

DANMARKS NATIONALBANK

Kvartalsoversigt - Maj 1997

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

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen.

Redaktør: Anders Møller Christensen.

Kvartalsoversigten 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 - Maj 1997

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
Institutionelle forhold for Danmark uden for ØMU	
v/Jesper Ulriksen Thuesen, Internationalt Kontor og	
Majken Køhler, Kapitalmarkedsafdelingen	13
<i>Fra starten af ØMUens tredje fase ændres det monetære samarbejde i EU afgørende. De institutionelle rammer for Danmark bliver på en række områder anderledes end nu, selv om Danmark ikke vil deltage. Således ændres rammerne for indflydelse, valutasamarbejde og betalingsformidling.</i>	
Rentespænd i en kommende ØMU	
v/Bertil From, Kapitalmarkedsafdelingen	23
<i>Statsobligationer udstedt af de enkelte lande, som deltager i ØMUens tredje fase, kan ikke forventes at få eksakt samme rente. Med sideblik til de canadiske provinser vurderes det, at især forskelle i bedømmelse af kreditrisiko vil medføre renteforskelle, om end beskedne, mellem deltagerlandenes lange renter.</i>	
Kortsigts sammenhænge mellem udvalgte landes	
10-årige obligationsrente	
v/Christian Ølgaard, Kapitalmarkedsafdelingen	31
<i>På det helt korte sigt er samvariationen mellem tysk og amerikansk rente steget de seneste år, selv om renten i USA er skiftet fra at være lavere end den tyske til at være højere. Blandt de europæiske lande er samvariationen generelt set også øget. Udviklingen er et tegn på et mere globalt obligationsmarked på det korte sigt.</i>	
Indeks for de monetære forhold	
v/Niels Lynggård Hansen, Økonomisk Afdeling	41
<i>Internationalt er opstilling af monetære indeks til brug ved tilrettelæggelsen af pengepolitikken blevet udbredt i de seneste år. Rentesatser og valutakurs sammenvejes til et fælles udtryk. Indeksene udvikler sig nogenlunde ens i lande, som indgår i et fastkurssamarbejde. I de små lande, herunder Danmark, udtrykker indeksene derfor, hvorledes de ydre finansielle forhold påvirker økonomien.</i>	
Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens indlæg	
på Realkreditrådets årsmøde den 17. april 1997	52
Nationalbankens pressemeddelelser	56
Tabel- og figurafsnit	

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

Denne oversigt vedrører perioden fra februar 1997 til midten af maj 1997.

Stabiliteten i det europæiske valutasamarbejde i slutningen af 1996 er fortsat i begyndelsen af 1997. For kernelandene er spændet til centralkursen for D-mark uændret eller indsnævret. Kronekursen har de seneste måneder ligget på et niveau meget tæt på centralkursen.

Tendensen til dollarkursstigning over for D-mark siden efteråret 1996 er fortsat i foråret 1997.

Væksten i penge- og realkreditinstitutternes udlån til indlændinge ligger på et uændret højt niveau. Husholdningernes låntagning sker i højere grad hos realkreditinstitutter og erhvervslivets hos pengeinstitutterne.

Væksten i Danmark er bredt funderet, og inflationen er stabil. Boligpriserne er dog steget ganske kraftigt i de seneste år, hvilket erfaringsmæssigt øger risikoen for, at det private forbrug stiger uhensigtsmæssigt meget.

Hovedvalutaerne

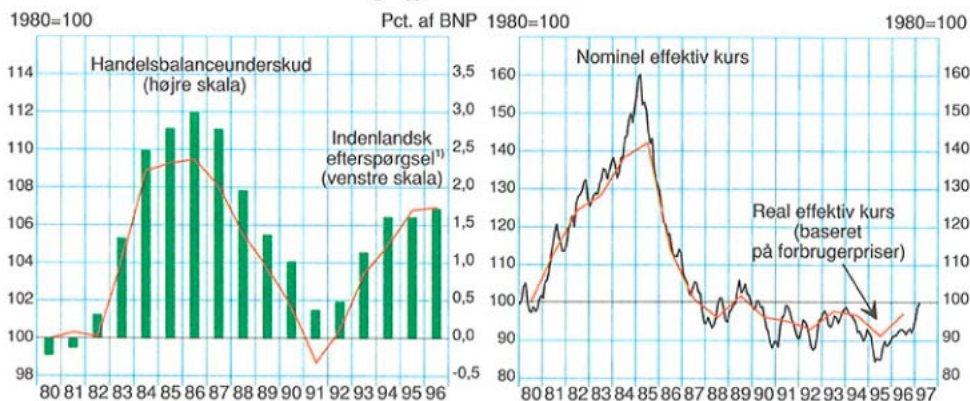
Den kraftige stigning i dollarkursen over for D-mark fra efteråret 1996 fortsatte frem til midten af februar 1997, hvorefter dollarkursen stabiliseredes. Fra begyndelsen af april steg dollarkursen igen, og den er styrket 3 pct. mod D-mark siden begyndelsen af februar til det højeste niveau i 3 år. Udviklingen i dollarkursen over for japanske yen var stort set parallel til udviklingen over for D-mark indtil udgangen af april, hvor dollarkursen nåede det højeste niveau i 4 år. I maj faldt dollaren imidlertid kraftigt i forhold til yen og var medio maj deprecieret til niveauet ved begyndelsen af 1997.

En væsentlig faktor bag stigningen i dollarkursen har været, at USA er længere fremme i konjunkturforløbet end Tyskland og Japan. Den høje vækst fik den amerikanske centralbank til at hæve den vigtigste pengepolitiske rente - fed funds target - med 0,25 pct. til 5,50 pct. ultimo marts.

Udviklingen i hovedvalutaerne har forbedret udsigterne til en konjunkturopgang i Tyskland via øget eksport. På et møde i februar blandt lederne af de førende industrilande (G7-landene) blev der givet udtryk for, at kursrelationerne mellem de internationale hovedvalutaer havde nået et passende niveau. Udtalelserne blev gentaget på et møde sidst i april.

Set i et længere perspektiv er der ganske vist ikke tale om en ekstrem udvikling i dollarkursen, men den amerikanske handelsbalance har siden begyndelsen af 1990'erne vist et stigende underskud, jf. figur 1.

Figur 1 *USA's handelsbalance, indenlandsk efterspørgsel og effektiv valutakurs*



Kilde: OECD.

1) USA relativt til handelspartnere.

Andre faktorer end dollarkursen har imidlertid nok så væsentlig indflydelse på udviklingen i den amerikanske handelsbalance. Forværringen af den amerikanske handelsbalance gennem 1990'erne er sket i en periode med en relativ stærk vækst i efterspørgslen sammenlignet med USAs handelspartnere, mens konkurrenceevnen målt ved den reale effektive dollarkurs har vist en tendens til forbedring. Det er karakteristisk, at der har været underskud på den amerikanske handelsbalance siden begyndelsen af 1980'erne. Dette illustrerer, at underskuddet også er et strukturelt problem som følger af en lav opsparringstilbøjelighed.

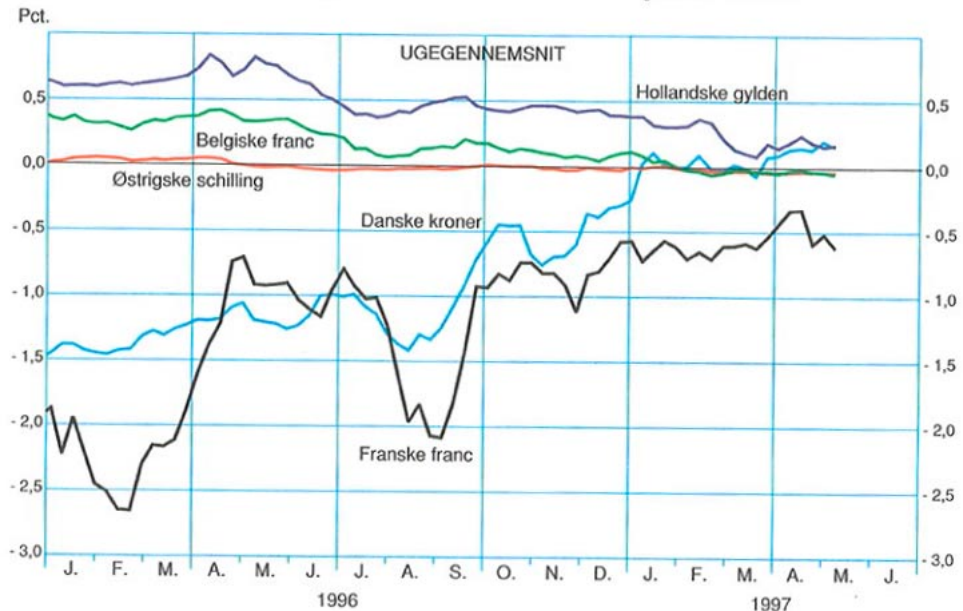
Den 10-årige amerikanske obligationsrente er siden begyndelsen af februar steget $\frac{1}{4}$ pct. til det højeste niveau siden sommeren 1996 i forventning om, at aktivitetsudviklingen i USA ligger på et niveau, der på lang sigt ikke er foreneligt med lav inflation. Den tyske 10-årige rente ligger på samme niveau som i begyndelsen af februar 1997. Dermed er tendensen til en udvidelse af det 10-årige amerikansk/tyske rentespænd fortsat.

Europæiske valutaer

Stabiliteten i det europæiske valutasamarbejde er fortsat i begyndelsen af 1997. Kernelandenes valutaer er tæt på centralkurserne over for D-mark, jf. figur 2. De korte renter er omtrent sammenfaldende med den danske rente som den højeste og den hollandske som den laveste.

Den danske krone har siden begyndelsen af 1997 bevæget omkring centralkursen på 381,443 kroner per 100 D-mark. Nationalbanken har lejlighedsvis købt eller solgt valuta for at dæmpe de daglige udsving i valutakursen. I årets første fire måneder under ét har Nationalbanken netto

Figur 2 Afvigelse i forhold til centalkursen for D-mark



købt valuta for 16 mia.kr. Valutarenserven var 102 mia.kr. ved udgangen af april.

Det irske pund er svækket med $3\frac{1}{2}$ pct. over for D-mark siden midten af februar, men er fortsat placeret $6\frac{1}{2}$ pct. over centalkursen. Størstedelen af svækkelsen skete i slutningen af april, og blev efterfulgt af en forhøjelse af den korte rente med $\frac{1}{2}$ pct. i begyndelsen af maj.

For italienske lire og finske mark ligger kursen over for D-mark på samme niveau, som da landene indtrådte i ERM-samarbejdet i efteråret 1996, men udsvingene har været mindre for finske mark end for italienske lire.

Britiske pund har fortsat den stigende tendens over for D-mark, og er siden begyndelsen af februar styrket godt 5 pct. Styrkelsen af det britiske pund over for D-mark skyldtes bl.a. den høje økonomiske aktivitet i Storbritannien og deraf følgende forventninger om stigende renter i fremtiden til at imødegå udsigten til højere inflation. Efter regeringsskiftet i begyndelsen af maj hævede finansministeren og Bank of England den korte rente med $\frac{1}{4}$ pct. Samtidig besluttede regeringen at give Bank of England større selvstændighed til fastsættelse af de pengepolitiske renter i fremtiden. Renterne skal fastlægges med henblik på at sikre, at regeringens målsætning om inflationen bliver opfyldt.

Det kraftige apprecieringspres på den norske krone i slutningen af 1996 og begyndelsen af 1997 er ophørt, og den norske krone er siden begyndel-

sen af februar svækket med 6 pct. mod D-mark. Dermed ligger norske kroner på samme niveau over for ECU som før den kraftige appreciering begyndte (den norske valutakurspolitik har haft som målsætning at stabilisere den norske krone over for ECU). Svenske kroner har fortsat den faldende tendens over for D-mark siden oktober 1996 og har desuden været præget af betydelig volatilitet.

Bevægelserne i valutakurserne har medført, at den effektive danske kronkurs er styrket med knap 1 pct. siden februar.

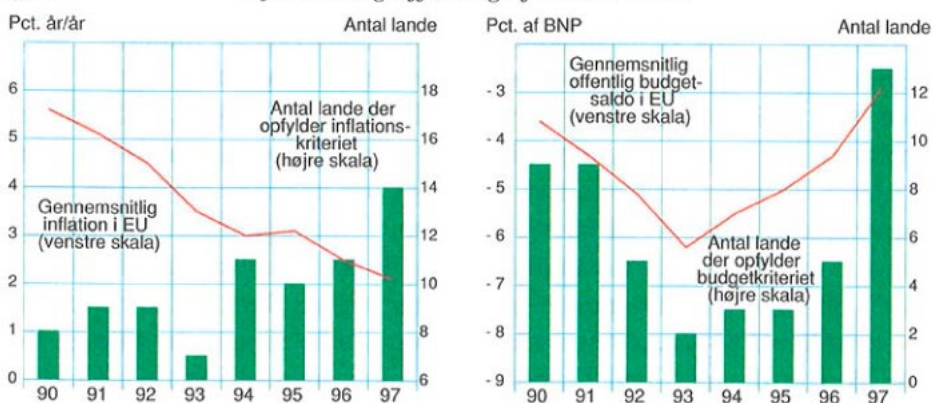
For de øvrige kernelande ligger de lange renter fortsat på niveau med den 10-årige tyske rente. For Danmarks vedkommende har rentespændet været stabilt i underkanten af $\frac{3}{4}$ pct.

Generelt har der i EU-landene været en tendens til en mere ensartet udvikling i de økonomiske forhold i de senere år. Som eksempel herpå er i figur 3 vist den gennemsnitlige udvikling i inflation og offentlige budgetunderskud i EU-landene sammenholdt med udviklingen i det antal lande, der opfylder Maastricht-traktatens konvergenskrav på de pågældende områder.

Der har i løbet af 1990'erne været en betydelig reduktion i EU-gennemsnittet for inflation, renter og budgetunderskud. Inflationen nærmer sig det interval på 0-2 pct., der traditionelt betragtes som prisstabilitet. Underskuddet på de offentlige finanser er halveret i løbet af få år. Endelig har der været en tendens til, at økonomierne har bevæget sig mere i takt med hinanden, jf. stigningen i antallet af lande, der opfylder de pågældende kriterier som vist i figur 3. Tendensen til en mere parallel udvikling gælder også

Figur 3

Inflation og offentlige finanser i EU



Anm.: I Maastricht-traktaten er inflationskriteriet defineret som gennemsnit af de 3 lande med lavest inflation plus $1\frac{1}{2}$ pct., og budgetkriteriet er defineret som et underskud på højst 3 pct. af BNP. 1997 er skønnet af EU-Kommissionen. Som inflationsmål er brugt forbrugerpriser.

BNP og indenlandsk efterspørgsel. Udviklingen letter overgangen til den økonomiske og monetære union i Europa, og fortsat budgetkonsolidering vil øge det finanspolitiske råderum i de enkelte medlemslandene i ØMUen. Det vil dog fortsat være en udfordring for det europæiske samarbejde, at der er store forskelle i velstandsniveau mellem landene.

Renteudviklingen

Diskontoen og renten på pengeinstitutternes indestående på foliokonti i Nationalbanken har uændret været 3,25 pct. siden april 1996. Indskudsbevisrenten og renten ved genkøbsforretninger blev senest ændret i august sidste år i form af en nedsættelse til 3,50 pct.

Den danske 3-måneders rente har været i overkanten af 3½ pct. siden efteråret og rentespændet over for Tyskland i underkanten af ½ pct.

I midten af marts blev rentestrukturen på pengemarkedet - målt ved forskellen mellem 12- og 1-måneders pengemarkedsrenten - mere stejl, men en stor del af ændringen er redresseret siden marts. Nogenlunde samme udvikling sås i de øvrige kernelande med den mest markante stigning i de korte renter i Belgien. De belgiske renter er nu tilbage på niveau med de tyske.

Den 10-årige obligationsrente har ligget i underkanten af 6,5 pct. siden februar. Rentespændet over for Tyskland og de andre kernelande har i samme periode bevæget sig stabilt i en korridor på 50-90 basispunkter.

Siden begyndelsen af maj 1997 beregner og offentliggør Nationalbanken en såkaldt tomorrow/next rente (dag-til-dag renten på et lån fra i morgen til i overmorgen) for interbankudlån. Tomorrow/next markedet er et vigtigt segment af pengemarkedet, og de offentliggjorte rentesatser vil kunne bruges som referencerente. De danner bl.a. basis for et nyt pengemarkedsinstrument, kaldet T/N IRS (Tomorrow/Next Interest Rate Swap). Produktet er en renteswap mellem tomorrow/next renten og længere pengemarkedsrenter, og muliggør en fastfrysning af renteudgifterne forbundet med en løbende placering i det helt korte pengemarked. Beregningen af tomorrow/next renten foretages af Nationalbanken på vegne af de 14 pengeinstitutter, der indberetter renter, og Nationalbanken har dermed samme rolle som ved beregning af CIBOR. Rentesatserne sammenvejes med omfanget af de pågældende institutters pengemarkedsudlån på interbankmarkedet.

Nationalbanken har med virkning fra den 1. maj 1997 ophævet rammerne for forrentningen af pengeinstitutternes indskud på foliokonti, så det samlede indskud på det enkelte pengeinstituts foliokonto nu forrentes med foliorenten. Rammerne blev indført samtidig med de nuværende pengepolitiske instrumenter i april 1992 med henblik på at udvikle et mere effek-

Figur 4 Udlånsvækst fra penge- og realkreditinstitutter



Anm.: Udlån til indlændinge i kroner og valuta korrigeret for tab og hensættelser. I alt indeholder også udlån til det offentlige.

tivt pengemarked. Da pengemarkedet i dag er velfungerende, og alle de større pengeinstitutter deltager aktivt, er der ikke længere behov for rammerne.

