU'en må der imødeses en situation i løbet af få år, hvor D-marken vil blive afløst af euro som den største nabo-valuta. Det virker i denne sammenhæng naturligt, at euroen ligeledes vil overtage D-markens plads, som den mest anvendte udenlandske valuta i Danmark. Afhængig af deltagerkredsen i ØMU'en vil størrelsen af nabo-valutaområdet blive noget nær fordoblet i forhold til Tysklands nuværende størrelse, og i relation til Danmarks samhandel med omverdenen vil samhandlen med euroområdet blive dominerende.

Med henblik på at undersøge, om der kan drages paralleller fra andre mindre lande, der ligger tæt på et meget større valutaområde, er det valgt at undersøge erfaringerne fra Canada i forhold til naboen USA. Der findes andre eksempler på mindre økonomier, der ligger tæt op af et stort valutaområde, hvor imellem der er nære økonomiske, kulturelle og institutionelle forbindelser¹⁾. I den valgte situation er der tale om, at USA handelsmæssigt er af helt afgørende betydning for Canada, ligesom euroområdet vil få stor betydning for dansk handel. Endvidere er amerikanske dollar reservevaluta, som også euroen formodes at blive. Det er naturligvis ikke muligt endegyldigt at konkludere, at hvis der forekommer høj grad af valutasubstituti-

¹⁾ Luxembourg vs. Belgien, Irland vs. England eller Østrig vs. Tyskland er andre mulige eksempler.

on i Canada, vil det ligeledes forekomme i Danmark efter ØMU'ens etablering og vice versa. Dertil er den fremtidige danske situation noget anderledes. Fx er det valutakurspolitiske regime i Canada afgørende forskelligt fra det danske, og integrationsprocessen med USA er på nogle punkter mindre fremskreden end i EU. Det canadiske eksempel kan dog alligevel give et fingerpeg om euroens udbredelse i Danmark.

En række forskellige forhold kan have indflydelse på efterspørgslen efter udenlandsk valuta i velfungerende og velorganiserede økonomier som fx den canadiske og danske.

Deltagelsen i et *fastkurssamarbejde* må formodes at påvirke efterspørgslen efter udenlandsk valuta. To modsatrettede forhold gør sig her gældende. Samarbejdet og fastkursmålsætningen medfører, at udsvingene i valutakursen bliver mindre, hvorved risikoen ved at holde udenlandsk valuta mindskes tilsvarende. Dette må formodes at øge efterspørgslen efter udenlandsk valuta. Til gengæld vil det modsat gælde, at meget stabile kurser trækker i retning af mindre efterspørgsel, idet stabile kurser medfører, at udenlandsk valuta har stort set samme karakteristika som indenlandsk valuta - herunder ens renter - hvorfor der ikke er nogen særlig fordel forbundet med at holde den udenlandske valuta. Ved flydende kurser kan efterspørgsel efter udenlandsk valuta fx opstå som følge af et ønske om porteføljedyversificering. Parallelt hermed vil behovet for at afdække valutakursrisici være større ved flydende kurser. Alt i alt er det således vanskeligt på forhånd at konkludere, i hvilken retning fastkurssamarbejdet trækker.

Et velfungerende *detailbetalingssystem* må ligeledes formodes at bevirke, at det vil blive muligt uden store meromkostninger at benytte udenlandsk valuta til betalinger internt i et land. I lande med effektive betalingssystemer er der således skabt rammer, der kan fremme brugen af udenlandsk valuta i forhold til en situation, hvor det var uforholdsmæssigt dyrt at betale med udenlandsk valuta.

Vaner, traditioner og eventuelt generel *modvilje* mod udenlandsk valuta til gennemførelse af indenlandske betalinger i et land vil antagelig medføre, at, *hvis* der skulle forekomme en forøget efterspørgsel efter udenlandsk valuta, vil det i givet fald forekomme gradvist. I denne sammenhæng vil en kurs, der er nem at regne med (fx 1:1 eller 1:2) virke fremmende på anvendelsen af udenlandsk valuta.

En del gæld og fordringer, der for indeværende er opgjort i national valuta vil ikke umiddelbart eller uden betydelige omkostninger kunne byttes ud med gæld/fordringer i udenlandsk valuta, hvilket vil virke begrænsende

Boks

Valutasubstitution

Der findes i den økonomiske litteratur talrige undersøgelser af valutasubstitution. Begrebet valutasubstitution defineres på mange forskellige måder, og der findes en række former for valutasubstitution.

Generelt vurderes valutasubstitution dog individuelt i forhold til penges tre basale roller som værdiopbevaringsmiddel, regneenhed og transaktionsmiddel. Jo mere udenlandsk valuta har overtaget disse funktioner, desto højere grad af valutasubstitution. Litteraturen siger dog ikke noget entydigt om, hvad der skal til, før efterspørgslen efter udenlandsk valuta bliver af en sådan størrelse, at det vil medføre problemer for centralbanken i det pågældende land - såkaldt destabiliserende valutasubstitution.

En række analyser finder eksistens af valutasubstitution, der er forårsaget af høj inflation og andre økonomiske balanceproblemer. I disse tilfælde er substitutionen i mange tilfælde et problem. Undersøgelserne giver derimod ingen klare resultater, når det drejer sig om velordnede økonomier.

Tilstedeværelsen af valutasubstitution undersøges typisk ved at inkludere udenlandske variabler - ofte i form af en udenlandsk rentesats, valutakursudviklingen eller lignende - i et udtryk for den hjemlige pengeefterspørgsel¹⁾. I det omfang sådanne udenlandske variabler i økonometriske modeller bliver signifikante og med forventet fortegn, konkluderes således ofte, at det er et tegn på valutasubstitution. Sådanne statistiske tests vil kun sjældent have stor styrke, idet indenlandske og udenlandske renter kan være højt korrelerede. Dette gælder specielt for en lille åben økonomi med frie kapitalbevægelser og fastkurssamarbejde.

Desuden kan tilstedeværelsen af valutasubstitution undersøges mere direkte ved at se på hvor stor en andel af pengemængden, der er indskud i udenlandsk valuta. Dette giver et mål for, hvor stor en del af et lands likvide midler, der består af udenlandsk valuta, og giver samtidig en indikation af i hvor høj grad virksomheder og husholdninger har oprettet konti i udenlandsk valuta.

1) For opstilling af et dansk pengeefterspørgselsudtryk henvises til Nationalbankens *Kvartalsoversigt - August 1996*.

på efterspørgslen efter udenlandsk valuta. Tilsvarende vil lande med en relativt stor offentlig sektor i sig selv have lagt en dæmper på efterspørgslen efter udenlandsk valuta, idet betalinger til/fra det offentlige som hovedregel fortsat må forventes at ville finde sted i national valuta.

Motiver og barrierer for anvendelsen af amerikanske dollar i Canada

Som ovenfor nævnt kan økonomisk og finansiel integration mellem vel fungerende økonomier motivere anvendelsen af udenlandsk valuta i et land. Geografisk placering og størrelsesmæssige forhold er naturligvis vigtigt for den potentielle anvendelse af udenlandsk valuta. Men på længere

sigt kan især den handelsmæssige, finansielle og institutionelle integration motivere og fremme brugen af en anden valuta.

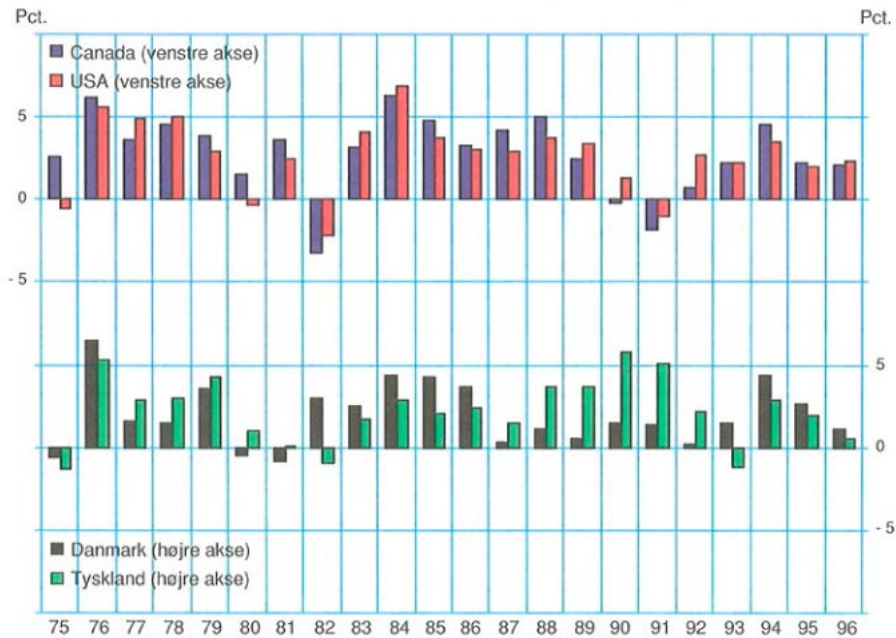
Canada er et eksempel på en mindre, åben økonomi, der har nære økonomiske, institutionelle og kulturelle relationer med et meget stort naboland, USA. Canada har i høj grad oplevet den samme integrationsproces i forhold til USA, som Danmark har i relation til EU.

Størrelsesmæssigt er den amerikanske økonomi, opgjort ved BNP, ca. 10 gange større end den canadiske. Til sammenligning er den tyske økonomi ca. 15 gange større end den danske, og den samlede EU-økonomi er næsten 50 gange større end den danske. Både for Canada og Danmark er der således tale om en mindre økonomi, der grænser op til en meget større.

Handelsmæssigt er det amerikanske marked af afgørende betydning for Canada. Canada eksporterer, hvad der svarer til ca. 1/3 af BNP, hvoraf knap 80 pct. afsættes i USA, og betydningen af USA i samhandelen er stigende. Tallene er nogenlunde tilsvarende for import. Danmark eksporterer i dag ligeledes, hvad der svarer lidt mindre end 1/3 af BNP og afsætter ca. 22 pct. i Tyskland og 60 pct. i det samlede EU.

Alene Canadas geografi og bosætningsmønster tæt på grænsen til USA tilsiger umiddelbart en meget stor samhandel med USA og en tilsvarende mindre samhandel internt i landet mellem befolkningscentre i henholdsvis øst og vest. Fra myndighedsside er der dog over tiden blevet udfoldet store bestræbelser på at fremme opbygningen af interne canadiske relationer. Disse bestræbelser har i betydeligt omfang været succesfulde, idet der - de interne afstande i landet til trods og befolkningscentrenes nærhed til USA - er en meget betydelig intern samhandel i Canada. Den interne handel i Canada blev dog i mange år fremmet af de relativt høje handelsbarrierer mellem USA og Canada.

I forbindelse med de seneste GATT-aftaler samt frihandelsaftalerne mellem USA og Canada (FTA i 1989 og NAFTA i 1994 (inklusive Mexico)) er handelen dog gradvist blevet liberaliseret. Det er indtrykket, at handelsliberaliseringerne har ændret væsentligt på handels- og distributionsmønstret i Canada. Før handelsliberaliseringerne var amerikanske virksomheder typisk repræsenteret ved egne importører i Canada, der stod for den videre distribution af varen rundt i Canada. Dette distributionssystem var således med til at skabe den interne handel i Canada. Men liberaliseringen af handelen med USA har medført en tendens til integration af engros- og detailhandelsled i Canada. Således har større kæder i dag typisk egne distributionssystemer, hvor varer handles direkte fra fabrikant i USA. Ændringen af handels- og distributionsmønstret menes også at have medført en

Figur 1 *Real BNP-vækst i Canada, USA, Tyskland og Danmark*

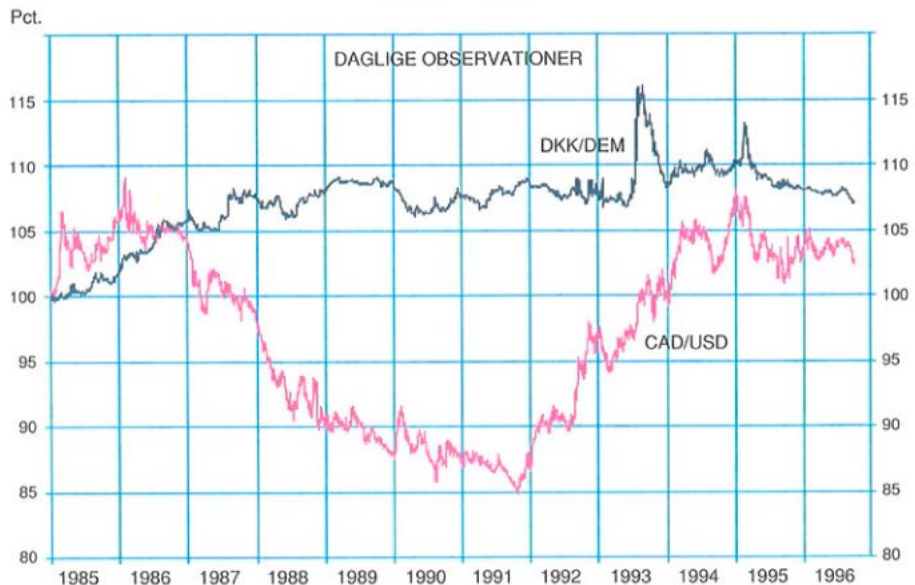
Kilde: OECD Economic Outlook No 59.

ændring i efterspørgslen efter amerikanske dollar. Før liberaliseringen var canadisk detailhandel kun i ringe grad udsat for valutakursrisiko. Afdækning af valutakursrisiko var op til importørerne. I dag er importørleddet i mange tilfælde fjernet og detailledet håndterer typisk selv valutakursrisikoen. Flere virksomheder har således i dag brug for at handle direkte med amerikanske dollar.

Med de betydelige handelsmæssige forbindelser mellem USA og Canada er den *økonomiske samvarians* mellem landene ligeledes markant. Figur 1 viser udviklingen i BNP-væksten i Canada-USA og Danmark-Tyskland. Det fremgår, at BNP-væksten i Canada følger den amerikanske vækst meget tæt, i endnu højere grad end dansk vækst i forhold til Tyskland. Det generelle billede af også betydelig samvariation mellem Danmark og Tyskland brydes i sidste halvdel af 1980'erne som følge af de danske bestræbelser på at vende underskuddet på betalingsbalancens løbende poster til et overskud.

Det *valutakurspolitiske regime* kan, som nævnt, spille en afgørende rolle for udbredelsen af udenlandsk valuta i et land. Canada har valgt et flydende valutakursregime over for amerikanske dollar og alle andre valutaer,

Figur 2 *Valutakurser DKK/DEM og CAD/USD*
1985 = 100



mens Danmark indgår i et valutakurssamarbejde med de øvrige EMS-lande.

Den valutakursrisiko, der eksisterer for canadiere ved at holde amerikanske dollar, kan være med til at begrænse udbredelsen af amerikanske dollar i Canada. Men samtidig kan porteføljediversificering - herunder behovet for afdækning af valutakursrisikoen - være et argument for øget anvendelse af amerikanske dollar. Således kan brugen af udenlandsk valuta være forskelligt begrundet under forskellige valutakurspolitiske regimer.