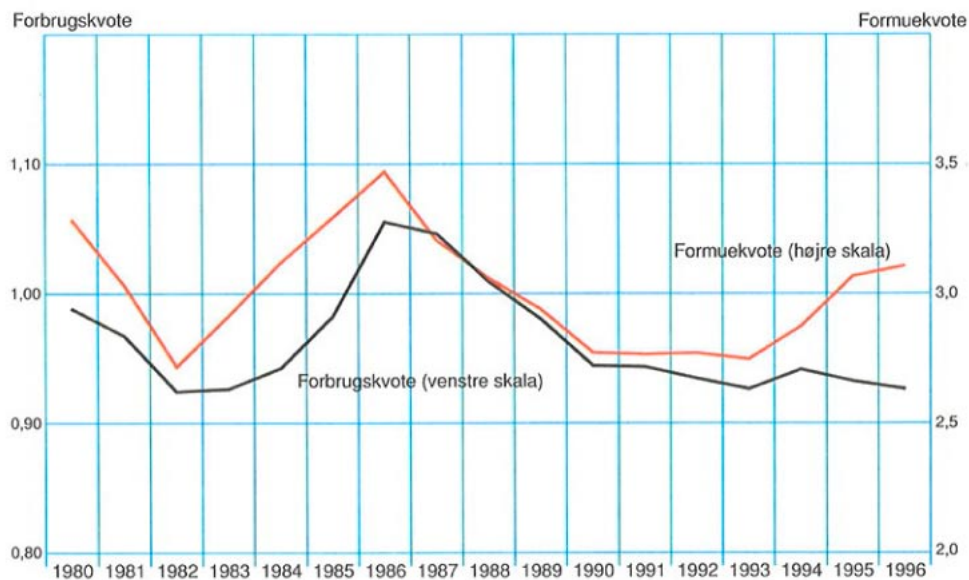
Kreditformidlingen

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til indlændinge har i 1997 været kendetegnet ved en stabil vækst omkring 6 pct. p.a., jf. figur 4. Udviklingen dækker for erhverv over en substitution i låntagningen fra realkreditinstitutter til pengeinstitutter. En forklaring kan være, at erhvervslivet udnytter den stejle rentekurve til at optage lån i pengeinstitutter fremfor realkreditinstitutterne. Væksten i privates låntagning hos realkreditinstitutterne har været uændret gennem 1997. En forklaring på det afvigende mønster i forhold til erhvervslivet kan være, at husholdningerne via de nye rentetilpasningslån i realkreditinstitutterne i højere grad har fået mulighed for at udnytte den stejle rentekurve, da pengeinstitutternes rentemarginal på lån til husholdninger generelt er større end ved lån til erhvervslivet.

Aktivitetsudviklingen

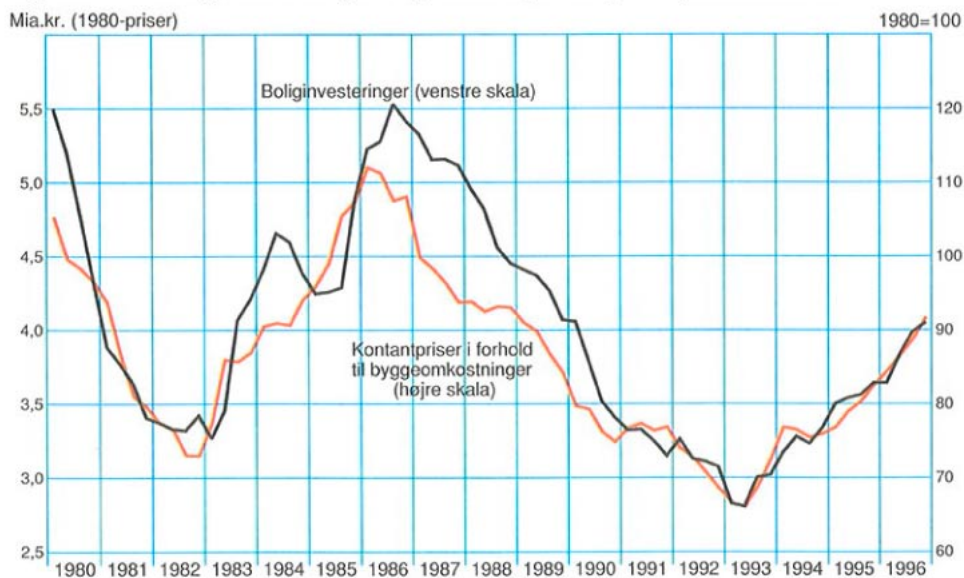
De private formuer har været stigende siden 1993. Årsagen er stigningen i huspriserne og opgangen i den private finansielle formue i den forløbne

Figur 5

Forbrugs- og formuekvote

Anm.: Privatforbrug og formue i forhold til privat sektors disponible nettoindkomst.

Figur 6

Boliginvesteringer og kontantpriser på enfamiliehuse

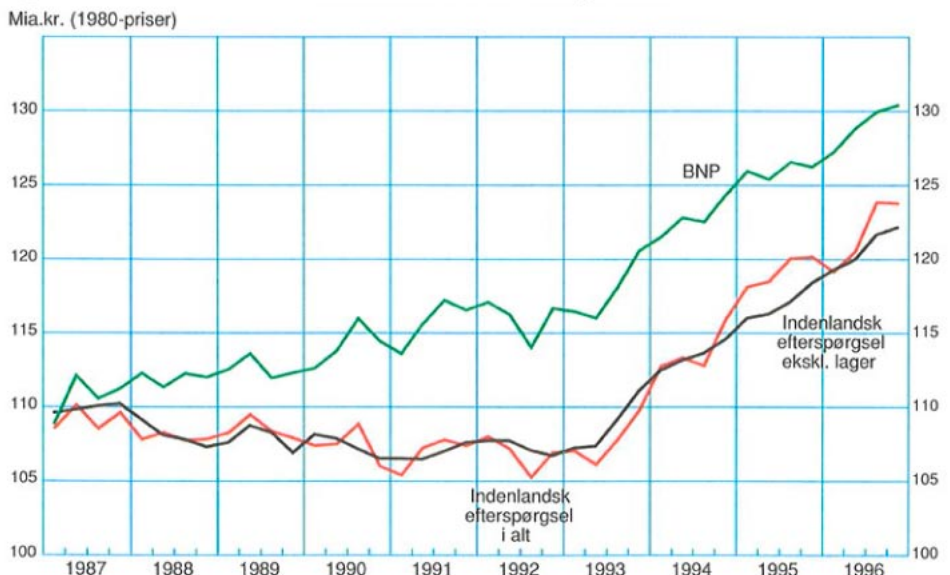
del af 1990'erne, hvor den private sektor har haft et opsparingsoverskud. Den stabile udlånsvækst gennem 1996 og 1997, jf. figur 4, er udtryk for, at den private sektor hidtil ikke har udnyttet formueopgangen til at øge forbruget i lighed med, hvad der var tilfældet i midten af 1980'erne, jf. figur 5. Faldet i tilbøjeligheden til at forbruge, når formuen stiger, kan skyldes, at låneomkostningerne efter hensyn til inflation og skat er højere i dag. På den anden side viser udviklingen i 80'erne, at forbrugstilbøjeligheden kan forøges markant i løbet af kort tid.

Det private boligbyggeri er steget mærkbart som følge af den fortsatte opgang i kontantpriserne. Den tætte historiske sammenhæng mellem boliginvesteringerne og kontantpriserne set i forhold til opførelsesomkostningerne fremgår af figur 6.

Den økonomiske vækst i Danmark var $2\frac{1}{2}$ pct. ifølge de foreløbige kvartalsvise nationalregnskabstal for 1996. Væksten var bredt funderet med positive vækstbidrag fra både den indenlandske efterspørgsel og udenrigshandelen, hvilket ikke har været tilfældet siden 1993.

Siden 1993 er den indenlandske efterspørgsel, bortset fra lagerudsving, vokset stabilt omkring 3 pct. p.a., jf. figur 7. I 4. kvartal 1996 var der en vis afdæmpning af BNP og alle komponenter i den indenlandske efterspørgsel - dvs. privatforbrug, offentligt forbrug, lagre samt faste bruttoinvesteringer. Investeringer i maskiner mv. har ligget fladt gennem hele 1996.

Figur 7 *Kvartalsvis nationalregnskab*



Anm.: Sæsonkorrigerede tal.

Indikatorer for 1. kvartal 1997 tyder på, at afdæmpningen i privatforbruget i 4. kvartal 1996 var et midlertidig fænomen - bilsalg, forbrugertillid og detailomsætning ligger højt, og faldet i arbejdsløsheden er fortsat.

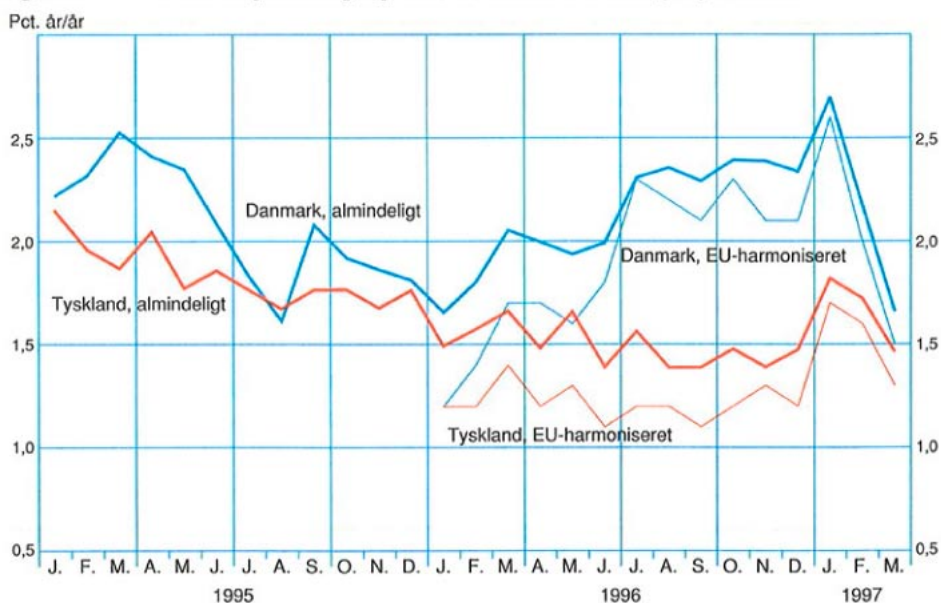
Alt i alt er der udsigt til fortsat vækst i 1997, men med risiko for at den kraftige opgang i priserne på fast ejendom - som det var tilfældet i 1980'erne - resulterer i en for stærk vækst i boliginvesteringer og privatforbrug. Det er derfor vigtigt at følge aktivitetsudviklingen og via finanspolitiske tiltag undgå en for kraftig vækst.

I begyndelsen af maj præciserede regeringen, at der var behov for en finanspolitisk stramning for at afvikle udlandsgælden i løbet af en kort år-række og nedbringe statsgælden mærkbart. Kort efter indgik regeringen forlig med to af Folketingets partier om ændrede takster og afgifter på trafik- og miljøområdet og forhøjede tinglysningsafgifter. Aftales skønnes på årsbasis at styrke de offentlige finanser med godt 2 mia.kr., svarende til 0,2 pct. af bruttonationalproduktet, og er således et bidrag til den bebudede finanspolitiske stramning i 1998.

Pris- og lønudviklingen

Årstilligningstakten i forbrugerpriserne faldt en smule i 1. kvartal 1997 sammenlignet med 4. kvartal 1996, hvilket bekræfter billedet af en stabil

Figur 8 *Vækst i forbrugerpriserne i Danmark og Tyskland*



Kilde: Eurostat, Statistisches Bundesamt og Danmarks Statistik.

Anm.: Baseret på almindeligt og EU-harmoniseret forbrugerprisindeks.

Udviklingen i forbruger- og nettopriserne

	Forbrugerprisindeks	Nettoprisindeks	Energi	Import	Indenlandske priser				
					I alt	Fødevarer	Husleje	Offentlige ydelser	Andre faktorer
Vægte									
1,000	0,085	0,142	0,773	0,160	0,233	0,046	0,334		
Vækst i forhold til året før, procent									
1991	2,4	2,6	1,6	2,7	2,7	0,5	3,4	4,4	3,1
1992	2,1	2,1	- 3,8	2,5	2,5	1,8	2,0	2,9	3,2
1993	1,3	1,4	- 0,9	0,0	1,9	- 0,2	2,1	1,7	2,7
1994	2,0	1,6	-3,1	2,1	2,0	3,0	1,6	2,4	1,6
1995	2,1	1,9	- 2,5	2,5	2,2	3,1	1,8	2,5	2,0
1996	2,1	2,0	6,6	0,1	1,9	1,7	1,6	1,1	2,4
1995 1. kvrt. ..	2,4	2,2	- 2,8	2,7	2,5	4,5	2,0	3,2	1,8
2. - ..	2,3	2,1	- 3,1	2,9	2,4	3,9	1,9	3,0	2,0
3. - ..	1,8	1,7	- 2,9	2,6	1,9	2,4	1,8	2,0	1,7
4. - ..	1,9	1,7	- 1,0	1,8	1,9	1,7	1,6	1,8	2,3
1996 1. kvrt. ..	1,8	1,7	4,1	0,8	1,6	1,1	1,4	1,9	1,8
2. - ..	2,0	1,8	5,9	0,1	1,8	1,2	1,4	1,5	2,4
3. - ..	2,3	2,1	7,0	- 0,2	2,1	2,1	1,4	0,4	3,0
4. - ..	2,4	2,2	9,5	- 0,2	2,1	2,3	2,0	0,5	2,5
1997 1. kvrt. ..	2,2	2,3	5,8	0,3	2,3	2,0	2,6	1,7	2,6

Anm.: Vægtgrundlag pr. september 1996. Ved beregningen af importpriserne indgår et lag.

Nettoprisindekset er forbrugerprisindekset korrigeret for indirekte skatter, afgifter og tilskud til alm. nedsettelse af priserne.

"Andre faktorer" er et udtryk for den indenlandske, markedsbestemte inflation. "Andre faktorer" stiger normalt hurtigere end nettoprisindekset som følge af et større indhold af tjenesteydelser, der typisk har en kraftigere prisudvikling end andre varer bl.a. på baggrund af en traditionelt lavere produktivitetsudvikling i servicesektoren end i andre sektorer. Samtidig stiger efterspørgslen efter serviceydelser set i et længere perspektiv typisk hurtigere end efterspørgslen efter andre produkter.

inflationens udvikling. Udsvingene i inflationstakten har dog været usædvanligt store i de første måneder af 1997, jf. figur 8, hvilket hovedsageligt skyldes, at udsalget i begyndelsen af 1997 faldt senere end i 1996.

I tabellen ses udviklingen i forbrugerprisindekset sammenholdt med udviklingen i nettopriserne samt en række elementer heri.

Nettoprisindekset voksede i 1. kvartal 1997 nogenlunde som i 2. halvår 1996 målt år-over-år. Et faldende bidrag fra energipriserne er blevet opvejet af et øget bidrag fra husleje og import. Bidraget fra importpriserne var i 1. kvartal 1997 positivt efter de foregående 2 kvartaler at have været negativt. Det afspejler faldet i den effektive kronekurs og internationale prisstigninger, som dog ikke har vedrørt oliepriser, der er faldet fra det høje niveau i efteråret. "Andre faktorer", der er et mål for den indenlandske

markedsbestemte inflation, har i det seneste halvår været uden nogen klar tendens nedad eller opad.

I marts 1997 begyndte Eurostat, EUs statistiske kontor, at offentliggøre harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP (Harmonized Index of Consumer Prices) for EU-landene. HICP skal anvendes ved vurdering af konvergenskriteriet for inflation i forbindelse med etableringen af Den Økonomiske og Monetære Union og erstatter ikke det almindelige nationale forbrugerprisindeks. Udarbejdelsen er ikke endelig, men allerede nu et fremskridt ud fra ønsket om international sammenlignelighed. Der er udarbejdet HICP for de fleste europæiske lande tilbage til januar 1995, hvilket muliggør beregning af harmoniserede inflationsrater målt år-over-år fra og med januar 1996. Det danske harmoniserede indeks beregnes og offentliggøres af Danmarks Statistik og afviger først og fremmest fra det sædvanlige forbrugerprisindeks ved, at udgifter til ejerboliger ikke indgår i HICP. I figur 8 sammenlignes for Tyskland og Danmark udviklingen i de almindelige forbrugerprisindeks med udviklingen i de harmoniserede indeks. For begge lande gælder, at inflationen målt ved det harmoniserede forbrugerindeks i begyndelsen af 1996 var lavere end målt ved det almindelige forbrugerindeks med en tendens til formindskelse af forskellene i løbet af 1997.

De netop overståede overenskomstforhandlinger i industrien i Tyskland vurderes af den tyske regering at medføre lønstigninger på 1½ pct. i 1997 og 2½ pct. i 1998. Også i en række andre lande ventes lave lønstigninger. Overenskomstforhandlingerne i Danmark, der dog ikke omfattede industrien, vurderes af aftaleparterne at føre til lønstigninger på 3-3½ pct. p.a. i de næste par år. Selvom den danske lønudvikling er rolig, er der således udsigt til noget større lønstigninger end i Tyskland. Forholdet kan tilskrives, at konjunkturudviklingen er stærkere i Danmark og er derfor ikke udtryk for noget strukturelt og vedvarende, men inflationsspændet til Tyskland kan som en følge heraf ikke påregnes at forsvinde i det kommende år. Dette udgangspunkt skærper umiddelbart behovet for at opnå en rolig lønudvikling.

Betalingsbalancen

Niveauet for den sæsonkorrigerede eksport lå fladt i 2. halvår 1996, men steg med godt 2 mia.kr. i begyndelsen af 1997 efter en opgang i industri- og landbrugseksporten. Også niveauet for importen steg i begyndelsen af 1997 efter en stigning i importen af varer til erhverv. Samlet blev handelsbalanceoverskuddet på godt 3 mia.kr. i februar, hvilket er over gennemsnittet for 4. kvartal 1996.

Overskuddet på de løbende poster i 1996 er senest opgjort til 13½ mia.kr., hvilket er 3 mia.kr. mere end i 1995. I de 12 måneder til februar 1997 lå betalingsbalanceoverskuddet på godt 12 mia.kr. svarende til det seneste års niveau. Underskuddet på rejseposten forværres fortsat og ligger på samme niveau som i den sidste del af 1980'erne.

Danmarks Statistik har foretaget en større revision af handels- og betalingsbalancesalden for perioden 1993-96. Revisionerne reducerer de seneste års forskel på varehandel opgjort i henhold til betalingsstatistikken og udenrigshandelsstatistikken. Både import og eksport er nu i langt højere grad end tidligere i overensstemmelse med valutastatistikens periodiserede varebetalinger. Oprevideringen af industrieksporten betyder, at der tegner sig et lidt mere positivt billede af markedsandelene for den danske industrieksport.

Udlændinge har siden februar samlet reduceret deres beholdninger af danske statspapirer, men har - som det har været tilfældet siden begyndelsen af 1995 - øget beholdningen af danske realkreditobligationer.

Institutionelle forhold for Danmark uden for ØMU

v/Jesper Ulriksen Thuesen og Majken Køhler, Internationalt Kontor

EU's stats- og regeringschefer ventes i begyndelsen af maj 1998 at træffe beslutning om at indlede tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU, den 1. januar 1999. Samtidigt træffer de beslutning om hvilke lande, der opfylder betingelserne for at deltage i euro-området fra start. Danmark vil opfylde betingelserne, men Danmark har med Edinburgh-aftalen allerede meddelt ikke at ville deltage i tredje fase af ØMU. I denne artikel belyses nogle af de institutionelle forhold, der vil gælde for Danmark uden for ØMU.