På daglig basis er udsvingene i canadiske dollars generelt højere end udsvingene i kronekursen over for D-mark. Kun under valutauroen i 1992-93 var udsvingene i perioder højere for kronekursen. Også på længere sigt har der været store udsving i den canadiske valutakurs. Således er den canadiske dollar svækket med over 20 pct. fra 1991 til 1995, mens kronekursen i samme periode har været nogenlunde stabil, bortset fra valutauroen i 1993, jf. figur 2. Rentemæssigt har de lange renter i Canada typisk været ca. 1-2 pct. højere end i USA, mens de korte renter i Canada til tider har været lavere end i USA.

Muligheden for *finansiel integration* mellem USA og Canada har i praksis eksisteret længe, idet kapitalbevægelserne har været frie i mere end 40

år. I Danmark blev de sidste kapitalrestriktioner først ophævet i 1988. Det har derved i mange år været muligt for canadiere at have både ind- og udlån i udenlandsk valuta i såvel de canadiske som de amerikanske banker. Substitution mellem canadiske og amerikanske dollars har således i mange år været legalt.

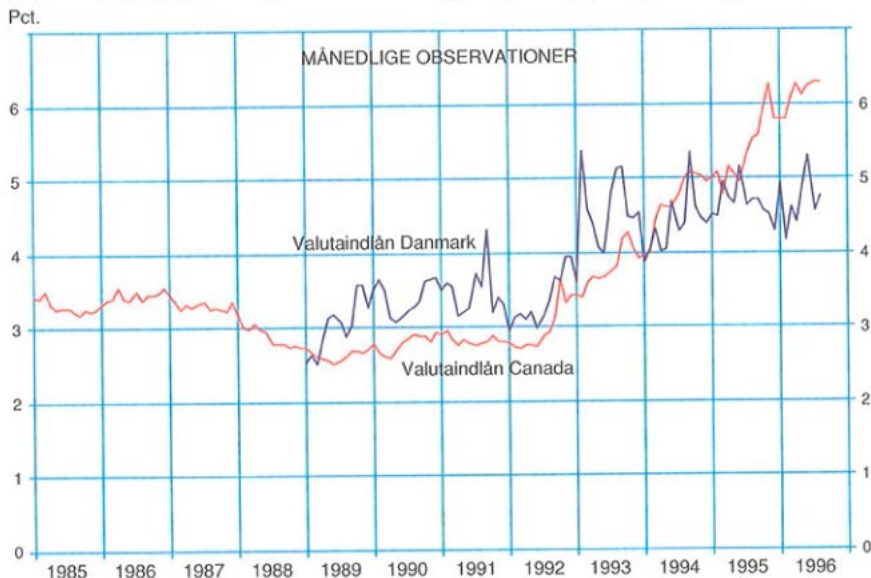
På den institutionelle side har der dog eksisteret en række restriktioner, der har lagt en dæmper på den finansielle integration. Før 1980 var det ikke tilladt for udenlandske banker at drive bankvirksomhed i Canada. Med en ny banklov i 1980 blev det tilladt udenlandske banker at oprette datterbanker i Canada. Men der eksisterer fortsat en række begrænsninger for sådanne udenlandske datterbanker. Desuden er det endnu ikke tilladt for udenlandske banker at have filialer i Canada, om end det er tilladt canadiske banker at have filialer i udlandet, herunder i USA.

Hvad angår bankydelser til større virksomheder, "investment banking" og salg af nyere finansielle produkter har lovgivningen omkring udenlandske datterbanker og filialer ikke forhindret amerikanske institutioner i at trænge ind på det canadiske finansielle marked. Amerikanske banker kan inden for disse områder operere konkurrencedygtigt direkte fra USA. Således har mange af de største virksomheder og investorer i Canada amerikanske bankforbindelser, og en betydelig del af omsætningen af canadiske aktier foregår i New York, idet mange aktier er noteret både i New York og på de canadiske børser.

På detailniveau, dvs. inden for traditionel bankvirksomhed, er den canadiske banksektor i langt mindre grad udsat for udenlandsk konkurrence. Dette skyldes til dels bankloven, der som nævnt ikke tillader udenlandske banker at etablere filialer i Canada, til dels de canadiske bankers etablerede detailnet på tværs af provinserne. I begyndelsen af 1980'erne, da det lige var blevet tilladt udenlandske banker at oprette datterbanker i Canada, startede en del amerikanske banker dattervirksomhed i Canada. Men konkurrencen fra den canadiske banksektor, der er domineret af 6 store banker med et stort detailnet, fik de fleste til at trække sig ud af landet igen. De canadiske banker har også lang erfaring i "interstate branching" og "universal banking", hvilket den amerikanske lovgivning ikke har givet de amerikanske banker mulighed for.

På *betalingsformidlingsområdet* er der etableret en række kanaler til USA, der skal lette transaktioner mellem landene. Først og fremmest har man etableret et selvstændigt betalingssystem i Canada til afvikling af betalinger i amerikanske dollar trukket på de canadiske banker i Canada. Dette betalingssystem er et såkaldt "nettingssystem", der afvikler betalingerne

Figur 3 Valutaindlån fra indlændinge i pct. af pengemængden (M3)



via en amerikansk korrespondentbank. Dvs. den canadiske centralbank - i modsætning til afvikling af betalinger i canadiske dollar - er ikke involveret. Alene det, at man har etableret et selvstændigt afviklingssystem for betalinger i amerikanske dollar vidner om en vis udbredelse af amerikanske dollar i Canada. Omsætningen i afviklingssystemet for amerikanske dollar svarer til omkring 2 pct. af omsætningen i detailbetalingssystemet for afvikling af betalinger i canadiske dollars. Ydermere er der etableret envejskanaler fra den canadiske værdipapircentral til værdipapircentraler i USA. Således kan de institutioner, der er koblet op på den canadiske værdipapircentral handle og afvikle værdipapirer i USA på linje med amerikanske konkurrenter.

Anvendelsen af amerikanske dollar i Canada

Som ovenfor beskrevet er der en betydelig grad af integration mellem USA og Canada, som har medført en forøgelse af samhandlen, og bl.a. påvirket erhvervsstrukturen og handelsmønstrene og dermed også erhvervenes efterspørgsel efter ydelser i amerikanske dollar.

Inden for traditionel bankvirksomhed viser mængden af indlån og udlån i amerikanske dollar sig dog at være begrænset. Andelen af indlån i udenlandsk valuta i pct. af den samlede pengemængde (M3) udgør kun ca. 6 pct., og er således ikke systematisk højere end samme størrelse for danske

banker, jf. figur 3¹⁾. Andelen af valutaindlån er dog fordoblet i løbet af de seneste 5 år, hvilket eventuelt kan hænge sammen med handelsliberaliseringen og ændringen af handelsmønsteret.

På detailniveau er det muligt for husholdninger at oprette konti i amerikanske dollar. Alle de store banker i Canada tilbyder sådanne konti, og en del canadiere benytter sig heraf. Men som det fremgår af figur 3 er betydningen fortsat beskeden.

Mange af de større canadiske virksomheder, der handler meget med USA, har både aktiver og passiver i amerikanske dollar, og deres kapital rejses ofte direkte på New York Stock Exchange. For de mindre og mellemstore canadiske virksomheder rejses en del kapital ligeledes i USA. I 1980'erne begyndte de canadiske virksomheder at finansiere sig i USA via salg af virksomhedsobligationer. Samlet er knap 2/3 af nyudstedte canadiske virksomhedsobligationer udstedt i amerikanske dollar og solgt i USA. Almindelige bankudlån i udenlandsk valuta udgør dog kun ca. 12 pct. af det samlede udlån, hvilket er mindre end i Danmark.

Amerikanske dollar accepteres som betalingsmiddel i de fleste canadiske butikker, men oftest til en dårlig kurs og prisskiltningen er alene i canadiske dollars. Amerikanske dollar anvendes således i Canada helt på samme måde som vi kender til med udenlandsk valuta i grænsehandelsområder her i landet.

På baggrund af ovenstående betragtninger kan det sammenfattes, at der er stor forskel på, om man betragter valutasubstitution inden for rammerne af en velordnet økonomi, eller en økonomi med store økonomiske balanceproblemer.

Inden for rammerne af en velordnet økonomi kan man betragte anvendelsen af amerikanske dollar i Canada. Ved en analyse af den canadiske økonomi fremgår det, at der ikke er væsentlige forhold, der forhindrer anvendelsen af amerikanske dollar - således eksisterer endda et selvstændigt betalingssystem, der opererer i amerikanske dollar i Canada. På trods heraf og på trods af, at USA er Canadas klart dominerende samhandelspartner, er anvendelsen og gennemslagskraften af amerikanske dollar i Canada begrænset. Den canadiske dollar er med andre ord den helt dominerende valuta i Canada, og anvendelsen af amerikanske dollar i Canada opfattes ikke som et problem set fra en centralbanks synsvinkel eller i øvrigt.

¹⁾ Data for udlån og indlån i Danmark opsplittet på kroner og valuta eksisterer ikke længere tilbage end udgangen af 1988. Specielt indlånet før 1988 menes dog at ligge tæt på nul på grund af valutarestriktioner.

Den danske økonomi er præget af en sund udvikling og har i en længere årrække udvist betydelig stabilitet. På denne baggrund er der ingen internationale erfaringer, der tilsiger, at danske kroner efter ØMU'ens etablering vil blive marginaliseret. Denne formodning bygger også på, at D-markens anvendelse i indenlandske sammenhænge i dag ikke spiller nogen nævneværdig rolle, og i det omfang D-mark anvendes, er det kun i begrænset omfang af private husholdninger. Det er i højere grad erhvervsvirksomheder, der anvender D-mark som et led i disses styring af valutamellemværender. Det vil være naturligt, hvis euroen i indenlandske sammenhænge i fremtiden vil komme til at spille en større rolle for erhvervsvirksomheder end D-mark gør for indeværende, men der er intet, der tyder på, at denne øgede anvendelse vil medføre problemer.

Husholdningernes inflationsforventninger

v/Anders Møller Christensen, Økonomisk Afdeling

I økonomiske analyser er viden om forventningerne til fremtiden vigtig, men vanskelig at få fat på.

I det følgende beskrives et forsøg på at sætte tal på husholdningernes forventninger til den fremtidige prisudvikling. I teorien er disse forventninger især af betydning for på den ene side pris-, løn- og rentedannelsen, på den anden siden køb af varige forbrugsgoder og boliger. Hvis der forventes stigende inflation vil lønkravene alt andet lige blive sat højere og føre til højere inflation, hvis de imødekommes. Forventninger om højere inflation vil desuden gøre nominelle obligationer mindre attraktive, da det reale afkast forventes udhulet med en tendens til faldende obligationskurser og dermed højere rente til følge. Hvis priserne på især boliger, men også visse varige forbrugsgoder forventes at stige i forhold til andre priser vil det - ligeledes alt andet uændret - være rationelt at fremskynde indkøbene af disse goder for at opnå en kapitalgevinst.

Datagrundlaget

Danmarks Statistik og EU-Kommissionen offentliggør løbende oplysninger om forbrugernes opfattelse af og forventninger til en række økonomiske forhold¹⁾. Disse forbrugerforventningsundersøgelser gennemføres på nogenlunde samme måde i alle EU-landene.

Siden april 1986 er der foretaget månedlige undersøgelser i Danmark, indtil 1996 dog ikke i juli måned. Tidligere blev den danske undersøgelse lavet 3 gange årligt (januar, maj og oktober). Der er tale om en interviewundersøgelse (telefon) af et repræsentativt udsnit af befolkningen mellem 16 og 74 år udført i begyndelsen af hver måned.

I undersøgelsen er der to spørgsmål om priserne, dels: "Hvordan synes De priserne er i dag sammenlignet med for et år siden?" og "Hvordan tror De priserne vil være om et år sammenlignet med i dag?". Svarmulighederne er "meget højere" (vægt +1), "noget højere" (+½), "lidt højere" (0), "uændret" (-½) og "lidt lavere" (-1). Resultaterne offentliggøres som nettototal dvs. procentandelene i de enkelte svarkategorier sammenvejet med

¹⁾ Offentliggøres bl.a. i *Nyt fra Danmarks Statistik* og *European Economy*, Supplement B.

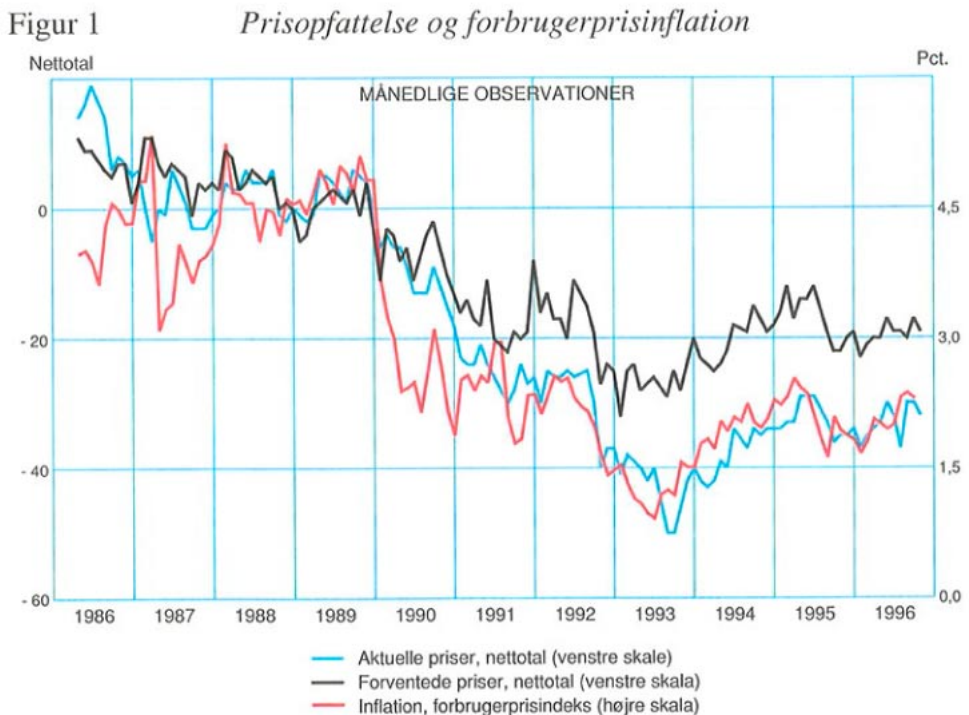
vægtene, men tidligere er procentandelene i de enkelte svarkategorier blevet offentliggjort i Statistiske Efterretninger.

Et netttotal på -50 vil således fremkomme, hvis alle svarer, at de synes priserne er uændrede ($-\frac{1}{2} \cdot 100$). Andre svarkombinationer kan selvfølgelig også give dette netttotal. Et negativt netttotal er således ikke udtryk for, at forbrugerne generelt opfatter eller forventer et faldende prisniveau.

Figur 1 viser netttotalene for prissvarene og den aktuelle forbrugerpris-inflation siden april 1986. Der er lavet syntetiske netttotal for juli som gennemsnittet af juni og august samme år. Fra og med 1996 gennemføres undersøgelsen som nævnt også i juli.

Samvariationen mellem væksten i forbrugerpriserne og husholdningernes opfattelse af, hvordan priserne er sammenlignet med året før, er slående, men der er også en tæt sammenhæng mellem inflationen og forventningerne til priserne om et år.