Nedenfor beskrives først den danske undtagelse fra tredje fase af ØMU og implikationerne for Nationalbanken. Dernæst ses der nærmere på Nationalbankens placering i det europæiske centralbanksamarbejde, der ændres med etableringen af euro-området og Den Europæiske Centralbank, ECB. Koordineringen af den monetære politik mellem euro-området og de øvrige EU-lande beskrives kort, herunder den danske tilknytning til det kommende valutakursarrangement mellem euro-området og de øvrige EU-lande. Endvidere gives der en beskrivelse af implikationerne for Danmark af stabilitets- og vækstpagten. Afslutningsvis belyses nogle konsekvenser af den institutionelle ramme for euroen.

Den danske undtagelse og forholdene for Nationalbanken

Danmark har meddelt ikke at ville deltage i tredje fase af ØMU. Virkningen heraf vil være, at Danmark vil få samme rettigheder og forpligtelser som de lande, der ikke kan deltage i tredje fase fra start på grund af manglende økonomisk konvergens. Disse lande benævnes dispensationslande.

Nationalbanken bevarer - ifølge traktaten og præciseret i Edinburgh-aftalen - sine monetære beføjelser i tredje fase af ØMU og dermed det fortsatte ansvar for dansk *pengepolitik*. Nationalbanken kan fortsat opretholde målsætningen om valutakursstabilitet, hvilket er i overensstemmelse med, at centralbanker i lande med dispensation er undtaget fra traktatens krav om prisstabilitet som primær målsætning. Danmark er dog som de andre EU-lande omfattet af traktatens krav om at handle i overensstemmelse med de generelle principper om en sund økonomisk politik, herunder princippet om stabile priser.

Valutakurspolitikken, der overordnet er den danske regerings ansvar, skal ligeledes fortsat opfattes som et spørgsmål af fælles interesse. Nationalbankens varetægelse af den operationelle del, herunder interventioner, vil fortsætte som tidligere. Detaljerne heri vil afhænge af den endelige formulering af aftalen mellem ECB og ikke-euro-landenes centralbanker samt af indholdet af en eventuel dansk særaftale om snævrere udsvingsbånd, jf. afsnittet nedenfor om det kommende valutakursarrangement.

I henhold til traktaten skal lovgivningen for alle centralbanker i de kommende euro-lande og i lande med dispensation senest på tidspunktet for ECB's oprettelse være forenelig med traktaten og ESCB/ECB-statutten. Det betyder bl.a., at landene skal leve op til kravet om *centralbankuafhængighed*. Der er ingen uoverensstemmelse mellem traktatens krav om centralbankuafhængighed og loven om Danmarks Nationalbank.

I Maastricht-traktaten og ESCB/ECB-statutten er de institutionelle rammer for euro-landene og dispensationslandene især beskrevet i artiklerne: 104, 104a, 104b, 104c, 105, 105a, 106, 107, 108, 109a, 109b, 109c, 109h, 109j, 109k, 109l og 109m.

De danske særregler er fastlagt i protokol nr. 12 i traktaten og i Edinburgh-aftalen, der udgjorde et bilag til Rådskonklusionerne ved EF-topmødet i Edinburgh 11.-12. december 1992.

Nationalbankens rolle i forberedelserne i Det Europæiske Monetære Institut, EMI

I ØMUens anden fase, der startede 1. januar 1994, skal den tredje og endelige fase forberedes. Danmark deltager fuldt ud i anden fase af ØMU og dermed i forberedelserne. For Nationalbankens vedkommende betyder det først og fremmest deltagelse i det forberedende arbejde i EMI af den fælles centralbank og den fælles pengepolitik.

Ud over at forberede forholdene for de lande, der fra starten af tredje fase 1. januar 1999 overgår til euro, analyserer EMI også forholdene mellem euro-landene og de øvrige EU-lande i tredje fase. Dette sker, fordi det allerede på nuværende tidspunkt er klart, at nogle EU-lande ikke vil eller ikke kan deltage i tredje fase af ØMU fra start 1. januar 1999, og ikke mindst fordi nogle af disse lande har som klart mål hurtigst muligt at blive medlemmer af euro-området.

Selvom Danmark har meddelt ikke at ville deltage i tredje fase af ØMU, er det af stor værdi, at Nationalbanken deltager i det forberedende arbejde. Nationalbanken har via sin deltagelse mulighed for at analysere effekterne

på dansk penge- og valutakurspolitik af den kommende fælles monetære politik i euro-området, og Nationalbanken har mulighed for at give sin mening til kende.

ESCB og Nationalbankens deltagelse heri

Det Europæiske System af Centralbanker, ESCB, består af ECB og de nationale centralbanker. ESCB's hovedmål vil være at sikre prisstabilitet og dets grundlæggende opgaver vil være, at

- formulere og gennemføre euro-områdets monetære politik
- foretage transaktioner i udenlandsk valuta
- besidde og forvalte medlemsstaternes officielle valutaeserver
- fremme betalingssystemernes smidige funktion
- udstede pengesedler i euro-området.

ECB har til opgave at sikre, at ovennævnte opgaver udføres enten af ECB selv eller via de nationale centralbanker i euro-området. ECB's to øverste besluttende organer er Styrelsesrådet og Direktionen.

Styrelsesrådet består af medlemmerne af ECB's direktion og cheferne for de nationale euro-centralbanker. Hvert medlem har som hovedregel én stemme. Styrelsesrådet udformer euro-områdets monetære politik dvs. sætter retningslinjer og træffer beslutninger, så ESCB kan udføre sine grundlæggende opgaver. Det er således i Styrelsesrådet, at der vil blive truffet beslutninger om renteændringer.

Direktionen skal gennemføre den monetære politik i henhold til Styrelsesrådets beslutninger. Direktionen består af en formand og en næstformand samt op til fire andre medlemmer. Disse vælges efter fælles overenskomst mellem medlemsstaternes regeringer på stats- og regeringschefniveau på grundlag af en indstilling fra ECOFIN-rådet og efter høring af Europaparlamentet og ECB's styrelsesråd. Direktionsmedlemmerne, der skal vælges blandt fagligt kvalificerede i euro-landene, udnævnes for otte år.

Da Danmark ikke skal være med i euro-området, skal Nationalbanken naturligvis ikke deltage i hverken overvejelserne om eller udførelsen af den fælles pengepolitik. Nationalbanken modtager ikke pengepolitiske instrukser fra ECB og kan ikke underlægges Styrelsesrådets beslutninger.

Nationalbankens deltagelse i ESCB bliver konkret via medlemskabet af *Det Generelle Råd*, der er ECB's tredje besluttende organ. Det Generelle Råd består af cheferne fra *alle* de nationale centralbanker i EU's medlemslande samt formanden og næstformanden for ECB's direktion. De øvrige

medlemmer af ECB's direktion, EU-rådets formand og et medlem af Europakommissionen kan deltage i møderne. Det Generelle Råds hovedopgave bliver bl.a. at udføre de overgangsopgaver, som går i arv fra EMI til ECB, herunder

- fortsat styrkelse af koordineringen af den monetære politik med henblik på at sikre prisstabilitet
- overvågning af valutakursaftalen mellem ECB og ikke-euro-landenes centralbanker, herunder at være forum for administration af interventions- og finansieringsmekanismen
- rådgivning i forbindelse med forberedelse af dispensationslandes overgang til tredje fase.

Det Generelle Råd forventes fortrinsvis at blive et diskussionsforum. Traktaten fastlægger ikke præcise afstemningsprocedurer for Det Generelle Råd. Det forventes, at hver centralbankchef og formanden og næstformanden for ECB's direktion har hver én stemme, hvis det bliver nødvendigt at foretage en afstemning. Traktaten fastlægger, at de øvrige deltagere ingen stemmerettighed har i Det Generelle Råd.

Det Generelle Råd fastsætter selvstændigt dagsordenen for dets møder, der ledes af formanden for ECB's direktion. Denne har også til opgave at underrette Det Generelle Råd om Styrelsesrådets beslutninger. ECB stiller sekretariat til rådighed for Det Generelle Råd.

Koordineringen af den monetære politik mellem euro-området og de øvrige EU-lande

Det Generelle Råd overtager i tredje fase - som nævnt ovenfor - EMI's rolle som forum for koordinering af den monetære politik.

Hjørnestenen i koordineringen af den monetære politik i EMI er aktuelt det samarbejde, der udspringer af multilateral overvågning, udveksling af information og jævnlige møder blandt pengepolitiske og valutapolitiske eksperter såvel som EU-centralbankernes chefer. Denne form for samarbejde forventes også i tredje fase at være hovedelementet i bestræbelserne på at koordinere den monetære politik mellem ECB og de nationale centralbanker, der ikke deltager i euro-området.

Euro-området forventes at være af en sådan størrelse og betydning for de øvrige EU-lande, at tilpasningen vil blive asymmetrisk. Koordineringen i tredje fase skal endvidere tage højde for, at ikke-euro-landene vil være forskellige, hvad angår deres respektive konvergenssituation og økonomiske

strukturer, men også med hensyn til den politiske situation og dermed eventuelle særregler i forhold til tredje fase af ØMU. Sidstnævnte gælder den danske undtagelse og Storbritanniens mulighed for at vælge ikke at deltage i tredje fase.

Nationalbanken vil som nævnt i tredje fase fortsat have valutakursstabilitet som målsætning, og den fælles centralbanks monetære politik vil have stor betydning for Nationalbankens politik. Koordineringen vil derfor være en nyttig eksercits, der bl.a. vil bidrage til at øge Nationalbankens informationsgrundlag.

De generelle elementer i koordineringen kan blive suppleret med bilateral koordinering mellem ECB og et givet medlemslands centralbank, fx i tilfælde af en særaftale om tættere valutarisk samarbejde. Et element heri kunne være specifikation af mellemfristede målsætninger for den monetære politik.

Valutakursmekanismen i tredje fase

Både i den igangværende anden fase og i tredje fase vil hvert medlemsland skulle behandle sin valutakurs som et spørgsmål af fælles interesse. Det eksisterende valutakurssystem, EMS - og herunder valutamekanismen ERM - afløses i forbindelse med overgangen til ØMUens tredje fase af en ny valutakursmekanisme, mellem euroen og de ikke-deltagende landes nationale valutaer. Den kommende valutakursmekanisme omtales ofte som ERM II, men vil formentlig blot blive kaldt ERM.

Det Europæiske Råd godkendte i Dublin i december hovedtrækkene i den nye ERM på baggrund af en rapport fra EMI og en henstilling fra ECOFIN-rådet. Deltagelse vil fortsat være frivillig for ikke-euro-landene. Det mere *konkrete grundlag* vil på samme måde som med den eksisterende ERM blive nedfældet dels i en resolution fra stats- og regeringscheferne og dels i en centralbankaftale indgået mellem ECB og ikke-euro-landenes centralbanker. Resolutionen, der skal indeholde de overordnede principper for valutakursmekanismen, ventes vedtaget i forbindelse med Det Europæiske Råds møde i Amsterdam i juni. Centralbankaftalen, der indeholder de mere konkrete operationelle bestemmelser, forberedes af EMI og vedtages, så snart ECB er blevet oprettet.

Det *overordnede formål* vil for den nye som for den eksisterende ERM være at medvirke til den størst mulige grad af valutakursstabilitet mellem de deltagende valutaer. Et valutakurssystem er aldrig i sig selv garant for den grundlæggende og langsigtede stabilitet i valutakurserne. En sådan kan kun opnås gennem fastholdelse af en stabilitetsorienteret makroøkonomisk politik i medlemslandene. Også den nye ERM kan derfor ses som et værn

mod den mere kortsigtede valutakursuro og som et supplement til det øvrige samarbejde på det økonomisk-politiske område, jf. nedenfor. Herudover kan en valutakursmekanisme, som det har været set i den eksisterende ERM's historie, til tider i sig selv virke som en troværdighedsskabende og disciplinerende faktor omkring medlemslandenes beslutninger vedrørende den økonomiske politik.

Den *operationelle udformning* af den nye ERM vil på en række områder adskille sig fra, hvad der er gældende i dag. Først og fremmest vil der ikke længere blive tale om et formelt set multilateralt system, men derimod om en mekanisme, hvor euroen bliver anker for de øvrige deltagende valutaer. Der vil kun blive fastlagt centralkurser og udsvingsbånd mellem euroen og hver af de øvrige deltagende valutaer. EU-landene uden for euro-området får dog mulighed for bilateralt at indgå aftaler om at begrænse udsvingene i deres indbyrdes valutakurser.

Beslutninger om centralkurser og udsvingsbånd skal tages af ministre og centralbankchefer fra de lande - i og uden for euro-området - der deltager i systemet, samt ECB. Det er ligeledes disse parter, der vil få retten til at initiere fortrolige procedurer med henblik på at vurdere behovet for eventuelle justeringer. Generelt vil der blive tilladt udsving omkring centralkurserne på +/-15 pct. Som i den nuværende mekanisme vil der i princippet blive en gensidig forpligtelse til automatisk at foretage ubegrænsede interventioner, såfremt en valuta befinder sig på grænserne af udsvingsbåndet - såkaldt intervention på marginen. Der vil ligeledes være mulighed for, at denne automatik kan suspenderes, såfremt det kan begrundes med hensynet til ECB's eller øvrige centralbankers overordnede målsætning om at fastholde prisstabilitet.

Den nye ERM vil endvidere indeholde en mulighed for, at medlemslandene uden for euro-området med gode resultater i retning af økonomisk konvergens kan få aftaler om etablering af *snævrere udsvingsbånd* i forhold til euroen. En beslutning om på denne måde at etablere en tættere valutarisk tilknytning til euroen vil skulle tages i fællesskab af ministre fra eurolandene, ECB samt ministeren og centralbankchefen for det pågældende medlemsland. Ministre og centralbankchefer fra de øvrige medlemslande uden for euro-området kan deltage i diskussionerne, men vil ikke have stemmeret.

Intervention foretages i princippet i euro og i ikke-euro-landenes nationale valutaer. *Finansieringen af interventionerne* i den nye ERM vil formentlig som hidtil i første omgang skulle ske ved brug af de respektive valutaeserver. Herudover vil der blive en kortfristet kreditfacilitet til centralbankernes gensidige træk på de andre centralbanker. Denne kreditfacilitet

vil have kort løbetid med mulighed for forlængelse to gange, forudsat at det sker med kreditor-centralbankens accept, samt at beløbene ikke overskrider en på forhånd fastsat debitor-kvot, som hver centralbank vil få tildelt. I forbindelse med intervention på marginen vil adgangen til denne kreditfacilitet principielt være ubegrænset. Faciliteten vil ligeledes kunne anvendes i forbindelse med intervention inden for udsvingsbåndene - såkaldt intra-marginal intervention. I så fald gælder dog de samme betingelser som ovenfor nævnt for forlængelse af tilbagebetalingsfristen; nemlig at det må ske med kreditor-centralbankens accept samt inden for de tildelte debitor-kvoter.

Som omtalt er EMI i færd med at udarbejde forslaget til centralbankaftalen, hvorfor en række andre konkrete detaljer ikke kendes endnu, jf. i øvrigt nedenstående.

Set i lyset af udviklingen i den danske økonomi og på baggrund af den brede politiske enighed i Danmark omkring en generelt stabilitetsorienteret økonomisk politik og specielt omkring fastkurspolitikken vil det kunne forventes, at den danske krone gennem den nye ERM knyttes relativt tæt til euroen i form af snævrere udsvingsbånd. Snævrere udsvingsbånd vil dels kunne medvirke til at sikre og fastholde en begrænset volatilitet mellem kronen og euroen og dels være med til at markere, at Danmark har valgt ikke at deltage i den monetære union ved en politisk beslutning og ikke på grund af utilstrækkelige økonomiske resultater.

Væsentlige forskelle mellem den nye og den eksisterende ERM

	Den nye ERM	Den nuværende ERM
Centralkurser	Bilaterale (i.f.t. euro)	Multilaterale (paritetsgitter)
Hovedvaluta	Euro, en egentlig valuta	ECU, en valutakurv
Båndbredde	+/-15 pct. Mulighed for snævrere bånd	+/-15 pct.
Divergensindikator	Ingen	Divergensindikatoren i praksis uden betydning
Beslutningskompetence	Ministre, nationale centralbankchefer samt ECB	Ministre og nationale centralbankchefer
Deponering /mobilisering af reserver	Ingen regler	Deponering af en del af dollar- og guldbeholdningerne

Væsentlige ligheder mellem den nye og den eksisterende ERM

Grundlag	Resolution fra Det Europæiske Råd samt en centralbankaftale
Overordnet formål	At supplere en i øvrigt stabilitetsorienteret økonomisk politik i bestræbelserne på at sikre stabile kurser mellem de deltagende medlemslandes valutaer
Interventioner	Automatisk og i princippet ubegrænset intervention på marginen. Mulighed for intra-marginal intervention
Beslutnings-procedure	Multilateral, hvor dog kun de deltagende parter har stemmeret
Deltagelse	EU-medlemslande på frivillig basis

Betalingsformidling

Inden for betalingsformidlingen vil den væsentligste institutionelle ændring i forbindelse med begyndelsen af ØMUens tredje fase være oprettelsen af det såkaldte TARGET-system, hvorigennem betalinger i euro vil blive foretaget. Nationalbanken vil i lighed med centralbankerne i de øvrige EU-lande, der ikke indfører euroen, blive tilsluttet TARGET, men vilkårene herfor er endnu ikke fastlagt, jf. også Kvartaloversigten, august 1996.

Overordnede økonomisk-politiske rammer

Med hensyn til den overordnede økonomiske politik vil de institutionelle rammer for Danmark såvel som for de øvrige ikke-euro-lande være noget løsere end for euro-landene. Ikke-euro-landene og dermed Danmark vil i tredje fase være forpligtet til at undgå et uforholdsmæssigt stort offentligt budgetunderskud, hvilket i anden fase var noget, der skulle tilstræbes, men der vil ikke blive tale om sanktioner i form af rentefri deponering og bøder, som det bliver tilfældet med euro-landene. I stabilitets- og vækstpagten præciseres en række eksisterende forhold i traktaten i den forbindelse. De overordnede principper for stabilitets- og vækstpagten blev vedtaget på Det Europæiske Råds møde i Dublin i december. Efterfølgende er det konkrete retlige grundlag stort set færdiggjort. Det drejer sig om en rådsforordning om stabilitets- og konvergensprogrammer, en rådsforordning om proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store budgetunderskud samt en resolution med de politiske retningslinjer til vedtagelse i forbindelse med Det Europæiske Råds møde i Amsterdam i juni.

Stabilitets- og vækstpagten vil omfatte samtlige EU-lande. Det indebærer bl.a., at alle på mellemlangt sigt skal tilstræbe en offentlig budgetstil-

ling tæt på balance eller med overskud. Som udgangspunkt betragtes budgetunderskud på mere end 3 pct. af BNP som værende uforholdsmæssigt store. Imidlertid vil et underskud på mere end 3 pct. af BNP accepteres som værende exceptionelt og midlertidigt, såfremt det skyldes en begivenhed uden for landets kontrol, eller hvis underskuddet er opstået som følge af en alvorlig økonomisk krise. En sådan defineres som et fald fra det ene år til det næste på mindst 2 pct. i BNP målt i faste priser.

For euro-landene gælder, at de løbende vil skulle udarbejde og offentliggøre såkaldte *stabilitetsprogrammer* med præciseringer af den mellemfristede budgetmålsætning og midlerne til opfyldelse heraf. Der må maksimalt gå 10 måneder, fra der konstateres et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud, til der pålægges sanktioner, med mindre der forinden gøres en effektiv indsats for at nedbringe underskuddet. Sanktionerne vil bestå af rentefrie deponeringer og bøder. Renteindtægter og bøder vil tilfalde de øvrige euro-lande efter en endnu ikke endeligt fastlagt fordelingsnøgle.

Danmark vil sammen med de øvrige ikke-euro-lande skulle fortsætte med at udarbejde *konvergensprogrammer*. Udarbejdelsen vil i tredje fase blive obligatorisk, hvor den i anden fase var frivillig for Danmarks vedkommende. Den væsentligste forskel på kravene til indholdet af henholdsvis stabilitets- og konvergensprogrammer vil være, at sidstnævnte skal indeholde information om de mellemfristede pengepolitiske målsætninger og deres relationer til pris- og valutakursstabilitet. Ikke-euro-lande vil dog under ingen omstændigheder kunne pålægges sanktioner i tilfælde af manglende økonomiske resultater, hverken i form af tvungne deponeringer eller egentlige bøder. Der kan dog være andre omkostninger forbundet med manglende økonomisk konvergens, hvoraf konvergens i budgetstillingen utvivlsomt fortsat vil komme til at spille en meget betydelig rolle. Prisen vil først og fremmest skulle betales over kapitalmarkederne, hvor manglende konvergens vil give sig udslag i højere renter. På det valutapolitiske område vil bl.a. aftaler om snævrere udsvingsbånd i den nye ERM være betinget af en høj grad af økonomisk konvergens.

Betydning af den institutionelle ramme for euroen

Euroen vil på en række punkter både principielt og institutionelt komme til at adskille sig fra andre udenlandske valutaer, i hvert tilfælde i en årrække. Dette hænger især sammen med, at euroen fra den introduceres 1. januar 1999 og frem til introduktionen af sedler og mønt - senest 1. januar 2002 - kun eksisterer som kontopenge, så de deltagende landes gamle valutaenheder frem til dette tidspunkt fortsat vil eksistere, men nu som såkaldte

denominationer af euro. På det institutionelle plan vil de forhold, der vil være gældende for euroen, blive nedfældet i to rådsforordninger.

Den første af disse vil indeholde forhold omkring euroen, der er af betydning for det indre marked, herunder især hensynet til at undgå usikkerhed på de finansielle markeder. Denne rådsforordning vil derfor komme til at vedrøre alle EU-landene inkl. Danmark og vil blive vedtaget af samtlige medlemslande. I rådsforordningen fastlægges, at navnet på den fælles valuta er euro, og at ECU fra 1. januar 1999 bliver erstattet af euro i forholdet 1:1. Desuden fastlægges regler for afrunding ved omveksling mellem euroen og de denominationer af denne, der udgøres af eurolandenes nationale valutaenheder.

Et væsentligt punkt i denne rådsforordning, som også vil være gældende for kontrakter under dansk lov, vedrører spørgsmålet om fortsættelse af kontrakter denomineret i eurolandenes tidligere valutaer og i ECU. Det er ud fra både en økonomisk, en retssikkerhedsmæssig og en troværdighedsmæssig betragtning vigtigt, at introduktionen af euroen ikke i sig selv forårsager uforudsete omfordelinger som følge af kontraktlige forhold, der tidsmæssigt strækker sig over begyndelsesdatoen for ØMUens tredje fase. Det vil i denne forordning blive fastlagt, at introduktionen af euroen i sig selv ikke vil kunne anvendes som begrundelse for at opsiges eller ændres allerede indgåede kontrakter. For ECU-kontrakter fastlægges en formodningsregel om, at kontrakten fortsættes i euro, medmindre parterne eksplicit har aftalt andet. Det generelle princip om kontraktfrihed respekteres herved. Således kan to modparter udmærket specificere en individuelt fastsat valutakurv til at angive værdien af en ECU-gæld, for eksempel i tilfælde af afvikling efter begyndelsen af ØMUens tredje fase.

Den anden rådsforordning skal udgøre den resterende del af euroens retlige ramme, som primært har konsekvenser for de lande, der bliver en del af euro-området, og her vil kun eurolandene være stemmeberettigede ved vedtagelsen. Forordningen vil bl.a. fastlægge, at deltagerlandenes valuta fra begyndelsen af tredje fase vil være euro, og at de pågældende landes nationale valutaer i en overgangsperiode vil være at betragte som denominationer af euroen. Desuden fastlægges bestemmelser for, hvorledes og hvornår udestående kontrakter skal ændres fra de nationale valutaer til euro.

Rentespænd i en kommende ØMU

v/Bertil From, Kapitalmarkedsafdelingen

Indledning

I ØMUens tredje fase vil deltagerlandene have en fælles valuta, euro. Den fælles pengepolitik indebærer, at de korte pengemarkedsrenter bliver ens. Dermed bortfalder også væsentlige årsager til forskelle på renterne af statsobligationer i de enkelte lande i unionen. Indførelsen af euroen betyder imidlertid ikke, at alle renteforskelle mellem deltagerlandene forsvinder.

Denne artikel beskriver de faktorer, der vil få indflydelse på rentespændene i ØMUens tredje fase. Først beskrives ØMUens effekter på rentedannelsen. Dernæst beskrives kreditrisiko, og hvordan ØMUen påvirker den. Ud fra rentespænd mellem canadiske provinser konkluderes det, at der vil blive rentespænd mellem statsobligationer udstedt af forskellige deltagere i ØMUens tredje fase, men at disse rentespænd må forventes at blive små.

ØMUens effekt på rentedannelse

Renten på statsobligationer i et land er afhængige dels af generelle økonomiske forhold som renten i udlandet, inflations- og valutakursforventninger, dels af mere institutionelle og finansielle forhold som kreditrisiko, likviditet, udstedelsesteknik, offentlig regulering og beskatning mv., jf. tabel 1. Rentespænd mellem lande afspejler forskelle i disse faktorer landene imellem.

Inden for ØMUen forsvinder de generelle økonomiske og institutionelle faktorer som årsag til renteforskelle mellem landene. Fastlåsning af valutakurserne og indførelsen af euro betyder således, at valutakurs- og inflationsrisikoen helt forsvinder. Offentlig regulering med hensyn til placeringsregler for institutionelle investorer i form af krav om placering i national valuta¹⁾ mister deres betydning inden for unionen, og skattemæssig diskriminering mellem inden- og udenlandske fordringer vil sandsynligvis forsvinde.

Finansielle faktorer vil derimod også i fremtiden kunne adskille statsobligationerne fra forskellige lande fra hinanden. Såfremt kuponfrekvens, udstedelsesmetode eller nogle af de andre faktorer, som obligationsudstederen selv kan styre, giver anledning til renteforskelle, er det dog sandsynligt, at der sker en harmonisering på disse områder, fordi udstederen vil

¹⁾ Eksempelvis er der i 3. livsforsikringsdirektiv kongruensregler om, at 80 pct. af de forsikringsmæssige henrettelser skal være i samme valuta som de fremtidige udbetalinger.

Tabel 1 *Faktorer med indflydelse på rentespænd mellem lande inden for ØMUen før og efter overgangen til ØMUens tredje fase*

	Før	Efter
Generelle	Inflationsrisiko Valutakursrisiko	
Finansielle	Likviditet Kreditrisiko Udstedelsesteknik Renteberegning Kuponfrekvens	Likviditet Kreditrisiko Udstedelsesteknik ¹⁾ Renteberegning ¹⁾ Kuponfrekvens ¹⁾
Institutionelle	Placeringsregler Beskatning	

¹⁾ Det er sandsynligt, at der sker en markedsdrevet harmonisering på disse områder.

have et økonomisk incitament til at ændre reglerne. Tilbage bliver likviditet og vurdering af kreditrisiko, som obligationsudstederen ikke direkte selv kan styre.

Likviditet afhænger bl.a. af obligationsudstedelsens størrelse, omsætning, og om den eventuelt kan benyttes som underliggende instrument i forbindelse med futures eller lignende, der gør, at den bliver speciel i forhold til andre obligationer. Toneangivende obligationer (benchmarks) og andre obligationer, der har disse karakteristika, vil i den forbindelse være særligt efterspurgt og dermed få en lavere rente end de øvrige obligationer.

Kreditrisiko

En obligationsejer løber en risiko for, at udstederen vil misligholde sine betalinger og undlader at betale renter eller afdrag. Afhængig af vurderingen af risikoen vil investor tage sig betalt herfor i form af en merrente. Risikoen for, at en stat misligholder sine forpligtelser, anses generelt for at være meget lille, men såfremt investorerne skelner mellem staternes kreditværdighed inden for ØMUen, vil det få effekt på rentespændene mellem staternes udstedelser.

Risikoen for misligholdelse afhænger bl.a. af følgende faktorer:

- Gældskvoten.
- Statens mulighed for at foretage monetær finansiering.
- Andre stater eller overnationale institutioners vilje til at hjælpe staten (bail-out).
- Beskatningsgrundlaget.

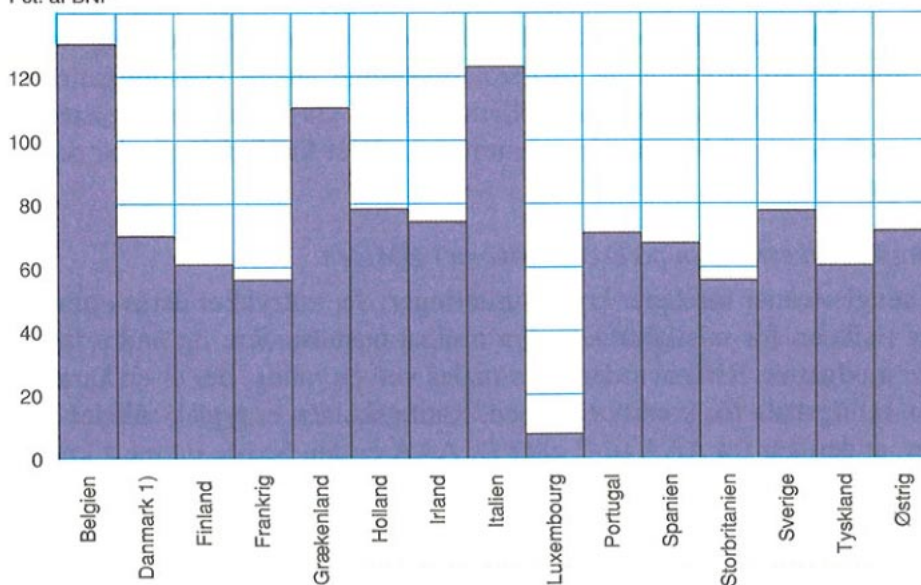
Den enkelte stats gældskvote er en vigtig faktor for kreditrisikoen. Jo højere gældskvote jo mere følsom er en stat over for konjunktur- og renteændringer. Det øger risikoen for, at en stat misligholder sin gæld, og investorerne kræver derfor en merrente for at finansiere statens gæld. Der er stor forskel på de enkelte staters gældskvoter inden for EU, jf. figur 1.

Hvis staten må foretage monetær finansiering, dvs. den har trækningsretigheder i landets centralbank ud over sit indestående, kan staten betale sine fordringer ved at øge låntagningen i centralbanken. Staten lader her ved "seddelpressen" køre for at undgå misligholdelse af statsgælden uden for centralbanken. Desuden undgår staten at måtte låne på markedsvilkår, der kan være ugunstige, i forbindelse med økonomiske problemer. Den stigning i pengemængden, som følger af denne politik, vil normalt føre til højere inflation og depreciering af valutaen. For en investor reducerer muligheden for monetær finansiering kreditrisikoen, men til gengæld øges inflations- og valutakursrisikoen. Inden for euro-området bliver der imidlertid ingen inflations- og valutakursrisiko knyttet til det enkelte land, og effekten bliver derfor indirekte via hele unionens inflations- og valutakursniveau.

Figur 1

Offentlige gældskvoter i EU i 1996

Pct. af BNP



1) Ikke korrigeret for Den Sociale Pensionfonds beholdning af private obligationer og for indestående på statens konto i Nationalbanken.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Beretning og regnskab 1996.

Hvis andre stater i tilfælde af en misligholdelse går ind og hjælper den nødlidende stat finansielt, reduceres kreditrisikoen. I sin yderste konsekvens, hvor der er en implicit eller eksplicit garanti for, at en stat vil blive hjulpet, vil det fjerne kreditrisikoforskellene mellem landene i unionen, og renten i de enkelte stater bliver ens.

For at sikre, at kapitalmarkedet kan have en disciplinerende effekt på landenes økonomiske politik, og at de ikke fører en uansvarlig økonomisk politik, der skader de andre lande i unionen, indeholder Maastricht-traktaten forbud mod monetær finansiering og bestemmelser mod fælles hæftelse ("no bail-out") i artikel 104 og 104 b. Artiklen 104 siger, at en stat ikke kan låne i Den Europæiske Centralbank (ECB) eller en national centralbank. Artikel 104 b, den såkaldte "no bail-out"-klausul, siger at de enkelte stater selv skal betale deres gæld. Begge bestemmelser er allerede trådt i kraft og gælder alle EU-landene.

En stats evne til at tilbagebetale gæld bygger på samfundets mulighed for i fremtiden at generere indkomst, som kan danne grundlag for beskatning. Faktormobilitet og specielt arbejdskraftmobilitet er i den forbindelse meget vigtig, fordi arbejdskraften udgør den største del af samfundets indkomstmasse. Såfremt mobiliteten er høj og måske afhængig af beskatningsniveauet, bliver skattebasen mindre sikker, og risikoen for misligholdelse stiger.

Med baggrund i Maastricht-traktatens bestemmelser og forskelle på de enkelte landes gældskvoter inden for ØMUen vil der være grundlag for, at investorerne vil differentiere mellem forskellige landes statsobligationer. Der vil derfor blive rentespænd mellem landene. Hvor store rentespændene bliver, afhænger af, hvordan investorerne vurderer kreditrisikoen for de enkelte stater.

Ratingbureauernes syn på kreditrisikoen i ØMUen

Ratingbureauer foretager kreditvurderinger, der udtrykker deres opfattelse af risikoen for misligholdelse fra obligationsudstedere og andre finansielle modparter. Risikovurderingen måles ved en rating, der er en karakter på en ratingskala for kreditværdighed. Ratingskalaen er typisk således indrettet, at den går fra AAA til C eller D. AAA er den bedste og mest kreditværdige vurdering, og lavere rating afspejler større risiko. Ratingbureauernes syn på kreditrisikoen er i forbindelse med rentespænd interessant, fordi deres rating ofte benyttes af investorer til at vurdere kreditrisiko.

Ved ratingen tillægger ratingbureauerne denomineringen af gælden stor betydning, og ratingbureauer har både en rating for indenlandsk og udenlandsk gæld. Muligheden for monetær finansiering gælder kun indenlandsk

statsgæld, og skatteopkrævningen foregår i national valuta. Derfor er indenlandsk gæld mere kreditværdig end udenlandsk, og rating for den indenlandske gæld kan være højere end for den udenlandske. Således son-
drer de to førende ratingbureauer Standard & Poor's og Moody's mellem inden- og udenlandsk gæld, jf. tabel 2. Af tabellen fremgår i øvrigt, at Moody's rater indenlandsk gæld forskelligt på tværs af landene, mens Standard & Poor's ikke gør det.

Tabel 2 *Rating af staternes gæld*

Lande	Moody's		Standard & Poor's	
	Udenlandsk valuta	Indenlandsk valuta	Udenlandsk valuta	Indenlandsk valuta
Belgien	Aa1	Aa1	AA+	AAA
Danmark	Aa1	Aaa	AA+	AAA
England	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Finland	Aa1	Aaa	AA	AAA
Frankrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Grækenland	Baa1	A2	BBB-	-
Holland	Aaa	-	AAA	AAA
Irland	Aa1	Aaa	AA	AAA
Italien	Aa3	Aa3	AA	AAA
Luxembourg	Aaa	-	AAA	AAA
Portugal	Aa3	Aa2	AA-	AAA
Spanien	Aa2	Aa2	AA	AAA
Sverige	Aa3	Aa1	AA+	AAA
Tyskland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Østrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA

Note: "-" angiver, at der ikke foreligger rating.

Kilde: Standard & Poor's og Moody's.

Redenomineringen fra nationale valutaer til euro af den indenlandske statsgæld og den udenlandske statsgæld, der er denomineret i kommende euro-valutaer, rejser spørgsmålet om, hvordan den kommende indenlandske euro-gælden skal rates. Den nuværende udenlandske gæld kan enten få samme og i nogle tilfælde højere rating som den nuværende indenlandske gæld, eller den indenlandske rating kan blive nedsat til niveauet for den udenlandske gæld.

Ratingbureauernes vurderinger kommer bl.a. til at afhænge af deres syn på monetær finansiering, og hvornår den bliver umulig. Dette er også en af grundene til, at bureauerne i dag har en forskellig politik for rating af

indenlandsk gæld. Standard & Poor's mener, at de nationale centralbanker kan og vil hjælpe deres regeringer for at undgå misligholdelse på trods af, at det allerede er forbudt i ØMUens anden fase i henhold til Maastricht-traktaten¹⁾. Moody's mener derimod, at muligheden for monetær finansiering er udelukket allerede i dag pga. Maastricht-traktaten, centralbankernes uafhængighed og de frie kapitalmarkeder²⁾. Med ØMUens tredje fase bliver denne skelnen vanskelig at opretholde, fordi der bliver en fælles pengepolitik. En harmonisering af de nuværende ratings for indenlandsk gæld må derfor forventes.

Erfaringer med rentespænd som følge af kreditværdighed

Ud fra erfaringerne med rentespændene mellem obligationer udstedt af de canadiske provinser og den canadiske centralregering kan man danne sig et indtryk af størrelsesordenen af rentespændene i ØMUens tredje fase. Provinserne har samme valuta, de kan ikke foretage monetær finansiering, og der ikke er nogen regler for gensidig eller føderal hjælp i tilfælde af økonomiske problemer. På væsentlige områder har de således samme karakteristika som de kommende deltagere i ØMUens tredje fase.

De canadiske provinser har udstrakt økonomisk selvstændighed, og der er samtidig et homogent obligationsmarked, hvor der er ens standarder med hensyn til renteberegning, kuponfrekvens mv. Renteforskellene kan derfor i vid udstrækning henføres til den pris investorerne sætter på de forskellige udstederes kreditværdighed, men politiske forhold som Quebecs separationstendenser kan også have en effekt. Renten på de forskellige provinsers papirer kan variere op til ½ procentpoint i forhold til renten på den canadiske stats obligationer, jf. figur 2. Tidligere har der været rentespænd på over 1 procentpoint. De laveste renter er kun en anelse højere end på de canadiske statspapirer. Samtidig fremgår det, at der er en positiv sammenhæng mellem rentespænd og risiko for misligholdelse målt ved rating. Denne sammenhæng kan også findes, hvis man ser på rentespænd i forhold til provinsernes gældskvoter, jf. figur 3.