Grundideen i metoden til bestemmelse af husholdningernes inflationsforventninger er, at de på den ene side har en bemærkelsesværdig præcis vurdering af den aktuelle prisstigningstakt, og på den anden side ikke giver det samme svar på spørgsmålet om de forventede prisstigninger. Der er en interessant forskel på de to svar, som må kunne tillægges betydning.



Ved først at etablere en sammenhæng mellem nettotallet til spørgsmålet om priserne i dag og den aktuelle inflation og dernæst postulere, at den samme sammenhæng gør sig gældende mellem nettotallet til de forventede priser om et år og inflationsforventningerne, vil man kunne sætte procenter på husholdningernes inflationsforventninger. På det overordnede plan består metoden ikke i mere.

Som det er nærmere beskrevet i appendiks opstilles følgende - foreløbige - sammenhæng

$$(1) p_{forv} = 4,12 + 0,064 \text{ nettoforv}$$

hvor p_{forv} er husholdningernes forventninger til inflationen det kommende år og nettoforv er nettotallet til svaret på "Hvordan tror De priserne vil være om et år sammenlignet med i dag?"

Sammenhængen indebærer, at et nettotal på -50, som opnås, hvis priserne opfattes som uændrede eller forventes at forblive det, svarer til en inflation på 0,9 pct. Det kan se ud som en indbygget modstrid, men er det næppe. En vækst i forbrugerprisindekset på knap 1 pct. om året opfattes formentlig som absolut prisstabilitet af husholdningerne. Teoretisk er det velkendt, at et prisindeks med faste vægte overvurderer inflationen, hvortil kommer praktiske problemer med at trække løbende kvalitetsforbedringer på især varige forbrugsgoder (elektronik, biler mv.) fra.

I figur 2 er det beregnede udtryk for husholdningernes inflationsforventninger siden 1986 vist sammen med forbrugerprisinflationen i samme periode.

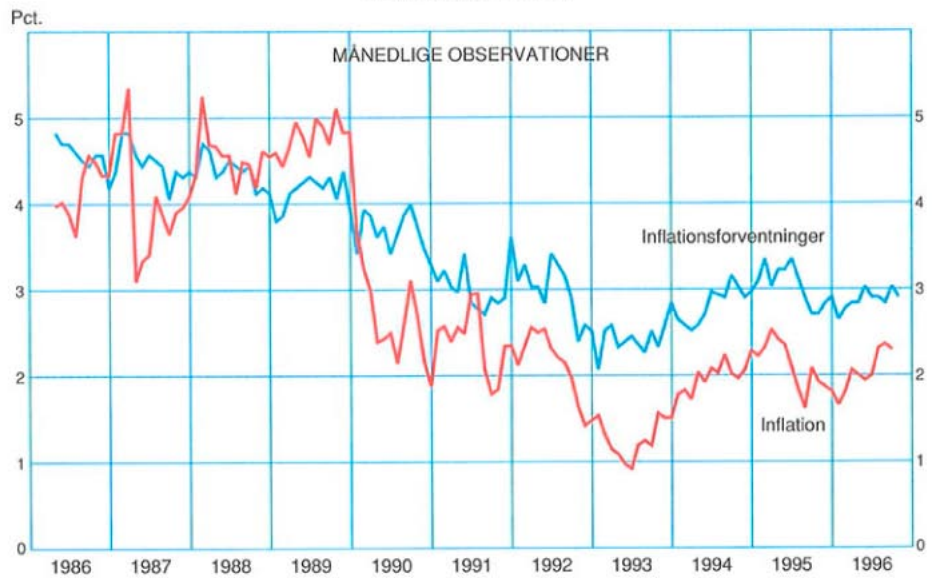
Det ses, at inflationsforventningerne 12 måneder frem i efteråret 1996 kan beregnes til at være ca. 3 pct, og at de har varieret i et ret snævert område heromkring de seneste to år.

Sammenhængen er som nævnt udtryk for et postulat. Der er ingen mulighed for at vide eller afprøve, om den holder, da årsagen til det hele netop er, at man ikke *ved*, hvilken inflation husholdningerne forventer. I sidste ende bliver det pr. definition en trossag, om man synes, at udtrykket giver information om inflationsforventningerne. Kun tiden kan vise, om et usikkert mål for inflationsforventningerne af denne type er til nytte i økonomiske analyser.

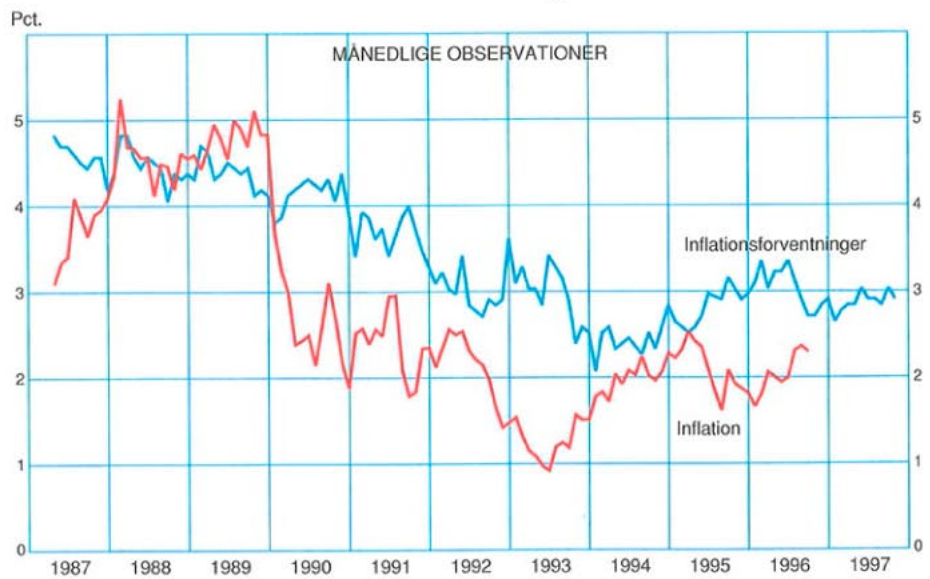
Systematiske forventningsfejl

I figur 3 er væksten i forbrugerpriserne sammenholdt med de forventninger til inflationen, som husholdningerne i henhold til relationen havde et år

Figur 2 *Inflationen og forventningerne til inflationen
det kommende år*



Figur 3 *Inflationen og forventningerne til inflationen
dannet et år tidligere*



Inflationsforudsigelser og udfald 1990-95(96)

	Forudsagt inflation			Realiseret inflation	
	Økonomi- ministeriet ¹⁾	Det økono- miske råd ²⁾	OECD ²⁾	Forbruger- prisindeks	Forbrugs- deflator
	Procent p.a.				
1990	3,0	3,1	3,5	2,6	2,7
1991	2,8	2,2	3,0	2,4	2,4
1992	2,9	2,8	3,1	2,1	2,0
1993	2,1	2,0	2,2	1,3	0,3
1994	2,8	1,3	1,9	2,0	1,7
1995	2,2	2,6	2,6	2,1	2,1
1996	2,6	2,4	3,0	2,0 ³⁾	

Anm.: Forudsigelser udarbejdet i april, maj eller juni året før.

1) Forbrugerprisindeks.

2) Forbrugsdeflator.

3) Januar-september sammenlignet med samme måneder året før.

tidligere. Figuren tyder på, at der i de senere år har været en overordentlig systematisk tendens til, at inflationen bliver lavere, end husholdningerne forventer. Det kunne antyde en fejl ved metoden.

Inden de seneste knap 7 års systematiske forventningsfejl tages som udtryk for en metodefejl, kan der dog være grund til at erindre om, at så at sige alle prognoser af dansk økonomi i 90'erne har indeholdt samme fejl, jf. tabellen.

Det kan ikke ventes, at husholdningerne har en bedre opfattelse af inflationsprocesserne end de professionelle vurderinger af dansk økonomi i perioden, snarere tværtimod. En årrækkes systematiske fejl kan derfor ikke anses for en væsentlig indvendig mod, at metoden faktisk giver udtryk for husholdningernes inflationsforventninger på de pågældende tidspunkter. Lidt flot kan det måske udtrykkes derhen, at husholdningerne ikke blot følger med i den aktuelle prisudvikling, men også i, hvad eksperterne på området siger om den fremtidige inflation, og i hovedtræk stoler på deres udsagn. Mere nærliggende kan den systematiske forventningsfejl blot tages som udtryk for en betydelig træghed eller en langstrakt læreproces i forventningsdannelsen.

Nogle problemer

Selv om den skitserede metode til bestemmelse af husholdningernes inflationsforventninger accepteres i hovedtræk, er nogle forbehold på sin plads.

For det første er der ikke grund til at forvente, at den postulerede lineære sammenhæng mellem inflationsforventningerne og nettotallet for svaret på spørgsmålet om de forventede priser om et år gælder udenfor det hidtidige erfaringsområde. Dette forhold kan let belyses. Hvis alle husholdninger svarer, at de forventer meget højere priser vil nettotallet blive +100, som i henhold til den skitserede sammenhæng svarer til en forventet inflation på ca. 10½ pct. Det kan selvsagt ikke give mening. Den teoretisk mulige inflation er ikke afgrænset opad til godt 10 pct., dvs. sammenhængen mellem nettotallet for forventet inflation og inflationsforventningerne udtrykt i procent må nødvendigvis være ikke-lineær. Den opstille lineære approksimation kan i gunstigste fald kun forventes at være gældende, såfremt nettotallet ligger mellem -50 og 0 svarende til inflation mellem 1 og godt 4 pct.

Det er i denne forbindelse en åbenlys mulighed til forbedring af sammenhængen at prøve at undersøge bruttosvarene nøjere.

Et helt andet problem er, hvilket prisbegreb husholdningerne har i tanker, når de stilles spørgsmålet: "Hvordan synes De priserne er ..." eller "Hvordan tror De priserne vil være om et år ...". Det er ikke sikkert, at der tænkes i et så bredt prisbegreb som forbrugerprisindekset. Det forekommer umiddelbart muligt, at husholdningerne snarere tænker på dagligvarer og ignorerer husleje og en række andre tjenesteydelser samt visse varige forbrugsgoder. Det komplicerer imidlertid analysen meget, hvis den skal gennemføres for forskellige prisudtryk, men sporet er nok alligevel værd at forfølge.

For det tredje skal der erindres om, at metoden kun er anvendt på danske tal. Da forbrugerforventningsundersøgelserne gennemføres i alle EU-lande med undtagelse af Luxemburg, vil det selvfølgelig være nærliggende at se på dette materiale. Vil der også i andre lande være en sammenhæng mellem prisopfattelse og faktisk inflation, som er så tæt, at den kan anvendes til at sætte tal på husholdningernes inflationsforventninger?

Sammenfatning

Det kan se ud til, at husholdningernes svar på spørgsmålene om aktuel og forventet inflation i forbrugerforventningsundersøgelser kan anvendes til at sætte tal på, hvad husholdningerne forventer priserne vil stige det kommende år.

Den skitserede metode tyder på, at de danske husholdninger aktuelt forventer pristigninger omkring 3 pct. det næste år. Der er tegn på, at husholdningerne gennem 90'erne systematisk har haft højere inflationsforventninger end den faktiske prisudvikling - efterfølgende - har vist. Det vil i givet

fald indebære, at de traditionelle realrenteudtryk - den nominelle rente minus den faktiske inflation - overvurderer realrentens højde på det tidspunkt, hvor husholdningerne rent faktisk disponerer.

Udtrykket for inflationsforventningerne er ikke i modstrid med anden information, jf. i den forbindelse en undersøgelse af spændet mellem afkastet af traditionelle nominelle obligationer og af indeksobligationer¹⁾. Denne sidstnævnte undersøgelse vedrører ikke husholdningerne i almindelighed, men markedsdeltagerne på obligationsmarkedet.

Det må afslutningsvis understreges, at der er tale om nogle foreløbige resultater. Gennemførelse af tilsvarende undersøgelser for andre lande forekommer interessant med henblik på at vurdere, om metoden er generelt bæredygtig.

¹⁾ Jacob Topp, Indikatorer for markedsdeltagernes forventninger til rente- og inflationsudviklingen i Danmark, se Kvartalsoversigten, maj 1996.

Appendiks

Sammenhængen mellem inflationen og prisstigningsopfattelsen

Relationen beskrevet som (1) giver en lineær sammenhæng mellem nettotallet for husholdningernes forventninger til de fremtidige priser og inflationsforventningerne i procent.

Relationen er fastlagt på baggrund af en regressionsmodel, hvor årsvæksten i forbrugerpriserne "forklares" med den samtidige prisopfattelse og prisopfattelsen registreret de nærmest følgende måneder. Rationalet for at inddrage de kommende måneder er dels, at det kan være lidt tid inden forbrugerne opfatter, at priserne har ændret sig (i modsætning til fluktuationer i ugens tilbud), dels at nogle forbrugere kunne tænkes at danne deres opfattelse af prisstigninger via statistik over forbrugerpriserne, enten via medierne eller direkte fra statistikpublikationer. Da prisstatistikken vedrørende en måned offentliggøres sidst i den følgende måned, vil de husholdninger, som spørges i forbrugerforventningsundersøgelsen, kun have mulighed for at kende forbrugerprisindekset vedrørende to måneder tidligere. I begyndelsen af december vil oktoberpriserne være offentliggjorte, men ikke november, endside december.

Kaldes pristigningerne p og prisopfattelsen $propfat$ er den valgte estimationsligning, hvor der er korrigeret for 1. ordens autokorrelation:

$$p = 4,12 + 0,0182 propfat + 0,0454 propfat (+3)$$

(31,4) (2,33) (5,51)

Periode: maj 1986 - juli 1996, spredning = 0,33, t-værdier i parantes

Sammenhængen kan ikke tolkes som udtryk for adfærd, men blot som en tendens til en lineær empirisk regularitet i det beskrevne variationsområde.

Relationen var oprindeligt udtrykt mere generelt, men insignifikante led er trinvist fjernet. Relationen i hovedteksten fremkommer ved at lægge koefficienterne til den samtidige prisopfattelse og prisopfattelsen 3 måneder senere sammen. Det skal bemærkes, at såfremt der anvendes en estimationsmetode, der tager hensyn til, at der formentlig er målefejl i prisopfattelsen¹⁾ - bl.a. som følge af, at der er tale om en stikprøveundersøgelse - opnås de samme koefficienter på 3. decimal.

¹⁾ Bartlett's opdeling af materialet i 3 grupper. M.S. Bartlett, Fitting a Straight Line when Both Variables Are Subject to Errors, *Biometrics*, vol 5 (1949). Metoden er omtalt i standardlærebøger i økonometri.

Nationalbankens pressemeddelelser

Den 14. oktober 1996 om finske marks indtræden i det europæiske valutakurssamarbejde (EMS)

Fra mandag den 14. oktober 1996 er den finske mark indtrådt i det europæiske valutakurssamarbejde (EMS) med udsvingsgrænser på +/- 15 pct.

I forbindelse hermed er der fastsat interventionskurser for den finske mark i forhold til de andre deltagerlandes valutaer. I forhold til den danske krone er interventionskurserne:

Købskurs	108,057 DKK pr. 100 FIM
Salgskurs	145,699 DKK pr. 100 FIM

ECU-centralkursen for den danske krone er uændret:

1 ECU = 7,28580 DKK

Interventionskurserne mellem de hidtidige EMS-valutaer er ligeledes uændrede.