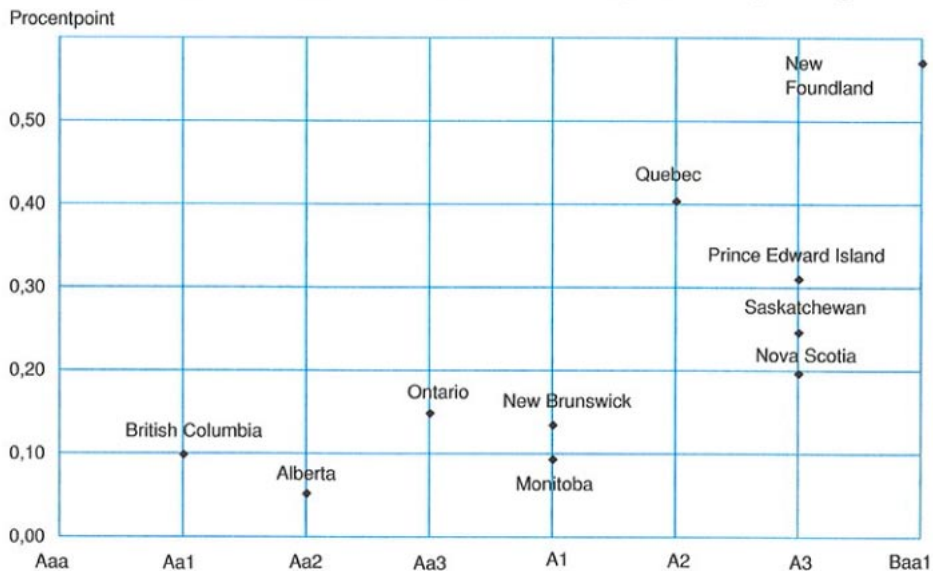
Erfaringerne fra Canada kan ikke direkte overføres til størrelsen af rentespændene i den kommende monetære union, da en række modsatrettede faktorer gør sig gældende.

Arbejdskraftmobiliteten i Europa er mindre end i Canada, hvilket giver landene en sikrere skattebase og dermed en bedre mulighed for at tilbage-

¹⁾ Jf. Schinasi, G.P. og Prati, A (1997) "European Monetary Union and International Capital Markets: Structural Implications and Risks" præsenteret ved konferencen om "EMU and the International Monetary System", Washington D.C., March 1997.

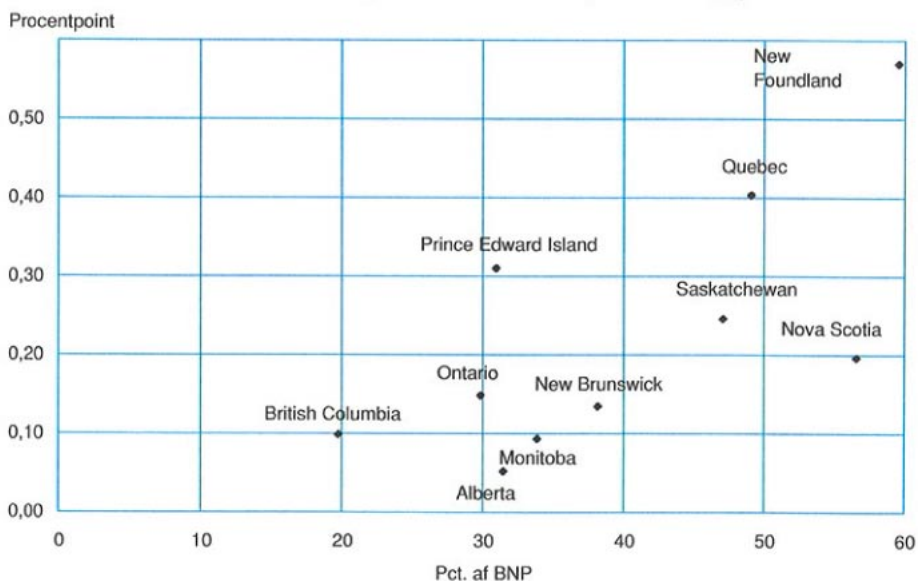
²⁾ Jf. Moody's (1997) "Credit Risk Implications of EMU for European Sovereign Credits".

Figur 2 *Rentespænd ultimo april for canadiske provinser i forhold til Canadas statsobligationsrente som funktion af rating*



Kilde: Bloomberg og Moody's

Figur 3 *Rentespænd ultimo april for canadiske provinser i forhold til Canadas statsobligationsrente som funktion af gældskvoter*



Kilde: Bloomberg og Moody's

betale gælden. Ligeledes vil de formaliserede rammer for optagelse i ØMUen, konvergenskriterierne, samt stabilitets- og vækstpagten forebygge, at deltagerlandene kommer ud i store økonomiske problemer. Disse forhold vil føre til mindre forskellene i kreditrisiko euro-landene imellem end mellem de canadiske provinser. De aktuelle ratings for de potentielle deltagere i ØMUens tredje fase er også bedre end for de canadiske provinser.

Til gengæld er gældskvoterne i de canadiske provinser mindre end de europæiske landes, når man ser bort fra den canadiske centralregerings gældskvote. Det kan heller ikke afvises, at regeringen i Canada vil føle et vist ansvar for at hjælpe provinser i økonomiske problemer. Det står i modsætning til ØMUen, hvor der ikke er en centralregering, og hvor "no bail-out" er traktatligt fastsat. Det øger kreditrisikoen for euro-landene i forhold til de canadiske provinser.

Eksistensen af rentespænd mellem de canadiske provinser sandsynliggør, at investorerne vil differentiere mellem statsobligationer fra forskellige lande i den monetære union på grund af forskellig kreditværdighed. Undersøgelsen indikerer dog, at rentespændene vil blive beskedne.

Kortsigts sammenhænge mellem udvalgte landes 10-årige obligationsrente

v/Christian Ølgaard, Kapitalmarkedsafdelingen

Indledning

Efter tre år med fald steg den lange rente i USA kraftigt gennem 1994. Stigningen havde sin baggrund i en stærk aktivitetsudvikling i amerikansk økonomi, der skabte forventninger om tiltagende inflation. Selv om den økonomiske vækst i Tyskland var mindre, og inflationsrisikoen syntes betydeligt lavere end i USA, fulgte den lange tyske rente - og dermed også renten i de øvrige europæiske lande - i store træk stigningen i USA. Dette forløb efterlod et indtryk af, at den amerikanske rente i højere grad end tidligere var blevet bestemmende for renteniveauet i Europa.

Renterne fortsatte deres "parløb" i form af et næsten parallelt fald gennem 1995, men siden begyndelsen af 1996 har der været større forskel i renteutviklingen. Stærk vækst i USA har trukket de amerikanske renter op, mens de tyske renter - i lyset af en afdæmpet konjunkturudvikling - er forblevet nogenlunde uændrede. Forskellen er af en række iagttagere blevet udlagt som et udtryk for, at de tyske renter er blevet koblet fra de amerikanske.

I Europa har de fleste lande gennem det seneste årti oplevet en indsnævring af det lange rentespænd til Tyskland. Indsnævringen har været mest udtalt for de lande, der i udgangspunktet havde det største rentespænd, men også for de fleste kernelande er rentespændet reduceret. De europæiske obligationsmarkeder synes således at være blevet knyttet tættere sammen.

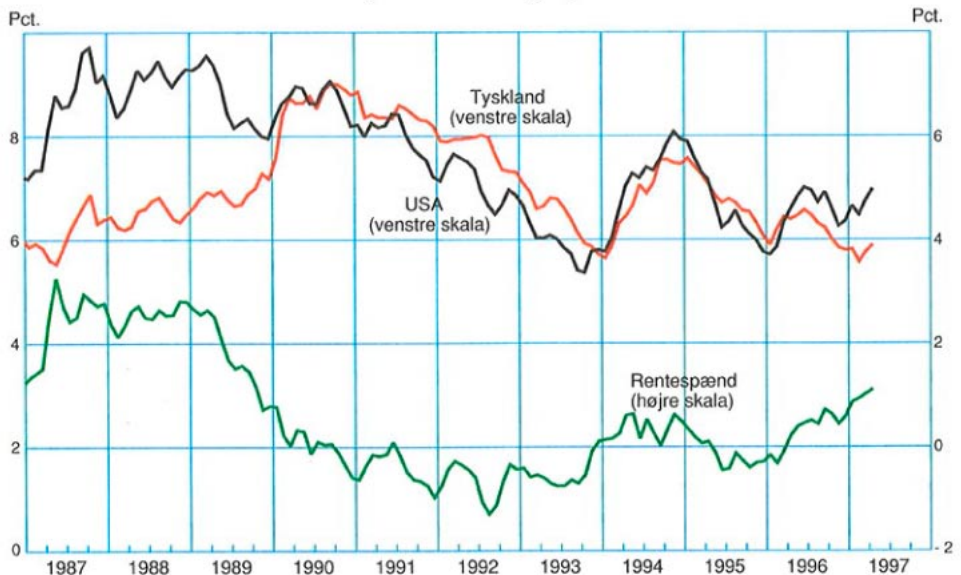
Formålet med denne artikel er at undersøge, om disse generelle indtryk af bevægelsen i rentesammenhængene henholdsvis på tværs af Atlanterhavet og inden for Europa kan genfindes ved en analyse af de mere kortsigtede rentesammenhænge baseret på daglige renteniveauer og -ændringer. I næste afsnit belyses den kortsigtede rentesammenhæng mellem USA og Tyskland. I tredje afsnit ses på kortsigts sammenhængene mellem på den ene side Tyskland og på den anden side udvalgte europæiske lande. Artiklen afsluttes med nogle sammenfattende bemærkninger.

Rentesammenhæng: USA versus Tyskland

Den amerikanske og tyske 10-årige rente har siden starten af 1990'erne udviklet sig nogenlunde ensartet. Ikke mindst i 1994-95 var rentebevægelse

Figur 1

*10-årige statsobligationsrenter og
rentespænd USA og Tyskland*



Anm.: Månedsgennemsnit.

serne i store træk parallelle, og spændet mellem de 10-årige renter var forholdsvis tæt på nul, jf. figur 1.

Siden omkring årsskiftet 1995/96 er dette billede imidlertid delvist ændret. Fra januar 1996 til marts 1997 steg den 10-årige amerikanske rente med ca. 1,1 pct., mens den tyske rente faldt med ca. 0,1 pct. Den 10-årige tyske rente gik derved fra at være ca. 0,2 pct. højere end den amerikanske til at være ca. 1 pct. lavere. Det amerikansk-tyske rentespænd i marts 1997 var det største siden 1989.

Denne udvikling kan give anledning til at overveje, om den forskelligartede renteudvikling i USA og Tyskland har givet sig udslag i en lavere samvariation i de mere kortsigtede rentebewægelser. Det analyseres i det følgende ved hjælp af korrelationskoefficienter mellem renteniveauer i USA og Tyskland og tilsvarende korrelationskoefficienter mellem renteændringer på basis af daglige observationer, jf. boks.

Korrelationskoefficienterne er beregnet for 3-måneders perioder, som løbende er flyttet med én måned ad gangen¹⁾. Herved fås et indtryk af, i hvilket omfang graden af samvariation er ændret over tid.

¹⁾ Dvs. først beregnes de to korrelationskoefficienter for perioden januar-marts 1987, dernæst for perioden februar-april 1987 og så fremdeles.

*Boks**Korrelationskoefficient*

Korrelationskoefficient er et simpelt statistisk mål, som angiver graden af (lineær) samvariation mellem to variabler, fx to renteserier. Korrelationskoefficienten ligger altid i intervallet fra -1 til +1. Jo tættere koefficienten ligger på yderpunkterne i intervallet, i desto højere grad er der en fast lineær sammenhæng mellem serierne, dvs. desto større er samvariationen.

Hvis korrelationskoefficienten mellem to landes daglige renteniveauer, fx det amerikanske og det tyske, i en given periode har været tæt på 1, er det et udtryk for, at renterne har fulgt et fast (lineært) mønster, hvor renten har været høj i Tyskland, når den har været høj i USA, og lav i Tyskland, når den har været lav i USA. Ofte vil rentespændet i en sådan periode have været forholdsvis stabilt, men en høj korrelation kan også forekomme, hvis et stort rentespænd har været forbundet med høje renteniveauer og omvendt.

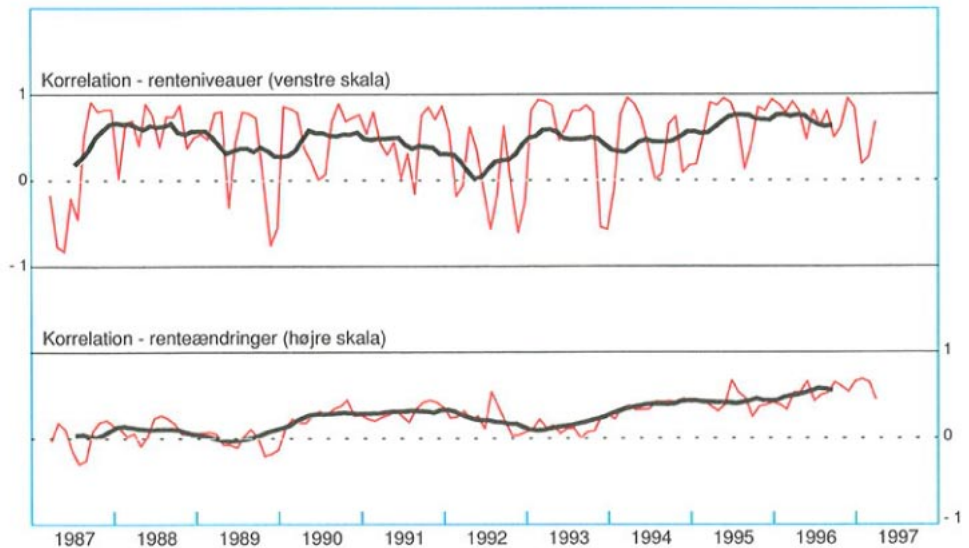
En niveau-korrelation tæt på nul afspejler til gengæld, at der ikke inden for den betragtede periode har været noget fast mønster mellem de to landes renteniveauer. En høj rente i USA har i så fald nogle dage været fulgt af en høj rente i Tyskland, men andre dage af en lav rente, og ligeledes har den tyske rente både været høj og lav, når den amerikanske rente har været lav. Niveau-korrelationen er ofte lav i perioder, hvor rentespændet er volatilt.

Korrelationen mellem de to landes daglige renteændringer giver en indikation af, i hvilket omfang renteændringerne fra dag til dag følges ad. Jo tættere ændrings-korrelationen er på 1, i desto højere grad vil renterne stige henholdsvis falde på de samme dage i de to lande. Hvis ændrings-korrelationen er tæt på 1, er det således et udtryk for, at den helt kortsigtede rentesammenhæng mellem de to lande har været stærk i den betragtede periode.

I beregningerne er der anvendt renter, som er opgjort ved afslutningen af dagens handel på de respektive landes hovedbørser. Det indebærer, at de tyske rentedata er opgjort ca. kl.17.30, mens de amerikanske renter normalt er opgjort ca. 5 timer senere.

Den manglende samtidighed er principielt set et problem, nok størst for de beregnede korrelationskoefficienter på basis af renteændringer, som må forventes at ligge tættere på nul end de "sande" korrelationskoefficienter.

Figur 2 *Korrelationskoefficienter for renteniveau- og ændring:
USA versus Tyskland*



Anm.: Baseret på 10-årige statsobligationsrenter. Sorte kurver angiver centrerede 12-måneders glidende gennemsnit.

Udviklingen over tid i de beregnede korrelationer mellem USA og Tyskland vurderes imidlertid ikke i nævneværdig grad at være påvirket af tidsforskellen og vil derfor afspejle tendensen i de "sande" korrelationer¹⁾.

Resultatet af korrelationsberegningerne for renteniveau og -ændring i Tyskland og USA er præsenteret i figur 2. Det fremgår, at korrelationen mellem renteniveauerne - helt som forventet på baggrund af udviklingen i de 10-årige renter, jf. figur 1 - overvejende har været positiv og i størstedelen af 3-måneders perioderne har ligget mellem $\frac{1}{2}$ og 1. I de fleste perioder har høje amerikanske renter således været forbundet med relativt høje tyske renter og omvendt. Niveau-korrelationen har imidlertid været meget svingende. Gennem det belyste tiår er der endog eksempler på perioder, hvor korrelationen har været negativ. Det er et udtryk for, at der har været (kortere) perioder, hvor renteniveauerne i de to lande overvejende har bevæget sig i hver sin retning. Beregningerne afslører ikke nogen klar bevægelse i korrelationen over tid, ligesom der ikke er tegn på, at korrelationen - trods den markante ændring i det amerikansk-tyske rentespænd, jf. ovenfor - har været særligt lav siden slutningen af 1995 - snarere tværtimod.

¹⁾ Samtidighedsproblemet er betydeligt større i relation til Japan, idet de tilgængelige japanske rentedata enten vil være opgjort 11-12 timer før (eller 12-13 timer efter) opgørelsen af den amerikanske rente. En tidsforskel af denne størrelsesorden gør fortolkningen af beregnede korrelationskoefficienter meget vanskelig. Resultaterne af korrelationsberegninger for Japan er derfor ikke medtaget i nærværende artikel.

Korrelationen mellem de daglige renteændringer var tæt på nul i slutningen af 1980'erne, men er gradvist steget og har det seneste år overvejende været i overkanten af $\frac{1}{2}$, jf. også figur 2. Stigningen i ændrings-korrelationen, der har fundet sted på trods af, at pengepolitikken og de korte renter i en stor del af 1990'erne har bevæget sig i hver sin retning¹⁾, afspejler formentlig, at obligationsmarkederne i USA og Tyskland i dag er tættere integreret end for ti år siden. Det vurderes bl.a. at være et resultat af, at investorerne, ikke mindst de institutionelle, er blevet mere internationalt orienterede - hjulpet på vej af den teknologiske udvikling, som har styrket mulighederne for løbende at overvåge markedsudviklingen og for hurtigt at reagere herpå. Dertil kommer, at det forbedrede udbud af afledte finansielle produkter har gjort det nemmere at afdække valutakursrisikoen i forbindelse med en udenlandsk porteføljeinvestering. Omkostningerne til afdækning af den betydelige valutakursrisiko, som er forbundet med kursen mellem dollar og D-mark, er således relativt beskedne i dag, hvilket må formodes at have gjort transatlantiske porteføljeinvesteringer mere attraktive for mange investorer.