Artikler i Kvartalsoversigten

februar 1994 - august 1996

Abildgren, Kim: Kommende EU-statistikker på det finansielle område	August	1996
Berg, Jesper: Internationale overvejelser vedrørende betalingssystemer	August	1994
Bertram, Per: Overgangen til Den Økonomiske og Monetære Union's tredje fase	November	1995
Blomgren-Hansen, Niels, professor, Ph.D: Pengepolitikken i 1994	Maj	1995
Christensen, Allan Damm: Pengeinstitutternes regnskabsresultater	Maj	1996
Christensen, Anders Møller: Prisstigninger og inflation	Februar	1994
Dalgaard, Henning, vicedirektør: The Exchange Rate Mechanism after the Basle/Nyborg Agreement	August	1994
Hansen, Niels Lynggård: Nationale og internationale elementer i renteudviklingen i 1993-95	November	1995
Hansen, Niels Lynggård: Pengeefterspørgslen i Danmark	August	1996
Hoffmeyer, Erik, nationalbankdirektør: European Monetary Integration - A Danish Viewpoint	Februar	1994

Hoffmeyer, Erik, nationalbankdirektør: Denmark and European Monetary Cooperation	Februar	1994
Hoffmeyer, Erik, nationalbankdirektør: Vilkårene for industriens udvikling	Maj	1994
Hoffmeyer, Erik, nationalbankdirektør: European exchange rate cooperation	August	1994
Hoffmeyer, Erik, nationalbankdirektør: Nye retningslinjer for den økonomiske politik	November	1994
Jakobsen, Winnie: SDR-pakken vedrørende finansiell assistance til Valutafondens medlemslande	November	1994
Jensen, Hugo Frey: De pengepolitiske instrumenter i fase III af Den Økonomiske og Monetære Union	Februar	1996
Jensen, Thomas: Danmarks Udlandsgæld	August	1996
Mehlbye, Palle Duvier - sammen med Jacob Topp: Udviklingen på pengemarkedet	August	1996
Nielsen, Peter Møller: Nettingbestemmelserne i værdipapir- handelsloven	Maj	1996
Pedersen, Erik Haller: Reale effektive valutakurser	Maj	1996
Sørensen, Lars G.: Afviklingsrisici i valutahandel	August	1996
Thorndal, Jan: Småpengekort	August	1994

Topp, Jacob: Indikatorer for markedsdeltagernes forventninger til rente- og inflations- udviklingen i Danmark	Maj	1996
Topp, Jacob - sammen med Palle Duvier Mehlbye: Udviklingen på pengemarkedet	August	1996
Vastrup, Claus, professor, dr.oecon.: Pengepolitikken i 1993	Maj	1994
Vastrup, Claus, professor, dr.oecon.: Pengepolitikken i 1994	Maj	1995
Wedel-Heinen, Charlotte Møller: Pengeinstitutternes regnskabsresultater	Maj	1994
Østrup, Finn, lektor, cand.polit.: Pengepolitikken i 1993	Maj	1994
Revideret opgørelse af udlandsgælden	Maj	1994
Direkte investeringer ved udgangen af 1991	August	1994
Rapport om den danske pengeinstitutsektor	November	1994
Realkreditinstitutternes udlån	Februar	1996
Undersøgelse af valutamarkedet og markederne for afledte instrumenter i april 1995	Februar	1996
Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter	Maj	1996
Offentliggørelse af rapport om TARGET	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.

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
Nominel og real effektiv kronekurs	6
Nominel 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
Nettoutilgang 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 møntomløb	Indlån ^{3,6)}	Indskudsbeviser ³⁾	Staten
	Guld	Nettofordringer på udlandet mv.						
Millioner kroner								
1985	4 772	48 716	26 196	13 760	20 155	2 562	23 816	21 349
1986	4 675	31 189	42 875	23 880	21 339	767	7 907	50 990
1987	4 858	59 511	18 319	24 189	22 809	1 403	—	59 971
1988	4 595	71 644	1 712	<u>26 911</u>	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	<u>44 361</u>	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
1996 Juli	3 479	78 598	44 015	33 589	35 259	16 999	36 785	32 229
1996 Aug.	3 479	75 143	42 661	33 986	34 602	2 827	31 385	46 537
1996 Sept.	3 483	80 458	50 089	34 174	34 337	8 232	36 207	50 087

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

2) Danmarks internationale likviditet er specificeret på side 8.

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

4) Inklusive udlån vedrørende kontantdepoter.

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

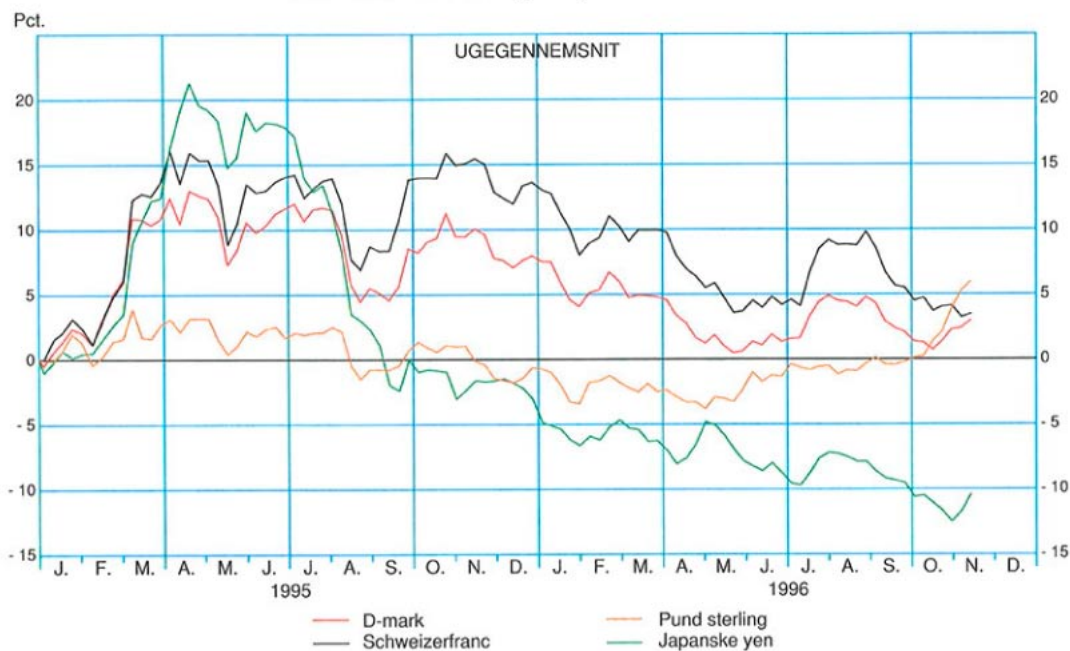
6) I perioden fra og med 1989 til og med 1991 inklusive genkøbskonti.

	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
	ECU (XEU)			SDR (XDR)			US-dollar (USD)		
1992	779,97	794,81	750,66	848,77	884,57	799,77	602,73	651,40	539,10
1993	758,19	788,14	740,73	906,68	993,86	843,23	649,45	716,15	602,00
1994	752,22	759,98	742,96	909,23	946,86	869,69	635,23	685,80	582,05
1995	724,60	748,10	707,68	849,63	890,82	813,15	560,53	613,45	533,85
1995 3. kv.	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
3. -	728,60	734,50	725,18	838,96	848,43	832,23	577,71	589,75	567,70
Juli	728,57	731,20	725,18	841,29	848,43	832,23	580,20	589,75	567,70
Aug.	727,16	728,80	726,01	835,72	838,75	832,89	573,00	576,40	569,65
Sept.	730,15	734,50	727,95	839,80	844,14	833,26	579,91	586,30	571,70
Okt.	734,52	736,92	731,68	843,53	847,95	838,45	585,85	590,55	580,25
	Pund sterling (GBP)			D-mark (DEM)			Svenske kroner (SEK)		
1992	1062,91	1139,57	920,34	386,53	390,04	383,13	103,94	107,46	86,28
1993	974,42	1059,90	890,31	392,31	414,74	382,14	83,33	88,85	79,45
1994	972,32	1015,63	940,41	391,94	397,76	387,12	82,32	85,79	78,27
1995	884,61	955,34	847,09	391,13	405,44	386,75	78,65	85,66	72,57
1995 3. kv.	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
3. -	897,84	916,74	881,79	385,78	386,97	384,06	87,09	88,40	85,92
Juli	901,28	916,74	884,82	385,57	386,53	385,17	87,35	88,30	86,03
Aug.	888,28	894,83	881,79	386,58	386,97	386,19	86,57	87,18	85,92
Sept.	904,08	916,45	895,51	385,18	386,36	384,06	87,34	88,40	86,08
Okt.	928,47	943,60	913,24	383,41	384,33	382,73	88,76	89,17	88,31
	Norske kroner (NOK)			Franske franc (FRF)			Belgiske franc (BEF)		
1992	97,15	99,12	89,23	114,02	115,14	112,75	18,775	18,913	18,631
1993	91,38	95,23	89,78	114,47	117,86	112,80	18,760	19,480	18,431
1994	90,07	90,60	89,17	114,59	115,85	113,37	19,020	19,302	18,552
1995	88,45	90,74	87,11	112,30	114,18	109,80	19,010	19,588	18,805
1995 3. kv.	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
3. -	89,72	90,39	89,01	113,41	113,98	112,59	18,739	18,778	18,655
Juli	89,94	90,39	89,38	113,87	113,98	113,73	18,717	18,749	18,691
Aug.	89,39	89,61	89,01	113,22	113,79	112,84	18,762	18,778	18,743
Sept.	89,82	90,13	89,29	113,12	113,59	112,59	18,706	18,762	18,655
Okt.	90,34	90,93	90,04	113,37	113,69	113,22	18,614	18,655	18,580
	Schweizerfranc (CHF)			Hollandske gylde (NLG)			Italienske lire (ITL)		
1992	429,85	449,14	416,42	343,29	346,21	340,58	0,4911	0,5176	0,4054
1993	439,43	472,70	411,95	349,23	368,40	339,64	0,4126	0,4409	0,3830
1994	465,26	475,25	456,46	349,50	354,22	345,81	0,3939	0,4131	0,3741
1995	474,22	486,81	464,56	349,17	361,41	345,33	0,3444	0,3769	0,3135
1995 3. kv.	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
3. -	472,50	479,31	465,12	343,92	344,94	342,36	0,3797	0,3850	0,3733
Juli	470,12	477,50	465,12	343,55	344,19	343,11	0,3800	0,3841	0,3733
Aug.	476,39	479,31	473,97	344,62	344,94	344,25	0,3777	0,3795	0,3752
Sept.	471,02	475,36	466,47	343,58	344,64	342,36	0,3814	0,3850	0,3782
Okt.	465,71	468,54	461,95	341,77	342,60	341,20	0,3843	0,3871	0,3809

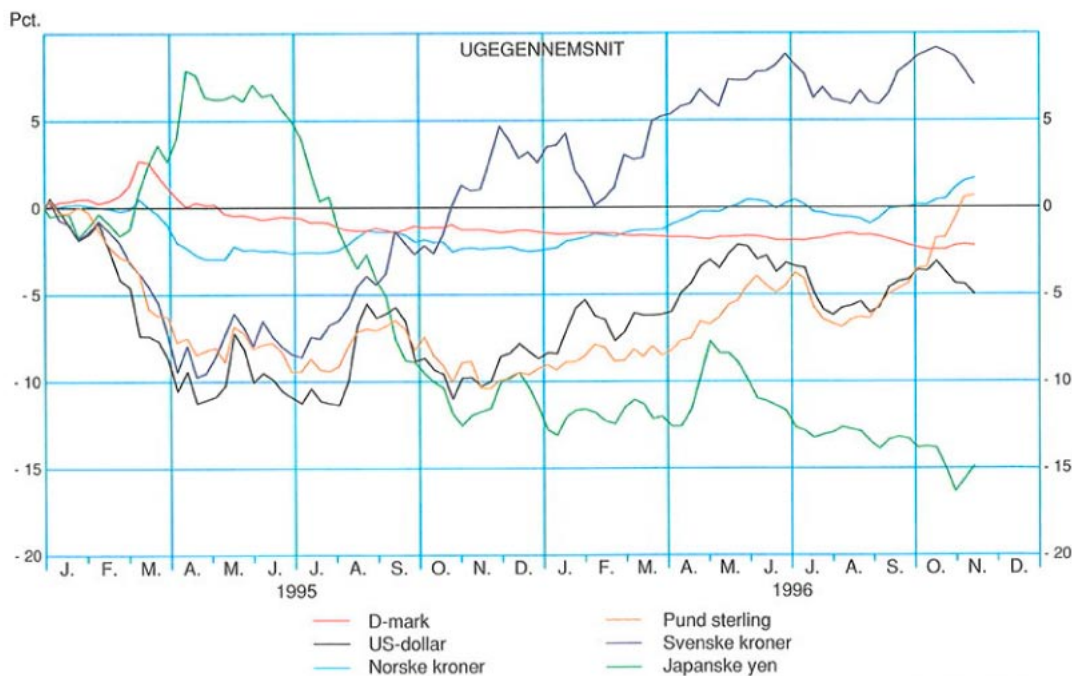
Anm.: Bortset fra SDR er de anførte kurser fastsat på grundlag af markedskurserne. SDR-kursen er beregnet på basis af markedskursen på de valutaer, der indgår.

	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
<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 3. kv.	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
3. -	127,38	128,86	125,77	8,68	8,76	8,62	54,823	54,997	54,590
Juli	126,47	127,20	125,77	8,70	8,76	8,62	54,789	54,925	54,731
Aug.	127,96	128,86	126,81	8,64	8,67	8,62	54,936	54,997	54,876
Sept.	127,79	128,57	127,20	8,68	8,72	8,64	54,742	54,906	54,590
Okt.	128,16	128,57	127,60	8,74	8,77	8,71	54,499	54,619	54,402
<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 3. kv.	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
3. -	4,564	4,584	4,527	3,761	3,778	3,745	421,60	432,68	412,96
Juli	4,566	4,584	4,527	3,749	3,753	3,745	423,86	432,68	412,96
Aug.	4,558	4,575	4,531	3,765	3,772	3,754	417,51	420,22	414,47
Sept.	4,569	4,575	4,562	3,771	3,778	3,764	423,40	430,12	417,49
Okt.	4,555	4,561	4,549	3,794	3,806	3,776	433,54	437,50	429,35
<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 3. kv.	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
3. -	5,3013	5,3640	5,2459	928,93	939,76	917,94	2,428	2,455	2,415
Juli	5,3103	5,3502	5,2477	929,92	939,76	917,94	2,440	2,455	2,419
Aug.	5,3128	5,3640	5,2733	923,13	929,15	918,67	2,419	2,425	2,416
Sept.	5,2794	5,3140	5,2459	933,94	938,37	929,20	2,423	2,439	2,415
Okt.	5,2172	5,2701	5,0752	942,26	947,98	935,96	2,443	2,452	2,430
<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 3. kv.	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			
3. -	455,46	468,97	439,23	399,53	410,41	389,14			
Juli	457,94	468,97	439,23	400,03	406,04	391,71			
Aug.	448,79	455,64	440,95	394,80	398,71	389,14			
Sept.	459,74	466,66	452,04	403,93	410,41	395,18			
Okt.	463,86	470,43	458,63	410,61	420,74	404,34			

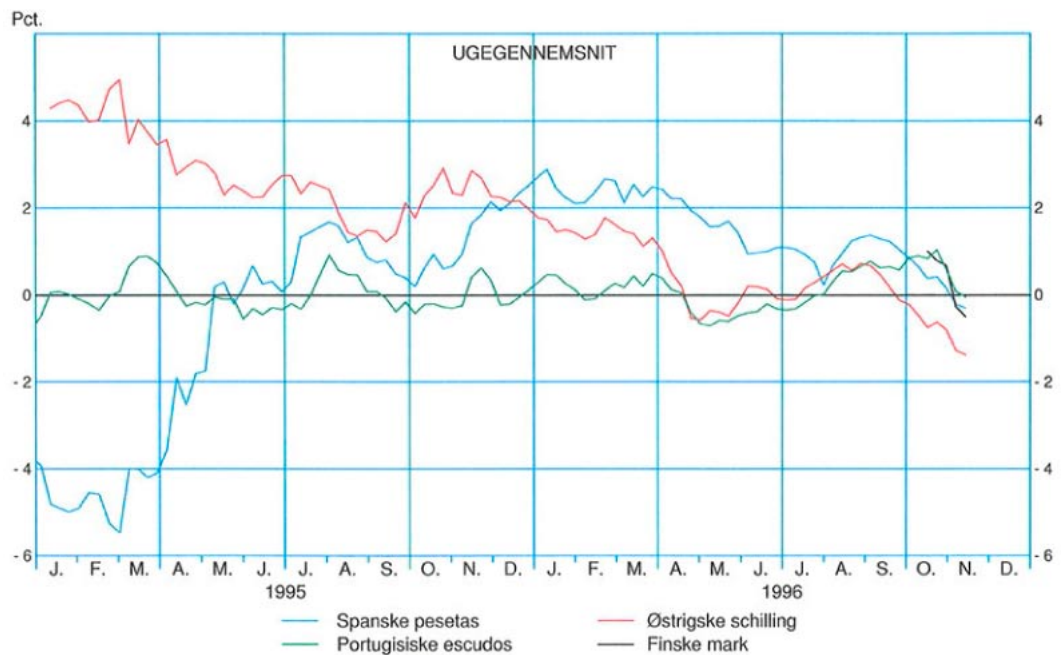
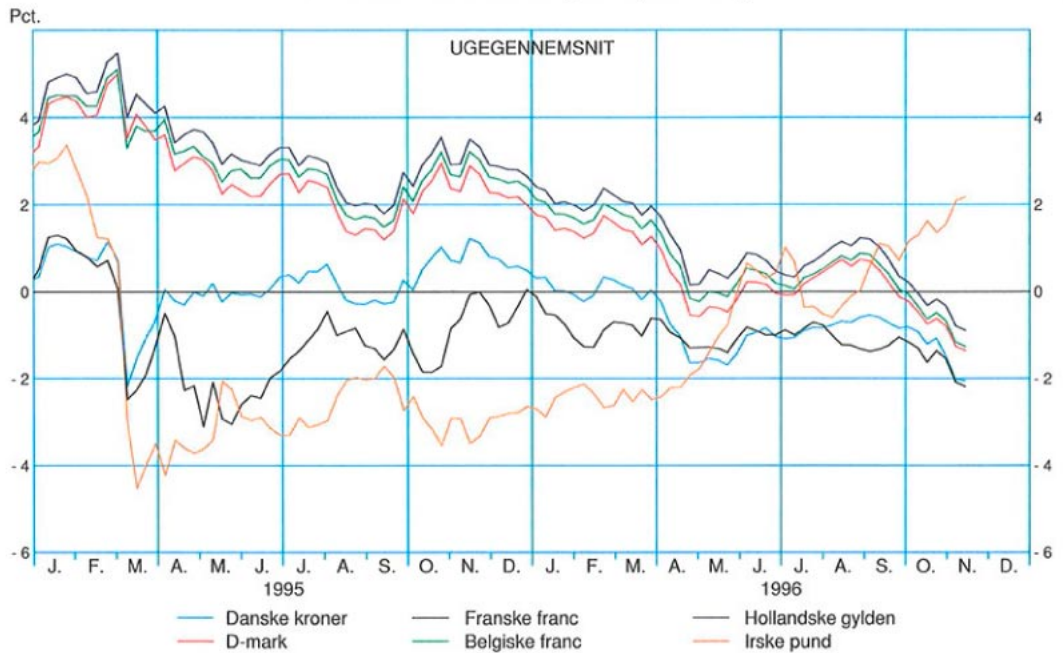
Valutakursudviklingen i forhold til dollar



Valutakursudviklingen i forhold til danske kroner

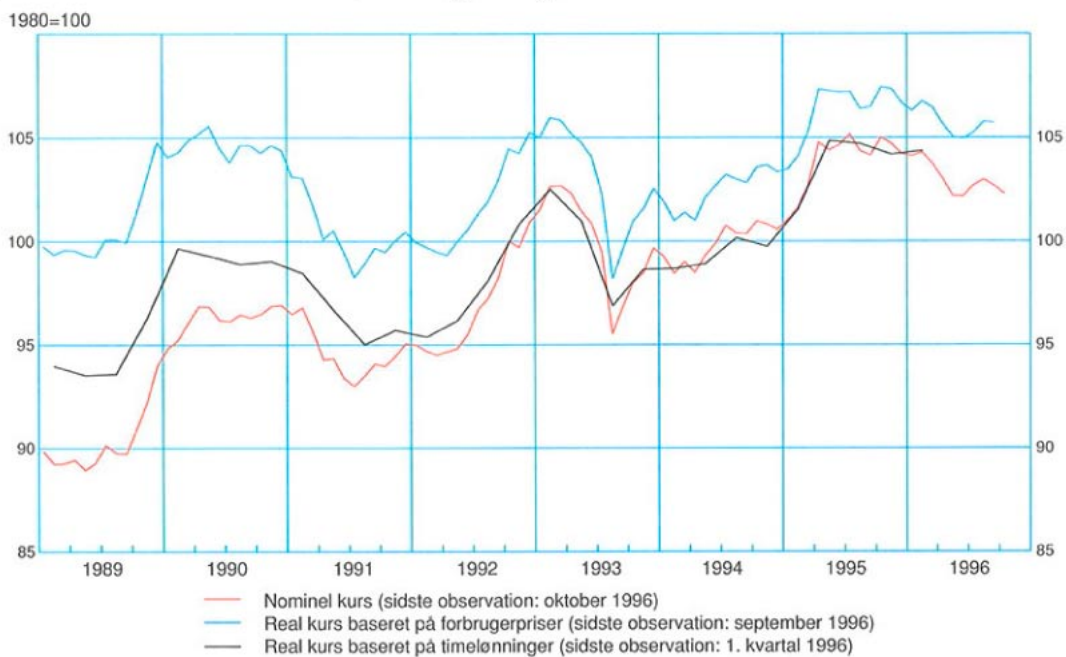


Anm.: Figurene viser, hvor mange procent kursen på de pågældende valutaer, udtrykt i dollars respektive kroner, er ændret siden 31. december 1994.



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.

Nominel og real effektiv kronekurs



Nominel 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 Afdeling. Løbende beregninger af den effektive kronekurs offentliggøres også i "Finansiell Månedstatistik" fra Danmarks Nationalbank.

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Sæsonkorrigeret timeløn		Real effektiv kronekurs baseret på time-lønninger
		Danmark	Udlandet		Danmark ¹⁾	Udlandet	
		1980=100					
1989	90,2	172,9	155,2	100,5	180,6	172,4	94,5
1990	96,3	177,4	163,4	104,6	189,0	183,1	99,4
1991	94,6	181,7	171,2	100,4	197,8	193,7	96,6
1992	96,9	185,5	176,8	101,6	203,8	201,9	97,7
1993	99,9	187,8	182,3	103,0	209,1	209,2	99,9
1994	99,9	191,6	186,7	102,5	215,4	216,2	99,5
1995	103,9	195,6	191,1	106,4	223,7	223,8	103,9
1995 3. kv.	104,6	195,6	191,7	106,7	224,9	224,6	104,7
4. -	104,7	196,7	192,2	107,2	226,3	227,1	104,3
1996 1. kv.	104,1	197,7	193,2	106,5	229,5	228,3	104,6
2. -	102,5	199,7	194,5	105,2	232,9	...	...
3. -	102,8	200,1	194,8	105,6	...	...	...
1995 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	193,1	106,8	•	•	•
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	194,5	105,0	•	•	•
Juli	102,7	199,5	194,7	105,2	•	•	•
Aug.	103,0	199,9	194,6	105,8	•	•	•
Sept.	102,7	200,9	195,1	105,7	•	•	•
Okt.	102,3	...	...	...	•	•	•

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 Afdeling.

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

Priser og lønninger

	Engrosprisindeks ¹⁾	Forbrugerprisindeks ²⁾	Nettoprisindeks ²⁾	Timefortjeneste ³⁾	Engrosprisindeks ¹⁾	Nettoprisindeks ²⁾	Timefortjeneste, års-gennemsnit ³⁾
	År-til-år stigning i procent				1990=100	Jan. 1975=100	Kroner
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
1995 3. kv.	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	4,1	104,4	302,6	•
3. -	1,1	2,3	2,1	3,8	104,2	303,2	•

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.

3) Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik, timefortjeneste for alle lønmodtagere. Kvartalstal for stigningstakter er fra Konjunkturstatistikken (gennemsnit af ændringer mellem nedre og øvre kvartil). Årsvis tal er fra Strukturstatistikken.



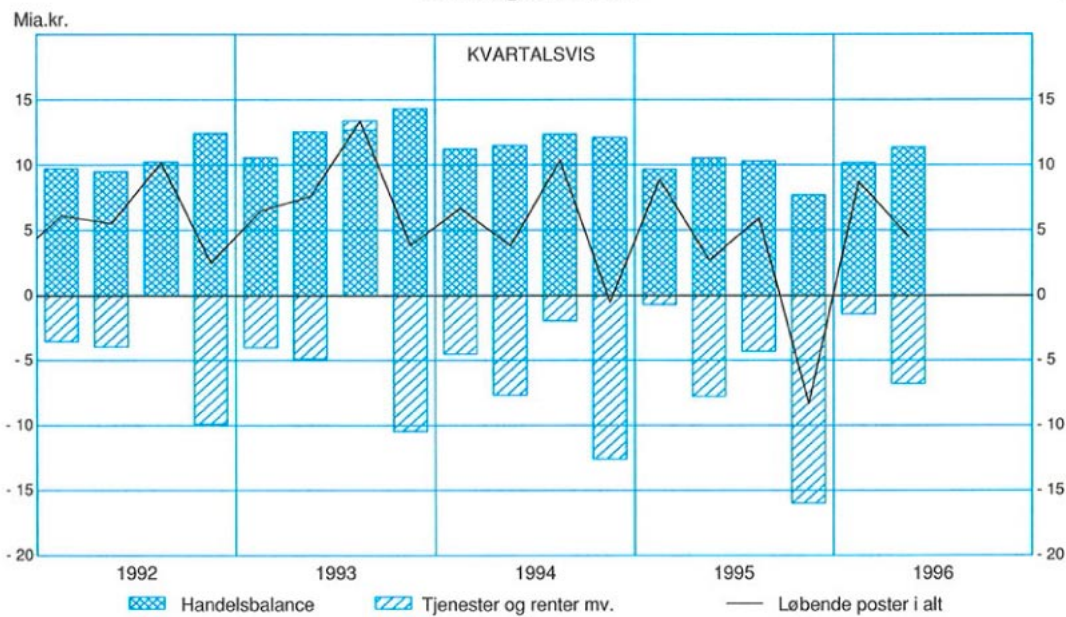
Ultimo ¹⁾	Guld	Fordringer på udlandet	Europæiske valuta- enheder (ECU)	Særlige træknings- rettigheder i IMF (SDR)	Reserve- stilling over for IMF ²⁾	I alt (brutto)	For- pligtelser over for udlandet	I alt (netto) ³⁾
Millioner kroner								
1985	4 772	41 328	4 194	1 759	2 040	54 093	605	53 488
1986	4 675	33 562	392	1 862	1 143	41 634	5 770	35 864
1987	4 858	54 078	3 777	1 301	1 065	65 079	710	64 369
1988	4 595	59 063	10 454	1 542	2 167	77 821	1 582	76 239
1989	4 340	33 180	4 625	1 850	2 213	46 208	1 304	44 904
1990	3 720	52 707	5 200	1 246	1 807	64 680	1 361	63 319
1991	3 464	38 588	2 814	1 430	2 155	48 451	3 888	44 563
1992	3 456	63 540	2 757	528	2 975	73 256	28 292	44 964
1993	4 339	62 818	4 947	580	2 876	75 560	790	74 770
1994	3 790	44 658	3 460	1 107	2 616	55 631	1 537	54 094
1995	3 531	53 577	4 521	880	3 297	65 806	2 200	63 606
1995 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
Juli	3 479	70 827	5 214	921	3 482	83 923	1 846	82 077
Aug.	3 479	67 857	5 214	940	3 463	80 953	2 331	78 622
Sept.	3 483	72 248	5 214	942	3 463	85 350	1 409	83 941

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

2) Danmarks kvote minus Valutafondens beholdning af danske kroner.

3) Kursreguleringer af Danmarks internationale likviditet medførte i 1985 et fald på 3.274 mill.kr., i 1986 et fald på 807 mill.kr., i 1987 et fald på 1.501 mill.kr., i 1988 en stigning på 3.178 mill.kr., i 1989

et fald på 3.675 mill.kr., i 1990 et fald på 3.147 mill.kr., i 1991 en stigning på 2.082 mill.kr., i 1992 en stigning på 1.529 mill.kr., i 1993 en stigning på 4.965 mill.kr., i 1994 et fald på 7.715 mill.kr. og i december 1995 et fald på 3.841 mill.kr.