Beregningerne viser ikke tegn på, at udvidelsen af det amerikansk-tyske rentespænd siden årsskiftet 1995/96 har påvirket ændrings-korrelationen. Spændudvidelsen har fundet sted gennem forskelle i de daglige renteændringer. Sådanne forskelle vil ofte trække i retning af en lavere korrelation. I dette tilfælde har de imidlertid ikke været udtalte nok til at svække tendensen til en styrket rentesammenhæng på helt kort sigt.

De beregnede korrelationskoefficienter giver ikke information om, hvilken vej rentepåvirkningen går. I lyset af bl.a. det amerikanske obligationsmarkeds position som verdens klart største, er der imidlertid næppe tvivl om, at det hovedsageligt er de tyske renter, der er under indflydelse af de amerikanske, mens påvirkningen i den modsatte retning er mere begrænset.

Det er i den forbindelse værd at bemærke, at ændringskorrelationen overgangsvist svækkedes i 1992-93. Det er nærliggende at se denne svækkelse som en konsekvens af de daværende stærke spændinger i det europæiske valutasamarbejde, der kan have fået markedsdeltagerne til i højere grad end sædvanligt at fokusere på interne europæiske forhold.

Rentesammenhæng: Tyskland versus udvalgte europæiske lande

I de seneste årtier har det tyske obligationsmarked - ikke mindst i kraft af tysk økonomis historisk relativt høje prisstabilitet og D-markens styrke -

¹⁾ Det kan i tilknytning hertil nævnes, at korrelationen mellem dag-til-dag ændringer i de 1-årige obligationsrenter i USA og Tyskland har ligget tæt på nul i de fleste perioder og har således i specielt de senere år været betydeligt lavere end korrelationen mellem de 10-årige obligationsrenter.

i stigende grad dannet udgangspunkt for rentedannelsen i de europæiske lande. Frem til slutningen af 1980'erne blev denne udvikling understøttet af afviklingen af kapitalrestriktionerne i Europa.

En række europæiske lande havde gennem 1980'erne en betydeligt højere rente end Tyskland. Det kunne i stor udstrækning tilskrives forventninger om nedskrivning af de pågældende landes valuta over for D-marken. Økonomisk konvergens og processen frem mod etableringen af en økonomisk og monetær union har imidlertid i stort set alle EU-lande indebåret en kraftig indsnævring af bl.a. det lange rentespænd til Tyskland.

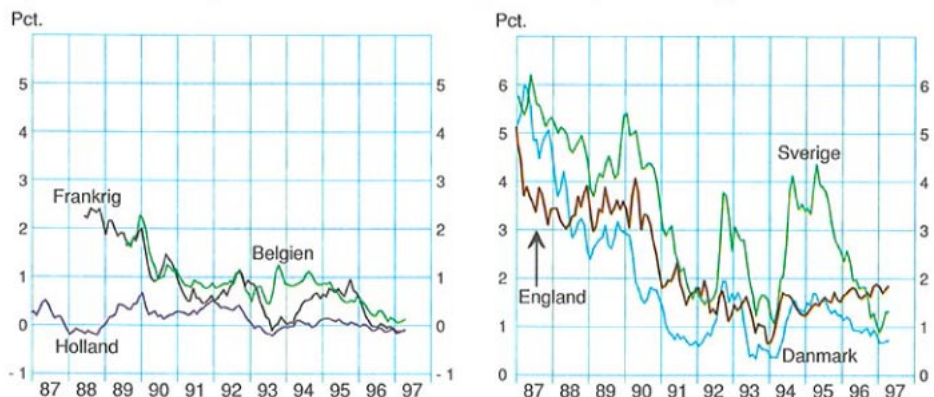
De fleste EU-landes 10-årige rentespænd til Tyskland kom i løbet af 1996 ned på et historisk set lavt niveau, og i flere EU-lande er rentespændet nu elimineret, jf. figur 3.

På denne baggrund kan det undersøges, om denne rentekonvergens - som man umiddelbart må forvente - også kommer til udtryk i form af en styrket rentesammenhæng over for Tyskland.

I figur 4 er vist resultaterne af korrelationsberegninger - svarende til dem, der blev præsenteret i det foregående afsnit - for udvalgte EU-lande.

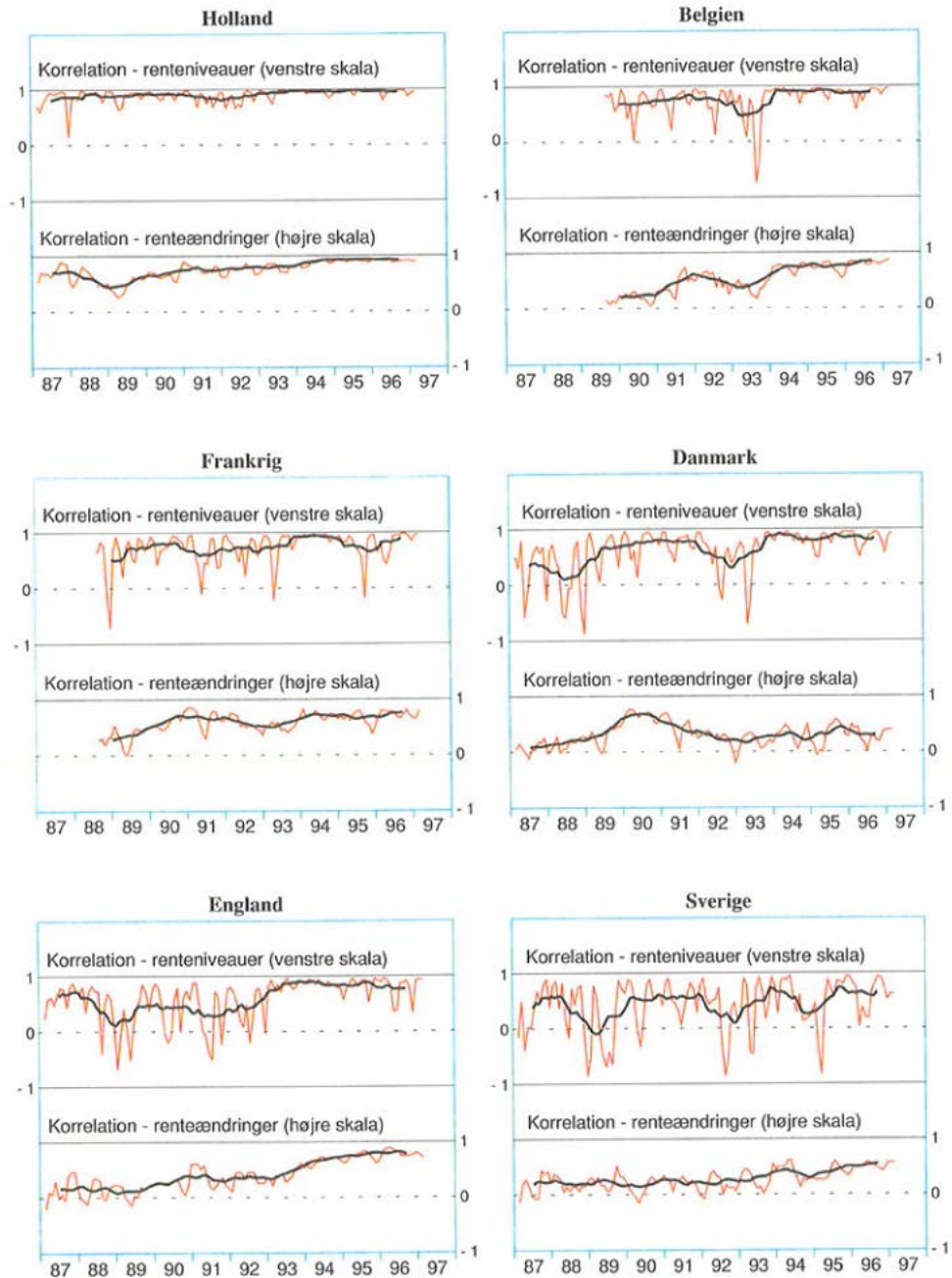
Holland er det land, som både for så vidt angår renteniveau og -ændringer, har været tættest korreleret med Tyskland. Set i lyset af, at Holland - som det eneste EU-land - siden begyndelsen af 1980'erne har haft en inflation på linje med den tyske, og at gyldens EMS-centralkurs over for D-marken ikke er blevet ændret siden 1983, er det et logisk resultat. I praktisk taget hele den belyste periode har den hollandske 10-årige rente dag for dag fulgt den tyske tæt, og siden 1994 har den hollandske og den tyske rente nærmest været perfekt korrelerede. Korrelationen i de daglige rente-

Figur 3 Udvalgte EU-landes 10-årige rentespænd til Tyskland



Anm.: Månedsgennemsnit.

Figur 4 *Korrelationskoefficienter for renteniveau og -ændring:
Tyskland versus udvalgte EU-lande*



Anm.: Baseret på 10-årige statsobligationsrenter. Data for Frankrig og Belgien er først tilgængelige fra henholdsvis juli 1988 og juli 1989. Sorte kurver angiver centrerede 12-måneders glidende gennemsnit.

ændringer mellem Holland og Tyskland er steget markant siden slutningen af 1980'erne og har i de sidste to-tre år stabilt ligget meget tæt på 1. Korrelationskoefficienterne viser således, at det hollandske obligationsmarked i dag næsten er smeltet sammen med det tyske.

Også for *Belgien og Frankrig* har niveau-korrelationen generelt været høj og let stigende siden begyndelsen af 1990'erne, men tilknytningen til det tyske marked har ikke været så tæt som for Holland. Endvidere er der for begge lande sket en markant stigning i ændrings-korrelationen til et niveau, der afspejler en høj kortsigts samvariation. Den beregnede franske ændrings-korrelation må endog formodes at være let undervurderet, idet den franske rente er aflæst ca. 1 time tidligere end den tyske.

Resultaterne er i god overensstemmelse med, at Belgien og Frankrig siden 2. halvdel af 1980'erne gradvist har cementeret deres position som kernelande. Det er i øvrigt værd at bemærke, at for begge lande kom det væsentligste brud på den generelle tendens til stigning i ændrings-korrelationen i 1992-93. Der er næppe tvivl om, at det kan tilskrives den europæiske valutauro, som bl.a. indebar, at belgiske og franske franc kom under pres.

Niveau-korrelationen for *Danmark* svarer i store træk til korrelationen for Belgien og Frankrig og er dermed i overensstemmelse med det forventede. Ændringskorrelationen afviger til gengæld fra de øvrige kernelande, idet den generelt er lav og ikke udviser nogen tendens til stigning i de senere år. Dette resultat skyldes - så vidt det kan vurderes - i væsentlig grad, at de danske rentedata er aflæst ved Københavns Fondsbørs' lukning kl. 15.30, dvs. ca. 2 timer før det tyske marked lukker og kun ca. 1½ time efter åbningen af det amerikanske marked. Da den lange amerikanske rente har en stigende indflydelse på den tyske, jf. det foregående afsnit, og - bl.a. som følge af offentliggørelse af nye nøgletal - ofte bevæger sig mærkbart i de første timer af dagens handel, opstår der jævnligt ændringer i den tyske rente, som ikke inden for samme dag slår igennem på den danske. Forklaringen understøttes af beregninger, der viser, at korrelationen mellem renteændringen i Tyskland i dag og i Danmark i morgen specielt i de senere år har været betydeligt højere end tilsvarende korrelationer for de øvrige europæiske lande. De præsenterede ændringskorrelationer for Danmark undervurderer derfor efter alt at dømme den faktiske korrelation.

Kortsigts korrelationen mellem de *engelske* og tyske 10-årige renter har siden 1993 været af samme størrelsesorden som mellem de franske og tyske renter. Det harmonerer med, at de engelske og tyske renter har bevæget sig ganske parallelt i de senere år. Samtidig har der gennem 1990'erne udviklet sig en ganske tæt korrelation mellem de daglige renteændringer i

England og Tyskland. I det seneste år har ændrings-korrelationen således stort set været på linje med den franske. At den engelske ændrings-korrelation er blevet så stærk, er umiddelbart overraskende i lyset af, at England på mange måder har adskilt sig fra kernelandene. Pundet har siden efteråret 1992 - efter to års deltagelse - stået uden for det europæiske valutasamarbejde, den pengepolitiske kurs har været selvstændig, og England forventes ikke at være blandt de lande, som er med fra starten af den økonomiske og monetære union.

Når korrelationen alligevel er steget så markant, er det formentlig et udtryk for det amerikanske markedes tiltagende indflydelse på de europæiske renter. En høj ændrings-korrelation mellem England og Tyskland afspejler således, at de daglige renteændringer i begge lande i stor udstrækning drives af renteændringer i USA. Det understøttes af, at den engelsk-amerikanske ændrings-korrelation i de senere år har været stort set identisk med den tysk-amerikanske ændrings-korrelation.

Sverige har generelt haft en betydeligt lavere rentekorrelation med Tyskland end kernelandene - både for niveau og for ændring. Ændrings-korrelationen må imidlertid formodes at være undervurderet, idet de anvendte svenske rentedata er aflæst ca. kl.16.15, dvs. godt en time tidligere end i Tyskland. På trods heraf kan der iagttages en tendens til en stigende ændrings-korrelation over de seneste år. Det er i sig selv bemærkelsesværdigt i betragtning af de meget markante udsving, der har været i det svensk-tyske rentespænd i 1994-1996, jf. figur 3. Korrelationen mellem de daglige renteændringer er dog fortsat betydeligt lavere end for fx Frankrig (hvor samtidighedsproblemet er af samme størrelsesorden).

Afsluttende bemærkninger

Den præsenterede analyse har vist, at de kortsigtede sammenhænge mellem de lange renter på tværs af landegrænser generelt er styrket i det seneste årti. Det kan ses som et udtryk for, at obligationsmarkederne i de forskellige lande er blevet mere integrerede siden slutningen af 1980'erne. Forbedret teknologi, der har gjort overvågningen af mange markeder mere overkommelig, og styrkede muligheder for at afdække uønskede valutakursrisici har formentlig bidraget til den øgede integration.

Renteudviklingen siden begyndelsen af 1996 har vist, at de lange renter i Tyskland ikke blot bestemmes af renteudviklingen i USA, men også af lokale - ikke mindst makroøkonomiske - forhold. Det har imidlertid ikke forhindre, at tendensen til øget samvariation i de daglige renteændringer i USA og Tyskland, som startede i slutningen af 1980'erne, er fortsat. Det seneste år har samvariationen nået sit hidtil højeste niveau.

Inden for EU har den øgede økonomiske konvergens og planerne om etablering af en økonomisk og monetær union afstedkommet en markant indsnævring af de fleste landes lange rentespænd over for Tyskland over det seneste årti. For kernelandene, samt for England, har rentespændet i de sidste par år kun udvist relativt beskedne udsving, hvilket har indebåret en generelt høj samvariation mellem de pågældende landes lange rente og den lange rente i Tyskland.

For Holland, Belgien, Frankrig samt - noget overraskende - England kan der samtidig iagttages en betydelig stigning i samvariationen med Tyskland i de daglige renteændringer siden slutningen af 1980'erne. Det illustrerer, at også de helt kortsigtede bånd mellem landenes obligationsmarkeder er blevet styrket. I de seneste år har korrelationen mellem de daglige renteændringer været høj. Det viser, at obligationsmarkederne i de pågældende lande i dag er tæt knyttet til det tyske marked.

Indeks for de monetære forhold

v/Niels Lynggård Hansen, Økonomisk Afdeling

Indledning

I flere lande har der i de senere år været en stor interesse for monetære indeks (*monetary condition indices*) til måling af penge- og valutakurspolitikens stramhedsgrad baseret på antagelser om rentens og valutakursens betydning for vækst og inflation. Internationale organisationer som OECD og IMF har ligeledes haft indekset med i deres seneste publikationer. Der er tale om et alternativ til den teoretisk set mere traditionelle fremgangsmåde bestående i at se på pengemængdeudviklingen.

Ved sammenvejning af de selvstændige effekter fra rente og valutakurs opnås et enkelt tal for - og dermed en meget simpel måling af - pengepolitikens stramhedsgrad. Monetære indeks har størst anvendelsesmulighed i lande, hvor pengepolitikken aktivt tilrettelægges efter at styre efterspørgselspresset og inflationsudviklingen. Her vil de vigtigste transmissionskanaler oftest være den direkte effekt via den korte rente og den indirekte effekt via den effektive valutakurs. I lande med flydende valutakurser svarer beregningen af monetære indeks for pengepolitikens virkning på aktiviteten til beregning af finanseffekter, dvs. opgørelse af den aktive finanspolitik's påvirkning af BNP. I lande med faste valutakurser vil ændringer i den effektive valutakurs som hovedregel skyldes kursbevægelser mellem flydende valutaer. Monetære indeks udtrykker derfor, hvorledes rente- og valutaforholdene påvirker aktiviteten, men ikke noget om bidraget fra den aktive pengepolitik. Metoden rejser desuden en række begrebsmæssige problemer, og indekset kan kun opfattes som én blandt flere indikatorer for pengeforholdenes indflydelse på realøkonomien.

I Danmark fastsættes den korte rente ud fra målet om at holde en stabil kronekurs over for de øvrige kernevalutaer i EMS med udgangspunkt i de mere end 10 år gamle centralkurser. Den korte rente anvendes ikke som et instrument til konjunkturstabilisering, men vil i stedet afspejle udenlandske forhold, og navnlig renteniveauet i ankerlandet.

Den korte rente i Danmark har i sig selv ikke en stor realøkonomisk betydning, hvis der ses bort fra effekten via valutakursen. I stedet er et bredere finansielt indeks, hvor også den lange rente indgår, mere relevant. Et sådant indeks beskriver virkningen af penge- og finansforholdene i bredere forstand og er endnu mindre forbundet med den førte pengepolitik, da den lange rente ikke kan styres som den korte.

I det følgende diskuteres først anvendelsen af monetære indeks i udvalgte lande, herunder metodiske aspekter. Dernæst opstilles et finansielt indeks for Danmark. Det viser, at de finansielle forhold fortsat forventes at stimulere væksten i 1997 og dermed skærper kravet til finanspolitikken. En sammenligning med Tyskland viser, at indekset i høj grad følger tilsvarende tyske indeks, hvilket er en naturlig konsekvens af fastkurspolitikken.

Anvendelse og udbredelse af monetære indeks

Den canadiske centralbank startede med at lave monetære indeks i erkendelse af en stadig svagere sammenhæng mellem det traditionelle styringsinstrument (mellemål), pengemængden, og den endelige målsætning for pengepolitikken, en stabil prisudvikling¹⁾. Fokus blev i stedet rettet mod et mere kontrollerbart (operationelt) mål, nemlig et indeks, som sammenfatter udviklingen i de korte renter og valutakursen, og derved ligger nærmere de pengepolitiske instrumenter i transmissionsmekanismen²⁾. Denne størrelse kan desuden tænkes at være tættere knyttet til inflationstakten, end pengemængden er det.