	Handels- balance ¹⁾	Søtrans- port (netto)	Rejser (netto)	Renter, udbytter og lign. (netto)	Andre løbende trans- aktioner ²⁾ (netto)	Løbende poster i alt	Regi- strerede kapital- betalinger ³⁾	Uregistre- rede kapital- betalinger ⁴⁾	Ændringer i Danmarks inter- nationale likviditet ⁵⁾
							- =forøgelse af passiver eller formindskelse af aktiver		
	Milliarder kroner								
1986	- 8,5	0,7	- 2,9	- 28,0	2,4	- 36,3	- 25,3	5,8	- 16,8
1987	5,5	- 0,4	- 4,4	- 28,2	7,1	- 20,3	- 51,6	1,2	30,0
1988	12,6	0,2	- 4,8	- 28,2	11,2	- 8,9	- 23,3	5,6	8,7
1989	17,6	1,1	- 4,5	- 31,6	9,3	- 8,2	13,6	5,9	- 27,7
1990	30,0	2,4	- 2,2	- 35,2	13,2	8,2	- 31,9	18,5	21,6
1991	30,3	2,4	0,6	- 36,5	16,2	13,0	25,7	8,1	- 20,8
1992	41,9	2,7	0,4	- 34,0	13,6	24,5	17,1	8,5	- 1,1
1993	50,1	4,5	- 0,6	- 30,4	7,8	31,4	11,5	- 4,9	24,8
1994	47,2	3,6	- 1,9	- 30,7	2,3	20,4	31,2	2,2	- 13,0
1995	38,2	3,0	- 3,4	- 27,0	- 1,4	9,4	- 3,2	- 0,8	13,4
1995 1. kv. ...	9,7	0,6	- 1,9	- 3,0	3,7	9,0	1,4	4,8	2,8
2. - ...	10,5	0,7	- 0,6	- 6,0	- 1,9	2,7	6,8	- 3,5	- 0,6
3. - ...	10,3	0,8	0,3	- 4,1	- 1,3	6,0	- 6,0	0,1	11,9
4. - ...	7,7	1,0	- 1,2	- 13,9	- 1,9	- 8,3	- 5,3	- 2,2	- 0,8
1996 1. kv. ...	10,2	0,7	- 2,1	- 3,8	3,9	8,7	- 14,8	1,5	22,0
2. - ...	11,4	1,2	- 0,5	- 6,7	- 0,8	4,5	9,1	- 5,5	0,9

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

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

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

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

4) Inklusive fejl og udeladelser.

	Offentlig sektor ¹⁾	Privat sektor								Registrede kapitalbetalinger 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	11,1	2,3	375,1	211,5	31,6	29,7	•	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	1 754,6
1995	77,6	58,5	32,4	1 199,1	114,0	7,8	198,2	•	1 610,0	1 687,7
1995 3. kv.	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	391,9	32,0	3,7	50,5	•	503,7	515,3
1996 1. kv.	36,8	13,6	11,3	450,3	31,6	1,2	36,8	•	544,9	581,7
2. -	13,6	13,7	8,8	342,9	24,6	1,2	17,6	•	408,7	422,4
3. -	32,7	12,2	8,9	307,7	22,9	1,0	35,6	•	388,2	420,9
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	1,8	14,1	360,6	208,8	18,6	38,3	•	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	1 162,6	124,0	9,7	197,3	•	1 578,0	1 677,9
1995 3. kv.	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	381,1	33,4	2,2	49,8	•	490,5	508,8
1996 1. kv.	40,3	11,5	20,2	426,9	32,5	3,5	33,1	•	527,5	567,8
2. -	15,8	9,0	14,6	348,8	25,0	1,3	20,3	•	419,1	434,8
3. -	33,9	10,9	10,7	311,0	21,7	1,0	36,9	•	392,3	426,2
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	9,3	- 11,8	14,5	2,7	13,0	- 8,6	- 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	36,5	- 9,9	- 1,9	0,9	- 6,6	25,4	3,2
1995 3. kv.	- 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	10,8	- 1,4	1,5	0,7	- 1,1	12,1	5,3
1996 1. kv.	- 3,5	2,1	- 8,8	23,4	- 0,8	- 2,3	3,8	0,9	18,3	14,8
2. -	- 2,1	4,7	- 5,8	- 6,0	- 0,5	- 0,1	- 2,7	3,4	- 7,0	- 9,1
3. -	- 1,2	1,2	- 1,9	- 3,3	1,2	0,1	- 1,3	1,3	- 2,8	- 3,9

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	884,2	107,6	42,2	53,9	6,4	1 120,3	21,3	0,9	56,6	78,8	
1995 3. kv.	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	293,2	36,6	9,8	21,2	1,7	369,8	6,0	0,2	15,8	22,0	
1996 1. kv.	8,9	334,2	33,0	8,9	32,3	4,3	421,6	6,8	0,3	21,7	28,8	
2. -	12,0	251,6	25,1	3,0	22,7	7,6	322,1	5,6	0,4	14,7	20,8	
3. -	8,9	234,2	18,2	1,3	24,7	6,3	293,6	5,3	0,4	8,4	14,1	
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	848,3	107,4	50,0	44,9	5,8	1 079,4	24,3	0,7	58,2	83,3	
1995 3. kv.	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	283,2	32,5	12,7	18,2	1,7	354,7	6,2	0,1	20,1	26,4	
1996 1. kv.	7,4	316,9	37,1	6,5	29,2	3,9	400,9	7,9	0,4	17,8	26,0	
2. -	8,1	258,4	29,5	6,2	19,6	5,9	327,7	7,0	0,4	13,7	21,1	
3. -	7,4	239,2	20,8	1,2	20,4	5,3	294,3	7,6	0,3	8,9	16,7	
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	0,2	- 7,8	9,0	0,6	40,9	- 3,0	0,1	- 1,6	- 4,5	
1995 3. kv.	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	4,1	- 2,9	3,0	0,0	15,2	- 0,2	0,1	- 4,3	- 4,3	
1996 1. kv.	1,5	17,4	- 4,1	2,4	3,1	0,5	20,7	- 1,1	- 0,1	4,0	2,7	
2. -	3,9	- 6,8	- 4,5	- 3,1	3,1	1,7	- 5,7	- 1,4	0,1	1,0	- 0,3	
3. -	1,5	- 5,0	- 2,6	0,1	4,3	1,0	- 0,8	- 2,2	0,1	- 0,4	- 2,6	

	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	245,0	142,6	10,6	70,6	274,8	40,9	195,0	8,6	29,8
1995 1. kv.	62,9	36,8	2,6	18,4	70,3	10,3	49,7	2,4	7,4
2. -	60,7	35,7	2,5	16,8	68,5	10,3	48,0	2,1	7,8
3. -	57,5	32,7	3,1	17,1	65,6	10,5	47,0	1,9	8,1
4. -	64,0	37,4	2,5	18,3	70,5	9,7	50,3	2,1	6,5
1996 1. kv.	61,7	34,5	2,5	18,3	69,8	10,4	48,2	2,6	8,0
2. -	60,9	33,3	3,1	17,5	69,9	11,2	47,4	2,6	9,1

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 mælkekonserver.

Kvantumindeks og bytteforhold i udenrigshandelen

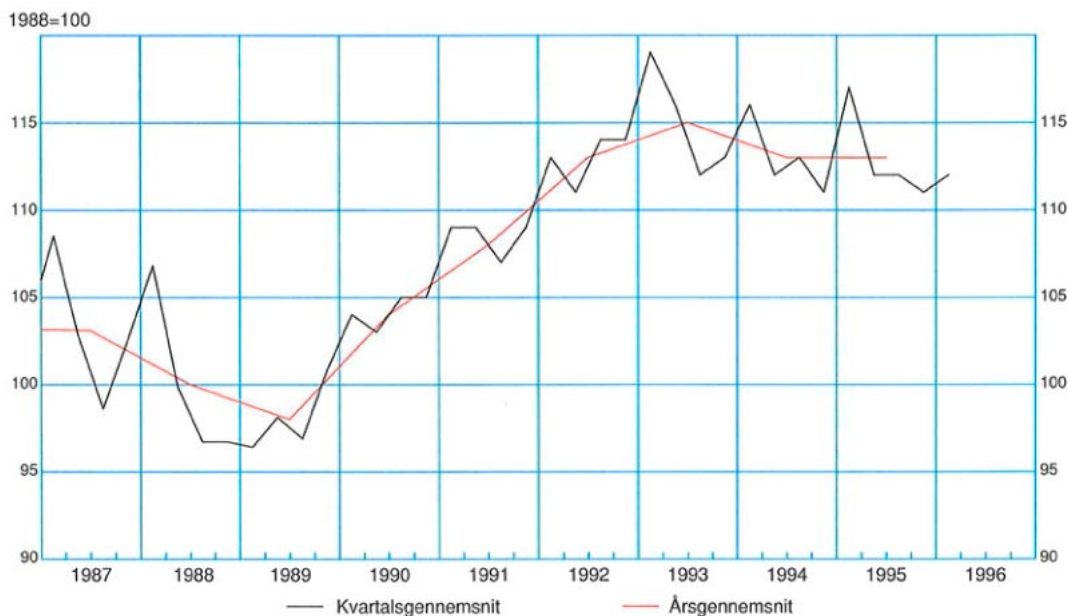
	Kvantumindeks		Indeks for enhedsværdier		Bytteforhold ¹⁾
	1985=100		1985=100		
	Eksport	Import	Eksport	Import	1985=100
1986	102	108	95	90	106
1987	104	106	95	86	110
1988	110	104	94	87	108
1989	118	107	100	93	107
1990	125	111	98	90	110
1991	133	116	99	90	110
1992	139	121	97	87	111
1993	135	112	95	85	111
1994	145	127	96	86	112
1995	153	135	96	88	110
1995 1. kvt.	152	137	99	90	110
2. -	150	132	97	89	110
3. -	149	128	96	88	109
4. -	158	140	96	88	108
1996 1. kvt.	150	131	98	89	110
2. -	147	127	99	89	112

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	114	108	90	115
1994	148	92	100	117	112	108	91	113
1995	149	93	106	131	107	106	89	113
1994 1. kv.	158	92	101	113	112	108	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	117
2. -	146	91	110	125	107	104	92	112
3. -	146	92	102	139	103	111	77	112
4. -	147	93	111	129	104	100	86	111
1996 1. kv.	140	90	107	144	107	102	89	112

Anm.: Markedsandelene viser forholdet mellem den danske eksport og importlandets import. Nærmere oplysninger om beregningsmetoden findes i Kvartaloversigten, november 1991. Yderligere information kan fås ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Økonomisk Afdeling.

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⁾	- 28,6	105,9	- 134,5	...	...	...	...
1997 ⁴⁾	- 19,3	85,8	- 105,1	...	...	...	...

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 stats udlån.

2) I perioden fra og med 1986 til og med 1990 inklusive ændringer i

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

3) Inklusive udenlandske lån genudlånt til elværker.

4) Skøn, budgetoversigt oktober 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-kelse af indestå-ende i National-banken ⁵⁾
					Private, virksom-heder og fonde mv. ⁴⁾	National-banken og pengeinsti-tutterne mv. ⁵⁾			
Milliarder kroner									
1986	100,6	46,3	68,3	- 13,9	- 1,9	- 8,4	31,7	-	- 35,2
1987	94,2	27,2	67,7	- 0,7	7,8	- 15,1	14,0	-	- 7,4
1988	131,4	36,3	86,8	8,3	- 2,2	10,1	- 10,1	-	10,5
1989	130,1	17,8	89,5	22,7	11,6	7,6	- 4,7	-	8,2
1990	119,7	14,7	79,1	25,9	41,2	- 18,5	5,6	-	- 2,4
1991	136,9	30,6	64,5	41,8	36,5	13,3	- 28,4	-	20,4
1992	142,6	16,3	96,0	30,3	46,2	- 17,4	11,1	10,2	- 19,8
1993	135,9	16,7	74,3	44,9	81,2	- 34,7	56,7	-	- 58,3
1994	134,7	14,9	73,6	46,2	- 11,6	57,6	- 31,3	- 1,1	32,7
1995	171,3	32,5	104,5	34,2	58,8	- 26,2	- 19,6	- 0,2	21,5
1995 3. kv.	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. -	22,9	3,6	0,0	19,3	18,8	3,9	- 0,3	- 0,7	- 2,4
3. -	34,8	11,8	19,4	3,6	1,0	- 1,3	0,1	- 0,2	3,9

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

1) 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 papirens 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 eksklusive over- eller underkurs ved opkøb af indenlandske statspapirer.

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

5) Inklusive Hypotekbanken og Postgiroen.

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

*Statens udlån og gæld
(Udestående beløb)*

15

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

1) Til og med 1991 inklusive bunden opsparing.

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
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
3. - ...	13,2	9,2	22,3	0,2	32,0	15,2	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 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
Juli	276,6	14,0	28,4	30,2	31,8	40,7	3,0	79,3	504,0
Aug.	281,2	14,3	22,0	27,5	31,8	40,7	3,8	79,5	500,8
Sept.	285,7	15,4	35,2	28,5	32,6	39,7	4,0	82,0	523,0

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	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
	Juli	92,9	70,3	28,5	13,1	5,7	0,7	46,8	258,1
	Aug.	97,5	77,9	35,1	13,1	5,7	0,7	49,1	279,1
	Sept.	99,2	77,6	38,7	13,2	5,8	0,7	50,5	285,8

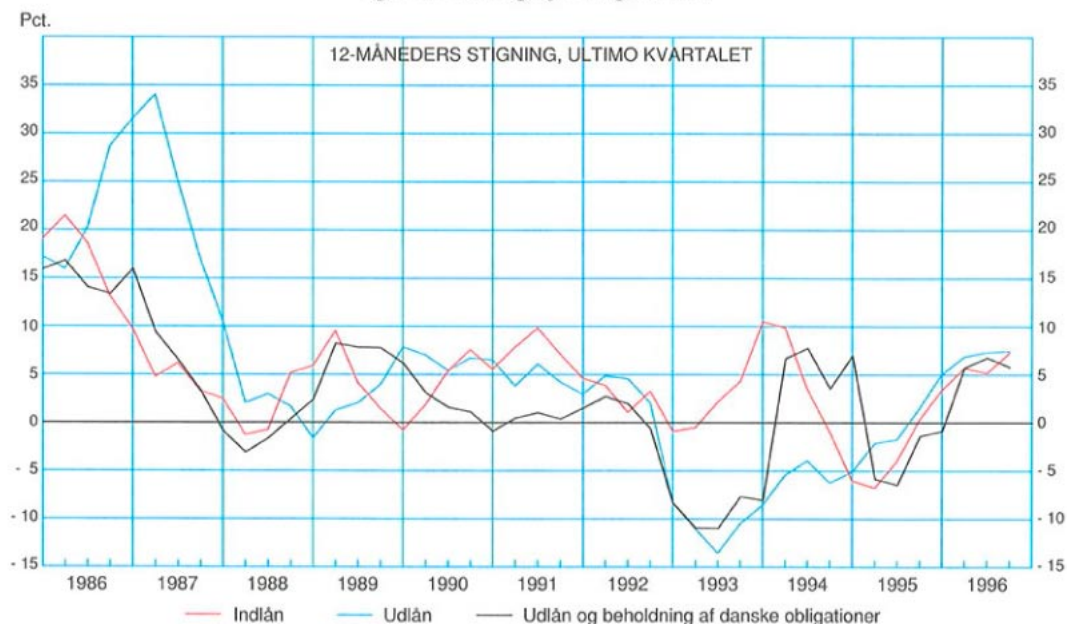
Anm.: I 1989 og 1990 er pengeinstitutternes obligationsbeholdninger påvirket af genkøbsforretninger med Nationalbanken. Fra og med 1991 eksklusive aktier i datterbanker mv.