I Canada styres efter et mål for inflationen på 1½-2 års horisont. På basis af de seneste indikatorer og skøn for økonomien fastlægges et foreløbigt forløb for det monetære indeks, som vil være foreneligt med inflationsmålet³⁾. Det skitserede forløb korrigeres løbende, hvis økonomien rammes af uforudsete begivenheder, som formodes at påvirke den strukturelle sammenhæng mellem operationelt og endeligt mål.

Anvendelsen af monetære indeks har siden bredt sig til bl.a. Norge, Sverige og Finland. Ingen af disse lande benytter dog indekset som et decideret mellemliggende mål for pengepolitikken, men snarere som en indikator blandt andre til skøn på aktivitet og inflationstakt mv.⁴⁾

Et monetært indeks udtrykker principielt indvirkningen på realøkonomien af den effektive valutakurs og centralbankens rentesatser over en given horisont. Vejen fra de pengepolitiske fastsatte rentesatser til realøkonomien

¹⁾ Se C. Freedman (1994), "The Use of Indicators and of the Monetary Condition Index in Canada" i Balino og Cottarelli (red.), *Frameworks for Monetary Stability - Policy Issues and Country Experiences*, IMF, pp. 458-476.

²⁾ Et mellem mål kan karakteriseres ved, at det i økonomisk forstand er nært relateret til det endelige mål, og samtidig i et vist omfang reagerer på de pengepolitiske instrumenter. Mellem mål svarer ofte til det nominelle anker, fx pengemængde og valutakurs. Et operativt mål, fx pengemarkedsrenter, adskiller sig ved at reagere hurtigere på instrumenterne. Brugen af ovennævnte størrelser skyldes, at der typisk ikke eksisterer nogen enkel økonomisk og tidsmæssig sammenhæng mellem instrumenter og endeligt mål for pengepolitikken.

³⁾ Tidligere benyttedes udelukkende de korte renter som operationelt mål. Det nye, bredere mål er valgt ud fra den betragtning, at pengepolitikken virker gennem både renter og valutakurs.

⁴⁾ Se bl.a. Sveriges Riksbank, "Monetära index - indikatorer för penningpolitikken", *Penning- & Valutapolitik*, 1994:3, pp. 13-19, P. Pikkarainen og A. Ripatti (1995), "The Role of Monetary Indicators in the Design of Monetary Policy", *Bank of Finland Bulletin*, Vol. 69, No. 8, pp. 3-8, samt Norges Bank (1995), "Norges Bank's Monetary Condition Index", *Norges Bank Economic Bulletin*, Vol. 66, No. 4, p. 33.

kan tænkes at gå gennem flere forskellige kanaler, herunder via pengemarkedsrenter, valutakurser, obligations- og aktiekurser, udvikling i forskellige kredit-begreber, påvirkning af forventningsdannelsen i en bred forstand, etc. Et problem er i denne sammenhæng, at disse størrelser i større eller mindre grad påvirkes af andre faktorer end netop pengepolitikken, fx af finanspolitikken, international konjunktur, etc. En sammensat indikator for de monetære forhold vil derfor, uanset valg af delkomponenter, altid risikere at blive kritiseret for enten at være for smal eller for bred.

Konkret vælges ofte den reale effektive valutakurs og en kort realrente til at indgå i det monetære indeks. I stedet for reale størrelser kunne den nominelle, effektive valutakurs og nominel rente lige såvel inddrages med henblik på det korte sigt. I det følgende benyttes både reale og nominelle størrelser¹⁾.

Metodemæssige aspekter

Et monetært indeks beregnes normalt ved en sammenvejning af ændringen i henholdsvis den effektive valutakurs (i procent) og den korte rente (i procentpoint), begge i forhold til en given basisperiode. Det betyder, at indekset ikke kan tages som et absolut mål for, hvorvidt pengepolitikken er lempelig eller stram, men kun som et relativt mål i forhold til andre perioder²⁾.

Vægtene antages normalt at afspejle den relative effekt på reelt BNP på en given horisont, typisk 1-2 års sigt. En måde til bestemmelse af vægtene kan være at estimere sammenhængen mellem BNP på den ene side og valutakurs og renter på den anden side. Problemet med den metode er, at BNP-udviklingen, evt. målt ved forskellen til en trendmæssig udvikling, er bestemt af andre faktorer end blot renter og valutakurs, så de estimerede parametre bliver "skæve". Alternativt kan BNP-påvirkningen bestemmes ud fra simulationer med en makroøkonometrisk model. En pålidelig bestemmelse af vægte kræver et godt modelgrundlag, herunder stabile estimerede sammenhænge. En ændring i modelgrundlaget vil således indebære nye vægte og dermed nye værdier for indekset, nøjagtig som det kendes

¹⁾ Konkret benyttes år-til-år stigningstakten i forbrugerpriserne ved bestemmelse af realrenter, svarende til en antagelse om statiske inflationsforventninger. Over en længere horisont vil de trendmæssige bevægelser i inflationstakten normalt afspejle sig i forventningerne, mens der på kort og mellemlangt sigt kan tænkes at være afvigelser mellem faktisk, bagudrettet inflation og den forventede fremtidige inflation, se fx A.M. Christensen, "Husholdningernes inflationsforventninger", *Kvartalsoversigten*, november 1996.

²⁾ I en kritisk artikel, K.H. Eika, N.R. Ericsson, og R. Nymoen, "Hazards in Implementing a Monetary Condition Index", Arbejdsnotat, Norges Bank, Oktober 1996, sås tvivl om anvendeligheden af monetære indeks ved tilrettelæggelsen af pengepolitikken. Statistiske analyser antyder bl.a., at de estimerede vægte i indekset næppe er konstante over tid. Det betyder samtidig, at man bør være varsom med at anvende indekset ved sammenligning af de monetære betingelser over en lang tidsperiode. Over kortere perioder på nogle få år er det formentlig mere rimeligt at benytte det som indikator for, om der fx er sket en stramning eller ej.

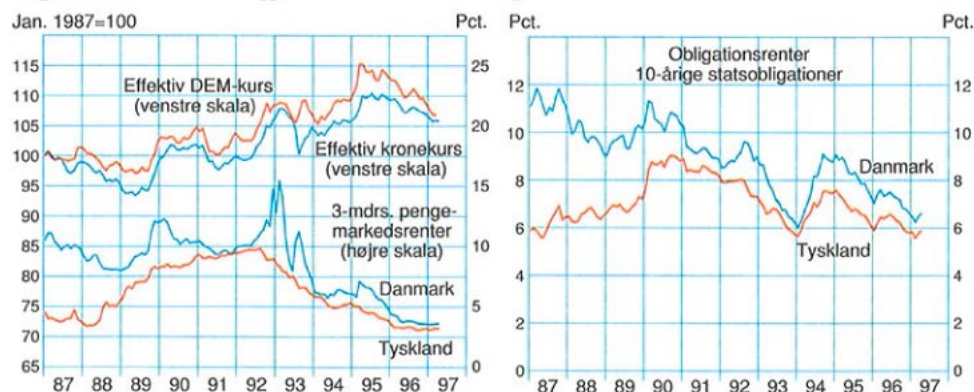
fra mål for finanspolitikens stramhedsgrad. Specielt er det værd at bemærke, at aktivitetseffekten på kort sigt af en ændring i den effektive valutakurs normalt er beskeden og tillige behæftet med en vis usikkerhed som følge af modsatrettede substitutionseffekter (konkurrenceevne) og indkomsteffekter (bytteforhold). Det øger i sig selv usikkerheden på vægtene og er samtidig medvirkende til, at renten normalt dominerer i indekset, dvs. en ændring i de korte renter på 1 procentpoint har normalt en større vægt i indekset end en ændring i den effektive valutakurs på 1 procent.

Det er vigtigt at understrege, at vægtene er bestemt ud fra variablernes indflydelse på aktivitetsudviklingen og derfor ikke nødvendigvis samtidig afspejler den relative betydning for prisudviklingen. Dette kan forekomme mærkværdigt i de tilfælde, hvor indekset benyttes ved tilrettelæggelsen af pengepolitikken, og hvor den endelige målsætning for pengepolitikken er prisstabilitet, som fx i Canada. Typisk vil ændringer i den effektive valutakurs have en relativt større betydning for priserne end for produktionen, fordi importpriserne påvirkes direkte.

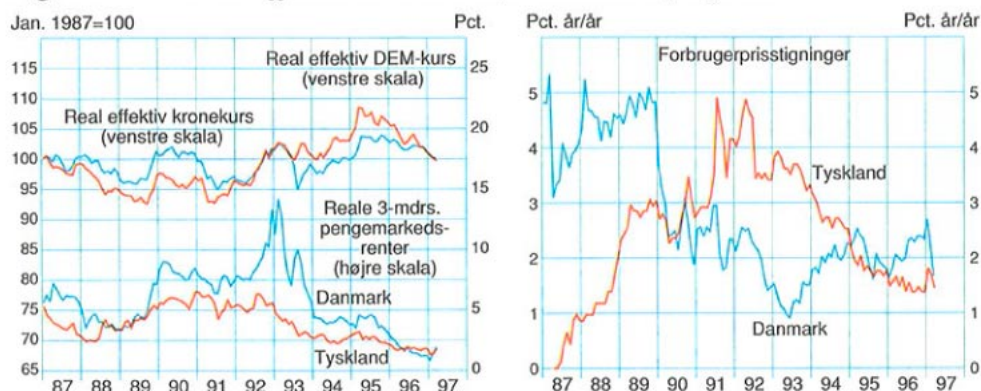
Konstruktion af et monetært henholdsvis et finansielt indeks for Danmark

Set over en 10-årig periode er der sket et niveauskift i de korte renter i Danmark. Efter i en årrække at have ligget på et niveau omkring 10 pct. er de danske pengemarkedsrenter faldet til et niveau omkring 3½ pct., jf. figur 1. Tilsvarende er rentespændet til Tyskland faldet fra omkring 5 pct. til ca. ½ pct. En tilsvarende udvikling har gjort sig gældende for obligationsrenten, hvor rentespændet er blevet reduceret fra mere end 5 pct. i 1987 til et sted mellem ½ og 1 pct. Denne udvikling modsvarer af en styrkelse af den nominelle effektive kronekurs på 5 pct. i den samme periode. Siden begyndelsen af 1987, hvor EMS-pariteten sidst blev justeret, har den danske krone i store træk fulgt D-marken, om end svækket i en periode efter

Figur 1 *Effektiv valutakurs og nominelle renter*



Figur 2 *Real effektiv valutakurs, realrenter og inflation*



1993. På trods af forskelle i udenrigshandelsmønstrene har den effektive kronekurs ligeledes stort set fulgt den effektive D-markkurs. En af de større forskelle i udenrigshandelsmønstret er, at Tyskland handler forholdsvis mere med Italien og Danmark med Sverige. De overordnede bevægelser i disse to landes valutaer har i et vist omfang været parallelle.

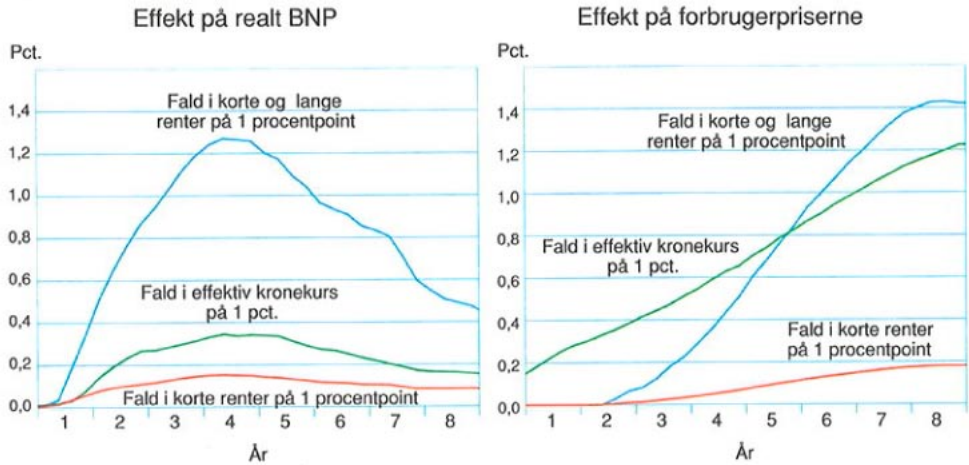
I den nævnte periode har inflationen udviklet sig forskelligt i Danmark og Tyskland, jf. figur 2. I 1980'erne steg priserne betydeligt hurtigere i Danmark, hvilket bidrager til at forklare renteforskellen i samme periode. Det betyder samtidig, at den effektive kronekurs realt, dvs. efter deflatering med forbrugerpriserne, blev styrket relativt til den effektive D-markkurs. Efter genforeningen har Tyskland haft den højeste inflationstakt. De to valutaer ligger begge i dag på samme niveau som i 1987 målt ved den reale effektive kurs.

Denne sammenligning understreger problemerne med at identificere den isolerede virkning af den danske pengepolitik og af den finansielle situation mere generelt. Denne vil i høj grad være bestemt af den generelle udvikling på de internationale finansielle markeder, og naturligvis ikke mindst af situationen i Tyskland.

I Danmark har den korte rente ikke nogen stor direkte virkning på BNP, når der ses bort fra transmissionen via valutakursen. Derimod har den lange rente en mærkbar indflydelse på den indenlandske efterspørgsel via forbrug og investeringer. En del af virkningen sker via formueeffekter som følge af bl.a. boligformuens afhængighed af renten. Det er derfor nok så relevant at opstille et finansielt indeks, hvor også den lange rente indgår. Herved fjernes indekset dog endnu mere fra pengepolitikken, da den lange rente i endnu højere grad end de to øvrige størrelser er drevet af faktorer, der ikke direkte har noget med pengepolitikken at gøre, herunder forventninger mv.

Figur 3

Mona-simulationer



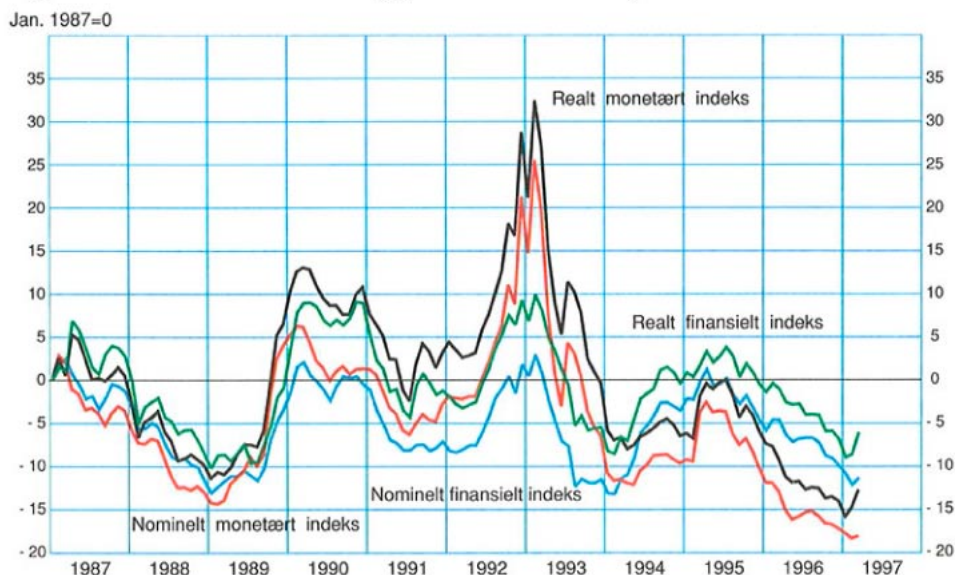
Til vurdering af vægtene til rente og valutakurs i såvel et monetært som et finansielt indeks kan multiplikatorer fra Nationalbankens Mona-model¹⁾ benyttes, jf. figur 3. Det er naturligvis trivielt at understrege, at vægtene vil afhænge af det valgte modelgrundlag, ligesom det ikke er entydigt hvilke specifikke multiplikatoreksperimenter, der vil være de mest relevante. Det er fx ikke ligegyldigt, om renteændringen er afstedkommet af den generelle internationale renteutvikling, eller udelukkende har fundet sted i hjemlandet. Mange makroøkonometriske modeller har en summarisk modellering af rentetransmissionen, så det bliver nødvendigt uden for modellen at bestemme gennemslaget fra ændringer i de officielle satser på andre renter.

Tidshorisonten for de anvendte BNP-effekter spiller ligeledes en rolle for disses indbyrdes størrelse. Fx er effekten af en svækkelse af den effektive kronekurs forsvindende inden for de første par kvartaler, da den ekspansive effekt via udenrigshandelen knap når en styrke, der kan opveje den kontraktive effekt på privatforbruget som følge af bytteforholdstabet. Vælges en horisont på 1 år, som må anses for relevant i en konjunkturmæssig sammenhæng, vil valutakursændringer dog nå at påvirke BNP. På det lange sigt må den konjunkturmæssige effekt på produktionen forventeligt være nul, og den effekt, der står tilbage af både svagere krone og lavere rente, er et højere prisniveau. Monetære og finansielle indeks siger således intet om det lange sigt.

Simulationerne viser, at med en horisont på 1-3 år er vægtforholdet 1:½:3 for henholdsvis en ændring i den effektive valutakurs på 1 pct. og en

¹⁾ En tidligere version af Mona-modellen er dokumenteret i A.M. Christensen og D. Knudsen (1992), "MONA: a quarterly model of the Danish economy", *Economic Modelling*, januar 1992, pp. 10-74.

Figur 4 *Monetære og finansielle indeks for Danmark*



ændring på 1 procentpoint i den korte rente og den lange rente. Det skal understreges, at det ikke har været et selvstændigt mål at identificere den relative betydning af kort og lang rente for efterspørgselskomponenterne. Det følger dog af den finansielle struktur i Danmark, at den lange rente er langt vigtigere i en realøkonomisk sammenhæng end den korte rente¹⁾. Figuren viser tillige, at de valgte vægte på ingen måde afspejler prisseffekten.

Antages den korte og lange rente at bevæge sig ens, dvs. alle ændringer i rentestrukturen er parallelskift, så der i praksis kun er tale om én rente, vil størrelsesforholdet på BNP-effekterne være 1:3½ for effektiv valutakurs og kort rente. Det svarer omtrent til vægtforholdet i de monetære indeks for Canada, Norge, Sverige og Finland. Både OECD og IMF benytter et nogenlunde tilsvarende vægtgrundlag for Tyskland²⁾, nemlig 1:4.

I figur 4 er vist monetære og finansielle indeks for Danmark, dvs. baseret på effektiv valutakurs og kort rente, og i det finansielle indeks desuden lang rente, med vægte i forholdet 1:3½ henholdsvis 1:½:3. De reale indeks er baseret på realrenter og real effektiv valutakurs, og de nominelle indeks tilsvarende på nominelle størrelser. Et fald i indekset i forhold til de fore-

¹⁾ En øget udbredelse af variabelt forrentede realkreditlån kan bidrage til at forrykke dette billede, for så vidt pengemarkedsrenter har større gennemslag på renter på obligationer med korte løbetider end på mere traditionelle realkreditlån med løbetider på 20-30 år. Renteændringer vil få større virkning på boligejernes renteudgifter.