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 - 412,4	8,8	8,2	44,9	0,2	2,5	2,4	36,4	515,7	
1990 - <u>435,2</u>	10,6	8,2	<u>45,5</u>	0,1	2,9	3,2	<u>41,2</u>	<u>546,8</u>	
1991 - 447,7	10,1	10,2	11,9	0,1	2,5	3,5	29,9	515,9	
1992 - 443,3	13,0	9,6	16,0	0,2	1,8	5,0	24,8	513,6	
1993 - 489,4	15,4	16,3	20,6	0,2	3,4	5,0	30,9	581,3	
1994 - 459,5	15,8	25,2	17,7	0,2	1,6	2,4	30,1	552,5	
1995 - 474,7	16,0	30,6	14,8	0,5	1,6	2,6	37,9	578,8	
1995 Sept.	468,5	17,9	25,0	15,1	0,5	1,5	2,8	31,1	562,5
Okt.	490,8	18,0	28,2	15,1	0,5	1,7	2,4	27,3	584,0
Nov.	477,7	17,3	26,3	14,6	0,5	1,6	2,6	30,8	571,4
Dec.	474,7	16,0	30,6	14,8	0,5	1,6	2,6	37,9	578,8
1996 Jan.	502,3	20,3	26,4	17,6	0,5	1,4	2,7	39,8	610,9
Feb.	497,2	16,5	20,7	18,4	0,4	1,4	2,7	40,4	597,9
Marts ...	482,6	18,0	20,2	18,6	0,4	1,3	3,7	49,8	594,6
April	514,8	18,5	24,5	19,2	0,4	1,5	3,3	45,0	627,3
Maj	495,9	19,8	26,5	19,4	0,5	1,5	2,7	49,1	615,3
Juni	485,9	20,9	25,1	19,9	0,5	1,7	2,6	44,7	601,3
Juli	511,1	18,7	27,6	18,1	0,4	1,8	2,5	43,4	623,6
Aug.	508,9	19,7	25,0	20,3	0,4	1,7	3,4	46,7	626,1
Sept.	502,5	19,0	29,6	23,6	0,4	2,0	4,0	51,6	632,6

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

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

Ultimo		Erhvervsmæssige								Ikke-erhvervs- mæssige		I alt
		Land- brug, fiskeri og råstof- udvin- ding	Frem- stillings- virk- somhed mv. ¹⁾	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Handel, trans- port mv.	Finan- sierings- virk- somhed, ejen- doms- handel mv. ²⁾	Offent- lig for- valtning og andre tjeneste- ydelser	Øvrige erhverv	I alt			
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
	Juni	17,5	31,1	7,6	46,1	58,4	14,5	8,9	184,1	2,2	116,5	302,9
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
	Juni	16,4	32,9	9,8	43,1	69,4	42,6	11,9	225,9	•	280,9	506,8

Kilde: Danmarks Statistik.

Anm.: I 1991 og 1992 eksklusive nyetablerede pengeinstitutter.

1) Herunder energi- og vandforsyning.

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

Ultimo	Aktiver				Passiver				Netto-aktiver
	Udlån	Kredit-institutter mv.	Andre mellem-værender	I alt	Indlån ¹⁾	Kredit-institutter mv.	Andre mellem-værender	I alt	
	Milliarder kroner								
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 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
Juli	72,1	234,8	39,8	346,7	46,0	147,4	26,5	219,9	126,8
Aug.	62,8	230,9	46,5	340,2	45,6	143,0	28,1	216,7	123,5
Sept.	76,8	237,7	51,6	366,1	53,5	152,7	34,0	240,1	125,9

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 faktoreres påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling

	Ud- og indlansforretninger i valuta med danske kunder ¹⁾	Valutaterminsforretninger med ¹⁾		Ud- og indlansforretninger i kroner med udlændinge	Andre faktorer ²⁾	Samlet ændring af udlandsstillingen
		indenlandske kunder	udlændinge			
Milliarder kroner						
1992	2,4	- 6,9	49,9	1,8	7,3	54,6
1993	10,2	14,9	66,7	61,5	- 12,7	140,6
1994	- 1,0	7,1	- 72,3	- 6,7	- 11,3	- 84,2
1995	1,2	- 11,8	5,4	- 1,5	11,8	5,1
1994 1. kv.	- 2,6	- 5,6	- 7,9	- 20,0	- 23,2	- 59,3
2. -	0,1	8,4	- 47,3	- 2,6	13,8	- 27,6
3. -	6,0	- 7,9	- 6,7	8,0	4,3	3,6
4. -	- 4,5	12,2	- 10,3	7,9	- 6,1	- 0,8
1995 1. kv.	3,3	- 13,0	18,5	- 11,8	- 4,0	- 7,0
2. -	0,6	8,1	- 5,4	4,6	12,9	20,7
3. -	- 2,0	- 3,2	- 5,1	0,2	0,7	- 9,4
4. -	- 0,8	- 3,7	- 2,7	5,5	2,3	0,8
1996 1. kv.	- 0,3	- 1,4	- 4,1	5,9	- 1,3	- 1,2
2. -	4,3	1,2	5,2	- 16,9	2,6	- 3,6
3. -	- 3,8	2,5	- 2,2	6,9	- 4,9	- 1,5

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		
	December 1995	Marts 1996	Juni 1996	December 1995	Marts 1996	Juni 1996
	Milliarder kroner					
Valutafordeling						
<i>I danske kroner</i>						
med egne enheder	32,5	32,9	33,2	3,2	5,5	4,0
med andre banker mv.	70,7	78,5	77,9	28,2	36,1	52,2
med ikke-banker	33,2	28,0	34,0	27,8	18,2	24,0
I alt danske kroner	136,4	139,4	145,1	59,2	59,8	80,2
<i>I fremmed valuta</i>						
med egne enheder	65,1	55,9	66,7	27,8	22,2	27,3
med andre banker mv.	38,5	57,0	51,6	75,9	86,4	82,1
med ikke-banker	49,7	44,4	53,8	14,0	17,6	19,1
I alt fremmed valuta	153,3	157,3	172,1	117,7	126,2	128,5
I alt	289,7	296,8	317,2	176,9	186,0	208,7
Landefordeling						
Belgien	8,3	11,6	10,3	9,0	7,7	8,7
Tyskland	10,9	8,7	13,3	10,7	10,3	12,1
Finland	6,8	7,6	9,3	2,3	2,8	3,2
Frankrig	19,1	17,9	16,3	13,2	18,9	13,3
Grækenland	1,0	0,8	0,6	0,2	0,3	0,1
Holland	4,2	4,8	5,3	7,3	7,1	8,2
Irland	14,8	14,4	11,4	2,4	3,3	2,1
Italien	4,2	4,9	4,1	2,2	2,3	2,3
Luxembourg	22,5	20,7	24,6	17,0	12,6	16,8
Portugal	0,7	0,5	0,9	0,9	0,7	0,8
Spanien	2,3	2,5	3,2	1,4	1,3	2,2
Storbritannien	82,3	88,3	87,4	48,4	43,3	56,0
Sverige	31,9	31,4	32,2	4,9	10,2	13,2
Østrig	0,8	1,1	1,4	2,9	2,3	2,2
EU-lande i alt	209,7	215,3	220,3	122,8	123,0	141,1
Norge/Island	3,9	5,0	5,9	1,2	2,2	1,9
Canada	0,4	0,4	0,2	0,3	0,3	0,7
Japan	3,4	2,0	2,5	0,2	0,2	0,6
Schweiz	6,1	5,5	4,8	5,0	5,6	4,9
USA	15,1	15,7	22,7	5,0	5,3	13,1
Australien/New Zealand	0,2	0,1	0,0	0,1	0,9	0,3
OECD-lande i alt	238,8	244,0	256,5	134,7	137,5	162,6
Cayman Islands	11,8	10,8	19,8	2,8	2,8	1,1
Hong Kong	3,3	3,1	4,8	0,5	0,4	1,2
Singapore	27,5	29,5	26,2	2,4	3,2	4,3
Øvrige "Offshore Banking" centre	0,5	0,3	0,2	0,7	1,0	0,9
Øvrige Europa ¹⁾	5,2	6,0	6,9	4,5	4,4	4,6
Øvrige Latinamerika	0,3	0,3	0,3	0,7	0,8	0,9
Øvrige Mellemøsten	0,9	0,9	0,8	2,1	2,2	1,5
Øvrige Afrika	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,5
Øvrige Asien	1,0	1,2	1,3	0,8	0,8	0,8
Uoplyst mv.	0,3	0,6	0,2	4,5	5,6	3,8
International udstedelse af værdipapirer	•	•	•	22,8	26,9	26,6
I alt	289,7	296,8	317,2	176,9	186,0	208,7

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	December 1994	Juni 1995	December 1995	Juni 1996
	Milliarder kroner			
Belgien	13,0	12,8	9,1	10,4
Tyskland	14,5	12,2	16,8	18,1
Finland	9,7	12,7	10,6	14,5
Frankrig	10,2	13,1	12,6	16,6
Grækenland	1,2	1,3	1,4	1,4
Holland	8,0	11,7	7,5	6,5
Irland	4,4	8,5	8,7	6,1
Italien	5,0	6,0	5,3	4,5
Luxembourg	7,9	6,3	5,9	7,0
Portugal	0,2	0,4	0,6	0,5
Spanien	3,7	2,7	2,1	2,7
Storbritannien	71,8	80,3	73,8	122,6
Sverige	33,6	42,6	46,3	47,8
Østrig	1,6	1,6	0,9	2,5
EU-lande i alt	184,7	212,3	201,7	261,2
Norge/Island	6,1	7,0	4,7	6,9
Canada	2,5	2,3	2,2	1,9
Japan	2,4	6,9	1,5	2,3
Schweiz	7,9	7,3	7,3	6,4
USA	13,8	19,7	16,1	40,4
Australien/New Zealand	0,6	0,5	0,3	0,4
OECD-lande i alt	218,1	256,0	233,8	319,4
Cayman Islands	5,9	1,3	2,1	2,6
Hong Kong	6,6	6,2	6,1	15,5
Singapore	4,6	4,5	1,8	5,2
Øvrige "Offshore Banking" centre	1,9	3,2	4,0	4,5
Øvrige Europa ¹⁾	3,6	3,4	3,1	3,4
Øvrige Latinamerika	0,9	0,8	0,6	0,5
Øvrige Mellemøsten	2,2	2,8	1,7	0,8
Øvrige Afrika	0,4	0,3	0,2	0,6
Øvrige Asien	2,0	1,9	2,2	2,9
Uoplyst	—	—	—	—
I alt	246,2	280,4	255,6	355,5

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 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	•	•
Juli.	36 633	15 424	0	38 181	—	13 876	1 434	•	•
Aug.	31 129	1 290	1	37 053	—	- 4 635	1 136	•	•
Sept.	36 083	6 299	1	44 488	—	- 2 107	1 136	•	•

1) Årstillene er statustal, mens månedstillene er balancetal.

2) Nominal 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 basisstigningsstakt for de enkelte pengeinstitutters indenlandske indlån. Indlænsovervågningssystemet blev stillet i bero fra og med januar 1988 og afvikledes pr. 1. marts 1991.

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

Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken

23



	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
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. - ...	19,3	- 22,6	- 3,3	1,9	- 0,6	- 3,3	- 5,3	- 3,3
3. - ...	22,9	- 19,1	3,8	- 2,5	0,0	- 0,1	1,2	- 2,1

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

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

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

4) Ændring i Danmarks internationale likviditet eksklusive statens nettolåntagning 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 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
Juli	30,6	276,7	32,9	109,5	449,7	6,0
Aug.	30,9	278,0	34,2	105,9	449,0	8,9
Sept.	30,2	274,4	33,0	104,1	441,7	7,3

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 valuta-indlæ-

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

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

Forskellige faktorerers påvirkning af pengemængden

	Formindskelse af statens indestående i Nationalbanken ¹⁾	Udlånsstigning i pengeinstitutterne ²⁾	Obligationenkøb ³⁾⁴⁾	Stigning (-) i indskud på særlige indlænsformer mv. ⁵⁾	Stigning (-) i nettoindskud fra realkreditinstitutter mv. ⁶⁾	Ændring i pengeinstitutternes udlænsstilling	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 3. kv. ...	- 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	26,1	2,3	9,6
2. - ..	- 3,3	8,5	- 0,8	- 0,2	10,6	- 3,6	3,1	- 6,5	7,7
3. - ..	3,8	- 1,7	1,2	0,8	15,7	- 1,5	- 2,5	- 1,5	14,3

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 foregelse (-) af pengeinstitutternes egenkapital og efterstillede kapitalindskud fra indlænde.

	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	- 5,4	- 31,2
1993	46,6	- 1,6	44,9	- 28,5	- 23,8	17,4	5,3	- 2,6	- 32,2
1994	46,0	0,2	46,2	- 15,6	- 24,0	13,7	0,9	- 4,8	- 29,8
1995	32,6	1,6	34,2	14,6	- 6,5	29,6	- 3,4	- 5,1	29,3
1994 1. kv. ...	13,1	- 6,9	6,2	- 9,8	- 8,0	14,8	0,8	- 2,0	- 4,3
2. - ...	17,2	8,1	25,3	5,9	- 7,2	- 5,0	1,8	- 1,5	- 5,9
3. - ...	25,1	- 13,2	11,9	- 10,1	- 3,8	3,9	- 2,1	- 2,5	- 14,6
4. - ...	- 9,5	12,2	2,8	- 1,6	- 5,1	- 0,1	0,5	1,2	- 5,2
1995 1. kv. ...	8,2	- 2,2	6,0	- 0,5	- 2,1	8,8	0,6	- 2,8	3,9
2. - ...	24,2	- 2,8	21,5	7,1	- 3,4	4,8	- 1,9	- 3,3	3,2
3. - ...	13,8	- 6,2	7,6	- 0,4	- 1,9	10,1	- 0,6	- 1,8	5,4
4. -	- 13,6	12,7	- 0,9	8,5	1,0	6,0	- 1,6	2,9	16,7
1996 1. kv. ...	16,0	- 20,6	- 4,6	4,7	- 2,5	16,0	- 2,0	- 2,6	13,6
2. - ...	22,6	- 3,3	19,3	8,9	- 1,4	2,2	0,2	- 0,2	9,7
3. - ...	- 0,3	3,8	3,6	- 0,1	- 2,1	20,6	0,8	...	...

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

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

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

3) Se side 14 nederst.

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

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

	Støttet byggeri	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 3. kv.	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. kv.	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. kv.	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
3. -	126,8	47,4	118,8	106,0	428,8	827,9
Beregnet kontantsaldo²⁾						
1994 3. kv.	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. kv.	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. kv.	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
3. -	125,8	47,8	118,4	105,3	425,6	822,9
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 3. kv.	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. kv.	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. kv.	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
3. -	1,9	1,5	4,3	1,2	12,4	21,3

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.

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

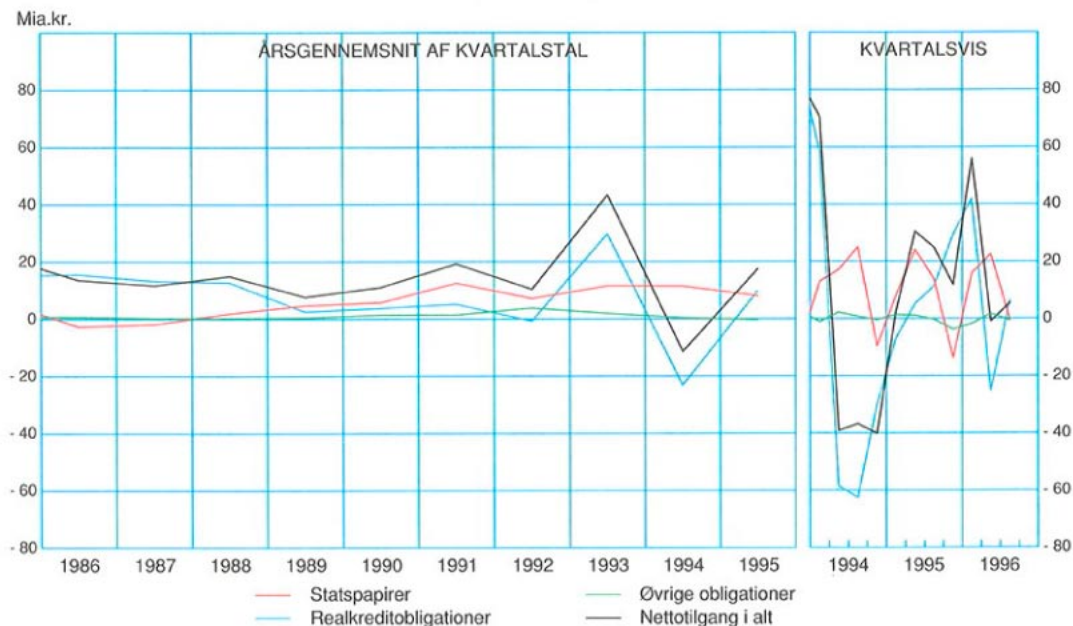
institutterne beregnede underkurskonto for obligationslån ydet efter 1991.

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		
	Milliarder kroner					
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 3. kv.	2,5	2,9	9,1	8,2	24,4	47,0
4. -	1,2	2,2	7,3	5,2	22,4	38,3
1995 1. kv.	2,5	1,7	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. kv.	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
3. -	2,6	3,4	13,8	4,8	31,4	56,0
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 3. kv.	0,5	2,5	10,7	9,0	19,1	41,8
4. -	0,1	1,6	8,2	3,4	17,3	30,6
1995 1. kv.	0,1	0,8	3,1	1,8	11,1	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. kv.	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
3. -	0,6	1,7	8,3	3,2	16,5	30,3
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 3. kv.	0,3	0,2	1,1	0,3	2,7	4,5
4. -	2,2	0,3	1,1	0,9	2,9	7,5
1995 1. kv.	0,3	0,2	0,8	0,3	2,6	4,2
2. -	2,3	0,5	1,5	1,0	2,9	8,2
3. -	0,3	0,2	0,9	0,3	2,6	4,3
4. -	2,3	0,3	1,5	1,0	2,9	8,0
1996 1. kv.	0,3	0,2	1,1	0,3	2,6	4,6
2. -	2,5	0,6	1,5	1,0	2,8	8,3
3. -	0,3	0,2	1,1	0,4	2,6	4,6
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 3. kv.	1,6	0,2	- 2,7	- 1,1	2,6	0,7
4. -	- 1,2	0,3	- 2,0	0,9	2,1	0,1
1995 1. kv.	2,2	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. kv.	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
3. -	1,7	1,5	4,3	1,2	12,4	21,0

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				
	Inden-landske stats-papirer ¹⁾	Real-kredit-obliga-tioner	Øvrige børs-noterede krone-obliga-tioner	I alt	National-banken ²⁾	Penge-institut-terne ²⁾	Sociale fonde ³⁾ og Hypotek-banken ⁴⁾	Øvrige inden-landske aftagere ⁵⁾	Udlan-der 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	32,6	37,2
1994 3. kv.	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	11,9	- 1,1	- 6,6	1,6	3,8	14,2
1996 1. kv.	16,0	42,0	- 1,8	56,1	0,6	- 0,1	3,9	33,0	18,7
2. -	22,6	- 25,2	1,7	- 0,9	- 0,6	0,1	2,6	8,3	- 11,3
3. -	- 0,3	6,5	- 0,7	5,6	0,0	1,5	2,0	5,3	- 3,2

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

2) Korrigeret for genkøbsforretninger mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

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

4) Inklusive Postgiroen.

5) Beregnet residualt.

6) Se side 11.

Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer
(Nominel værdi)

29

Ultimo	Indenlandske statspapirer				Realkreditobligationer	Andre obligationer	I alt
	Obligationer	Statsgældsbeviser	Skattekammerbeviser	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 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	929,2	92,3	1 710,0
Juli	537,4	97,6	45,6	680,6	906,0	90,4	1 677,0
Aug.	542,1	81,2	50,4	673,7	934,4	91,0	1 699,1
Sept.	551,6	82,6	54,8	689,0	938,1	91,8	1 718,9

Anm.: For indeksobligationer er nominel værdi inklusive indeksering.

Aktieudvidelser opdelt efter erhvervsgrupper
(Kursværdi)

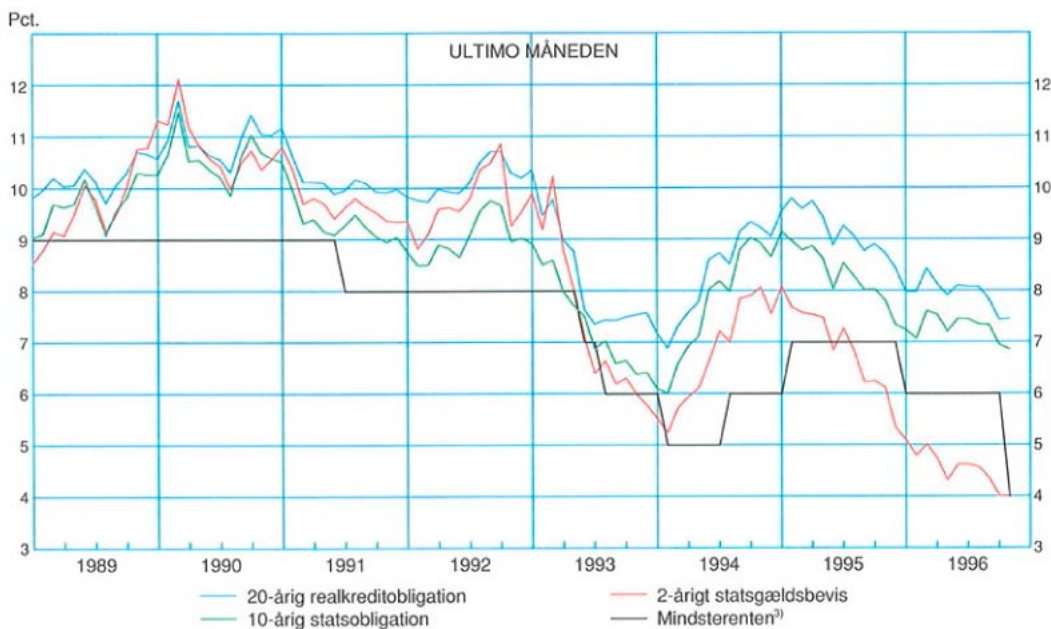
	Pengeinstitutter ¹⁾	Forsikring	Handel og service	Rederier	Industri	Investerings-selskaber	I alt
	Milliarder kroner						
1986	2,5	0,1	1,9	-	2,3	1,6	8,3
1987	1,8	-	0,3	0,0	0,2	0,7	3,0
1988	2,5	-	0,1	-	0,9	0,5	4,0
1989	5,6	-	1,6	-	1,6	1,9	10,7
1990	1,8	0,9	0,8	0,6	1,1	0,8	6,1
1991	0,7	2,6	1,0	0,2	3,9	1,1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

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 obligationsrente ²⁾	Mindsterenten ³⁾
	Løbetid antal år							
	10	5	2	30	20	10		
	Procent p.a.							
1986	11,24	10,90	10,59	12,48	11,96	11,60	11,61	8
1987	11,15	10,58	10,34	12,79	12,61	11,67	11,73	10
1988	9,03	8,98	8,53	9,92	9,82	9,32	9,78	9
1989	10,26	10,56	11,30	10,49	10,57	10,38	10,79	9
1990	10,50	10,71	10,79	11,15	11,17	10,62	11,01	9
1991	8,76	9,14	9,34	9,80	9,83	9,63	9,90	8
1992	8,91	9,67	9,87	10,17	10,34	10,55	10,25	8
1993	6,09	5,71	5,50	7,11	7,17	7,21	7,74	6
1994	9,14	8,77	8,06	9,73	9,53	9,00	9,17	6
1995	7,23	6,26	5,08	8,36	7,98	7,12	7,40	6
1995 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
Aug.	7,33	6,27	4,35	8,52	7,83	6,63	7,10	6
Sept.	6,94	5,81	4,00	8,17	7,43	6,39	6,81	6
Okt.	6,85	5,76	3,99	8,13	7,45	6,40	6,77	4

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.

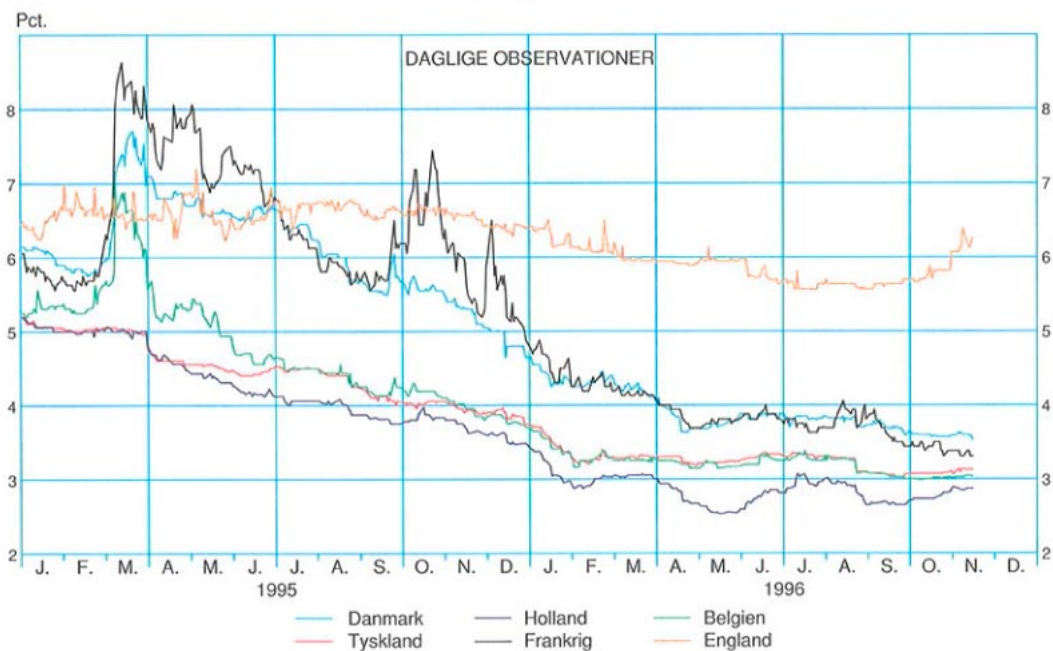
2) I beregningen indgår samtlige statsobligationer og et udvalg af realkreditobligationer. Gennemsnitsrenten er sammenvejet på grundlag af kursværdien af de cirkulerende beløb.

3) I henhold til kursgevinstloven.

Ultimo	3-måneders eurorente					
	Danmark ¹⁾	England	Frankrig	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1994 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
Aug.	3,73	5,69	3,85	5,10	3,08	5,44
Sept.	3,65	5,81	3,43	4,75	3,06	5,50
Okt.	3,59	6,13	3,34	4,57	3,07	5,38
Ultimo	Effektiv rente af 10-årige statsobligationer ²⁾					
	Danmark	England	Frankrig	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1994 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
Aug.	7,33	8,06	6,43	8,09	6,39	7,06
Sept.	6,94	7,81	6,06	7,37	6,10	6,82
Okt.	6,85	7,77	5,97	7,31	6,00	6,44

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 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
Aug.	3,75	4,31	3,38	3,79	3,85	3,70	3,65	3,71	3,52
Sept.	3,54	3,69	3,31	3,70	3,80	3,59	3,53	3,56	3,48
Okt.	3,50	3,88	3,13	3,59	3,65	3,57	3,49	3,54	3,47

1) Beregnet på grundlag af daglige omsætningsgennemsnit.

2) Rente tilbudt for pengemarkedsindskud.

3) Genkøbsforretninger i statspapirer.

		1 måned			2 måneder			3 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
		Procent p.a.								
1995	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
	Aug.	3,82	3,87	3,71	3,87	3,93	3,77	3,92	3,96	3,82
	Sept.	3,72	3,75	3,68	3,77	3,84	3,74	3,83	3,90	3,78
	Okt.	3,61	3,66	3,60	3,65	3,73	3,62	3,67	3,76	3,65
		4 måneder			5 måneder			6 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
		Procent p.a.								
1995	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
	Aug.	3,95	3,99	3,85	3,99	4,03	3,89	4,03	4,09	3,92
	Sept.	3,87	3,94	3,80	3,90	3,98	3,83	3,93	4,02	3,85
	Okt.	3,70	3,79	3,66	3,72	3,81	3,68	3,74	3,84	3,71
		9 måneder			12 måneder					
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest			
		Procent p.a.								
1995	Okt. ¹⁾ ...	•	5,90	5,75	•	5,93	5,78			
	Nov.	5,48	5,74	5,25	5,52	5,77	5,30			
	Dec.	5,06	5,25	4,88	5,10	5,30	4,91			
1996	Jan.	4,56	4,82	4,41	4,58	4,87	4,41			
	Feb.	4,57	4,91	4,43	4,61	4,98	4,45			
	Marts ...	4,52	4,61	4,43	4,59	4,70	4,49			
	April	4,10	4,36	3,89	4,19	4,43	3,97			
	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			
	Aug.	4,15	4,23	4,07	4,27	4,35	4,17			
	Sept.	4,04	4,15	3,95	4,15	4,26	4,05			
	Okt.	3,82	3,94	3,78	3,92	4,04	3,87			

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

1) Indberettet fra og med 16. oktober 1995.

Gældende ultimo året/ fra	Diskonto	Indskud på folio ¹⁾	Genkøbs- og indskuds- bevisrente ²⁾	Gældende ultimo året/ fra	Diskonto	Indskud på folio ¹⁾	Genkøbs- og indskuds- bevisrente ²⁾
	Procent p.a.				Procent p.a.		
1987	7,00	8,25	•	1995 28. sept. ..	5,00	5,00	5,40
1988	7,00	7,75	•	5. okt. ...			5,30
1989	7,00	11,00	•	9. nov. ...	4,75	4,75	5,15
1990	8,50	9,50	•	23. - ...			5,00
1991	9,50	9,50	•	15. dec. ...	4,25	4,25	4,75
1992	9,50	9,50	13,00	28. - ...			4,60
1993	6,25	6,25	6,75	1996 11. jan. ...			4,50
1994	5,00	5,00	5,50	25. - ...	4,00	4,00	4,35
1995	4,25	4,25	4,60	8. feb. ...			4,25
1994 6. jan.	6,00	6,00	6,50	7. marts ..	3,75	3,75	4,10
19. -	5,75	5,75	6,25	21. - ..			4,00
18. feb.	5,50	5,50	6,00	1. april ...			3,90
15. april	5,25	5,25	5,90	19. - ...	3,25	3,25	3,80
2. maj			5,80	6. juni ...			3,70
11. -			5,70	23. aug. ...			3,50
13. -	5,00	5,00		(31. okt.) ..	3,25	3,25	3,50
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 rentetillæg. De anførte satser er eksklusive dette tillæg.

Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter

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