²⁾ En uændret rentestruktur på længere sigt, som er en egenskab ved mange makroøkonometriske modeller, kan bidrage til at forklare, at den korte rente normalt har en relativt stor vægt i monetære indeks.

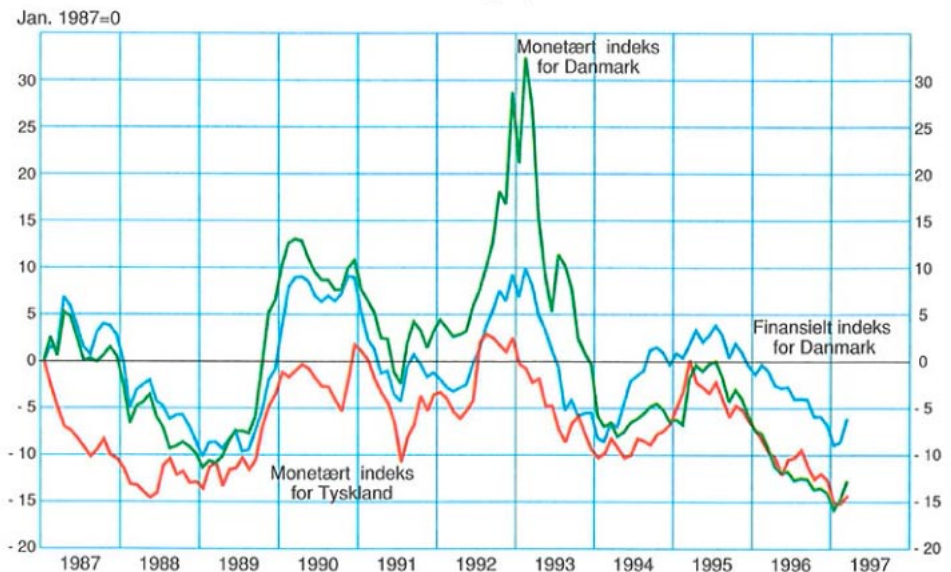
gående kvartaler svarer til, at penge- og finansforholdene bliver lempeligere, og *vice versa*. Derimod kan der ikke konkluderes håndfast på sammenligninger over en længere horisont.

Den relativt høje inflationstakt i 1980'erne bidrager til, at de reale indeks i 1990'erne indikerer strammere penge- og finansforhold end de nominelle indeks, men generelt følger de forskellige indeks hinanden. Det må understreges, at de monetære indeks bygger på en antagelse om, at den lange rente følger den korte rente. De monetære og finansielle indeks afviger således fra hinanden under valutauroen i 1992-93, hvor den lange rente ikke fulgte stigningen i den korte rente. De to seneste stramminger i penge- og finansforholdene falder som ventet sammen med uro på de internationale valutamarkeder i 1992-93 henholdsvis 1. halvår af 1995. Efterfølgende er de korte renter sat ned.

Monetære og finansielle betingelser i Danmark og Tyskland

Den danske pengepolitik har i hele den betragtede periode været indrettet efter at holde en fast valutakurs til de øvrige kernelande i EMS og vil derved afspejle pengepolitikken i ankerlandet Tyskland. I figur 5 er danske og tyske indeks sammenlignet. For Tyskland benyttes vægtforholdet 1:4 for henholdsvis real effektiv valutakurs og kort realrente, dvs. svarende til OECD's og IMF's vægte, mens vægtene for Danmark er som ovenfor. Det finansielle indeks for Danmark har i store træk fulgt det tyske monetære

Figur 5 *Monetære og finansielle indeks (reale) for Danmark og Tyskland*

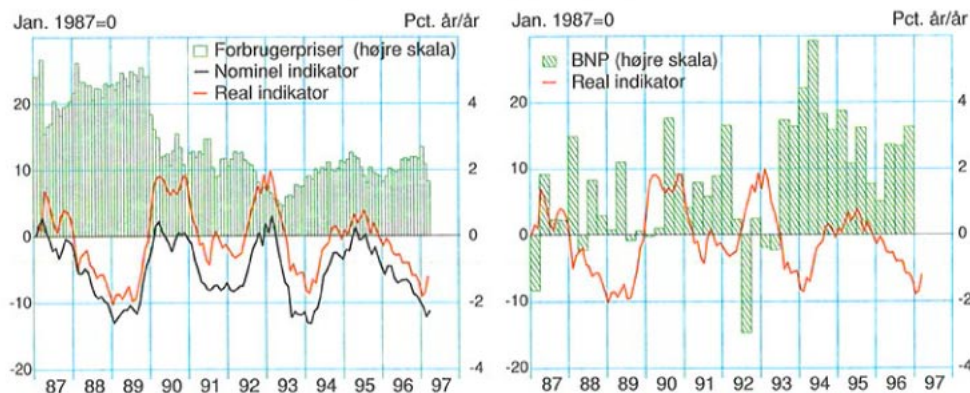


indeks. Det samme gælder det danske monetære indeks, når der bortses fra perioden med valutauro i 1992-93. I både Tyskland og Danmark har penge- og finansforholdene siden 1993 bidraget mærkbart til at stimulere BNP. Forløbet siden 1987 afspejler i et vist omfang en nogenlunde ens udvikling i de to landes effektive valutakurser, samt at indsnævringen af spændet til Tyskland for både korte og lange renter er sket samtidig med en tilsvarende reduktion i inflationsforskellen. Det understreger betydningen af at tage højde for inflationstakten, når de finansielle forhold skal vurderes. Over en længere tidshorisont vil det normalt være mest relevant at betragte et realt indeks, mens et nominelt indeks er lettere at fortolke over en kortere tidshorisont.

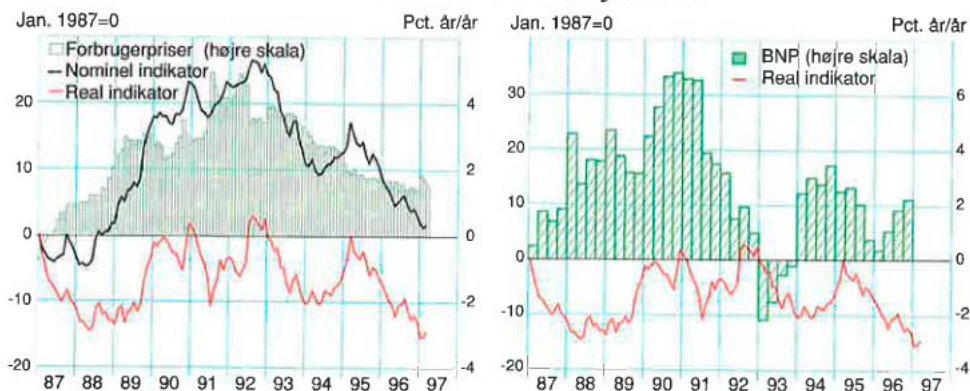
Da den danske konjunkturudvikling i den betragtede periode har været ude af fase med den tyske og visse af de øvrige kernelande, er det ikke overraskende, at der ikke er nogen klar sammenhæng mellem ovennævnte indeks og aktivitetsudviklingen i Danmark, jf. figur 6. For forbrugerpriserens vedkommende kan der dog anes en sammenhæng. Inflationstakten har efter perioder med lempeligere finansielle forhold haft en tendens til at stige. Inflationstakten er tilsvarende faldet efter perioder, hvor de finansielle forhold har haft en kontraktiv effekt på BNP. Forholdet afspejler især den direkte effekt på priserne fra valutakursen. For den samlede 10 års periode bemærkes, at overgangen til lave inflationstakter ikke har reduceret væksttakten.

Det tyske monetære indeks viser en stærkere sammenhæng med aktiviteten, end det er tilfældet i Danmark, jf. figur 7. Stramningen af de monetære forhold i Tyskland efter genforeningen går således forud for den økonomiske afmatning i 1992 og specielt i 1993. Forbrugerprisstigningerne og det

Figur 6 *Finansielle indeks, forbrugerprisstigninger og vækst i realt BNP, Danmark*



Figur 7 *Monetære indeks, forbrugerprisstigninger og vækst i realt BNP, Tyskland*



nominelle indeks for Tyskland har haft et udpræget parallelt forløb, da der er strammet i perioder med høj inflationstakt og *vice versa*. Det kan afspejle, at inflationstakten i praksis tillægges en betydelig rolle ved fastsættelsen af de pengepolitiske renter. Med fastkurspolitikken har Danmark draget fordel af den inflationsbekæmpende politik i Tyskland. Den danske inflationstakt ligger i dag på et betydeligt lavere niveau end i 1980'erne.

Afslutning

Til beskrivelse af penge- og finansforholdene i Danmark er der i denne artikel opstillet monetære og finansielle indeks, der sammenvejer renter og effektiv valutakurs ud fra deres relative betydning for BNP-udviklingen på 1-2 års sigt. Indeksene har i de seneste ti år i høj grad fulgt et monetært indeks for Tyskland, hvilket følger naturligt af valutakurspolitikens målsætning om at holde en stabil kronekurs over for de øvrige kernelande i EMS. Såvel renter som effektiv valutakurs har i hovedtræk udviklet sig parallelt i Danmark og Tyskland.

I Danmark sker påvirkningen af realøkonomien fra den finansielle side først og fremmest via den lange rente, mens den korte rente ikke spiller nogen vigtig rolle. På den baggrund må det monetære indeks, sammensat af kort rente og effektiv valutakurs, vurderes at være mindre relevant end et bredere finansielt indeks, hvor også den lange rente indgår, og med betydeligt større vægt til den lange rente end til den korte rente. Forskellen mellem de to typer af indeks gør sig især gældende under valutakriser, når kort og lang rente ikke bevæger sig parallelt.

Den etablerede praksis med hensyn til fastlæggelse af vægte for renter og valutakurs ud fra størrelsesforholdet på BNP-effekterne kan forekomme

underlig, såfremt indekset indgår i politiktilrettelæggelsen. Hvis det endelige mål for pengepolitikken er prisstabilitet, er relative virkninger på prisudviklingen mere relevante. Dette ville lede til, at valutakursen skulle have den største koefficient i indekset. Ud over en indirekte effekt via den reale aktivitet, påvirker valutakursen priserne direkte via importpriserne.

Det skal understreges, at hverken et monetært eller et finansielt indeks anvendes i tilrettelæggelsen af pengepolitikken i Danmark. Pengepolitikken er rettet mod at fastholde en stabil valutakurs i forhold til de øvrige kernelande i EMS og anvendes derfor ikke med henblik på at påvirke aktiviteten og prisudviklingen. Hvis en opstramning eller lempelse af den økonomiske politik er ønskelig, må finanspolitikken benyttes under hensyntagen til de finansielle forhold. Det afspejler arbejdsdelingen mellem pengepolitikken og anden økonomisk politik. For at opnå de økonomiske fordele ved en fast valutakurs må man generelt fraskrive sig adgangen til at benytte pengepolitikken til at påvirke konjunkturudviklingen. Monetære og finansielle indeks udtrykker således ikke aktiv dansk pengepolitik, men afspejler baggrundsstrålingen fra de internationale finansielle forhold.

Udviklingen på de internationale finansielle markeder i de seneste år betyder, at penge- og finansforholdene under ét har en ekspansiv virkning på den økonomiske aktivitet i Danmark for tiden. Som følge af den nævnte arbejdsdeling skærpes kravene til finanspolitikken derved.

Nationalbankdirektør Bodil Nyboe Andersens indlæg på Realkreditrådets årsmøde den 17. april 1997

Mens den økonomiske udvikling i flere europæiske lande er under pres i disse år, er situationen i Danmark særdeles positiv. Vi har en pæn økonomisk vækst, og den er tilsyneladende solidt funderet. Denne udvikling er blevet bemærket internationalt, og Danmark bliver i stigende grad fremhævet som et eksempel på, hvordan en stabilitetsorienteret økonomisk politik kan bidrage til en balanceret økonomisk udvikling med faldende arbejdsløshed.

Indtil nu har vi undgået alvorlige problemer med inflation og betalingsbalance, men udviklingen balancerer på en knivsæg. Den danske inflation ligger noget over inflationen hos vore vigtigste samhandelspartnere, og betalingsbalanceoverskuddet ligger på et niveau, der er yderst beskedent, når man tager udlandsgælden i betragtning.

Udfordringen er derfor nu at undgå, at den gode økonomiske udvikling ender i en overophedning af økonomien, som kan medføre øget inflation og true betalingsbalancen. Efterspørgselsudviklingen er stærk for øjeblikket, og flere indikatorer peger i opadgående retning.

Priserne på fast ejendom stiger med ca. 10 pct. om året, og situationen begynder at nærme sig den, vi oplevede midt i 80'erne. Dengang vurderede økonomerne ikke, at de stigende ejendomspriser i væsentlig grad ville påvirke det private forbrug. Men det skulle vise sig at være en fejlvurdering.

Derfor er der nu grund til at være opmærksom på denne udvikling. Husholdningernes formue er jo helt domineret af pensionsopsparing og fast ejendom. Pensionsopsparingen er for mange et lidt diffust begreb, indtil man nærmer sig pensionsalderen. Derimod er de fleste familier overordentlig opmærksomme på værdien af deres faste ejendom, og værdistigninger må derfor antages at påvirke deres forbrugsdispositioner. Tilmed er det jo let at belåne friværdien i fast ejendom.

Oveni virkningerne på husholdningernes øvrige forbrug kan vi få virkningerne af de stigende ejendomspriser på nybyggeriet. Det er et område, hvor risikoen for lønpres er ganske stor.

Højere ejendomsbeskatning ville kunne begrænse ejendomsprisernes stigning, selvom det næppe er en løsning, der let kan opnås enighed om. Regeringen har i stedet valgt at bremse det offentlige byggeri.

Men situationen lægger også op til en mærkbar stramning af den økonomiske politik. Regeringen har tilkendegivet, at den planlægger en stramning af finanspolitikken for 1998 i den finanslov, der nu er under forberedelse. Det er meget væsentligt, at der bliver politisk flertal for en sådan stramning.

Men hvad med pengepolitikken - kan den ikke bidrage til den nødvendige stramning? Svaret er: Nej - ikke med den gældende arbejdsdeling, hvor pengepolitikken skal bruges til at sikre den stabile valutakurs. Diskontoen og Nationalbankens øvrige korte rentesatser bliver fastsat ud fra hensynet til kronkursen, og ikke ud fra en vurdering af den danske konjunkturudvikling.

Den danske krone har ligget stabilt med ret små udsving omkring centralkursen i den forløbne del af dette år. Derfor er der ikke behov for en forhøjelse af de korte renter, så længe det øvrige Europa fastholder den nuværende rentepolitik.

Udenlandske kommentatorer peger for tiden ofte på, at Nationalbanken befinder sig i en "dilemmasituation", hvor hensynet til valutaen tilsiger en uændret pengepolitik og hensynet til en "afkøling" af den indenlandske økonomi tilsiger en pengepolitisk stramning.

Men vi føler ikke noget dilemma! For det er helt klart, at valutakursmålsætningen er afgørende for dansk pengepolitik. Den indenlandske stabilisering påhviler den øvrige økonomiske politik, primært finanspolitikken. Det er der ingen tvivl om i Danmark, og påpegningen af "dilemmaet" kommer da heller ikke fra danske analytikere eller andre med godt kendskab til vores økonomiske politik. Men ikke mindst fordi amerikansk, engelsk og tysk pengepolitik er indrettet på at varetage indenlandske hensyn, får vi undertiden fra udlandet fejlagtige tolkninger af vores situation. Noget lignende har vi jo også oplevet i de tilfælde, hvor vi har været i den stik modsatte situation og har måttet forhøje renterne af hensyn til valutaen. Det var fx tilfældet i 1992-93 og senest for godt 2 år siden i marts 1995. I de situationer var der i Danmark bred forståelse for, at renten skulle bruges i valutaforsvaret, mens vi så udenlandske iagttagere tvivle på, om det kunne gøres i en situation, hvor indenlandske hensyn talte for en mere lempelig pengepolitik.

Vi har haft gode erfaringer med den valgte arbejdsdeling mellem finanspolitikken og pengepolitikken, og derfor har vi heller ingen planer om at

ændre på dette - så der er ikke noget dilemma, hvad de danske medier da også for længst har opdaget.

I anledning af rentetilpasningslånenes popularitet på realkreditmarkedet har vi fra Nationalbankens side påpeget, at vi også fremover vil anvende rentepolitikken til at forsvare kronekursen, hvis det skulle blive nødvendigt. Og det vil vi, uanset om det vil komme på et uheldigt tidspunkt for boligejere, hvis lån skal fornys.

Dette er blevet udlagt som en advarsel mod flexlån, og jeg vil derfor gerne benytte denne lejlighed til at præcisere Nationalbankens holdning.

Grundlæggende finder vi det særdeles positivt, at realkrediten foretager produktudvikling. Både af hensyn til låntagere og investorer er det godt med valgmuligheder. Specielt som følge af de udenlandske investorers præferencer er der behov for alternativer til de obligationer, der svarer til de konverterbare annuitetslån.

Også for låntagerne må det være en fordel, at der nu er mulighed for at få realkreditlån helt eller delvis i form af rentetilpasningslån. Ud fra en umiddelbar betragtning kan det egentlig undre, at realkreditlån med variabel rente først lanceres nu efter en lang periode med rentefald, hvor de korte renter har nået et rekordlavt niveau og derfor næppe kan blive meget lavere.

Hovedargumentet for flexlån er da heller ikke forventninger om fremtidigt rentefald, men at den nuværende rentestruktur viser en usædvanlig stor forskel mellem korte og lange renter. Denne forskel skyldes jo ikke, at markedet fungerer dårligt, men at investorerne for tiden godt vil acceptere et væsentligt lavere afkast af en kort placering end af en lang. Alene det faktum peger på, at der er andre forskelle, som er af betydning for valget mellem korte og lange fordringer, først og fremmest risikoen for renteændringer. Derfor bør flexlån nok snarere sammenlignes med de traditionelle variabelt forrentede lån som fx kassekreditter, end med de mere traditionelle lange realkreditlån.

Når Nationalbanken interesserer sig for dette, skyldes det som nævnt, at vi vil fastholde brugen af renteinstrumentet i et eventuelt fremtidigt valutaforvar. Da vi tidligere i 90'erne måtte forhøje diskontoen og de øvrige korte renter, påvirkede det selvfølgelig kassekreditrenterne. Det gav da anledning til kommentarer om, hvorfor forsvaret mod valutauroen skulle ramme virksomheder og personer, der aldeles ikke havde spekuleret mod kronen. Men det var nu en gang nødvendigt, og hvis det sker igen, vil jeg gerne allerede nu have sagt, at så lytter vi heller ikke til de boligejere, der

eventuelt måtte få større renteudgifter - selvom de heller ikke har spekuleret mod kronen til den tid.

Når dette er sagt, må det stærkt fremhæves, at selv kraftige rentestigninger ved valutaforvar selvfølger først og fremmest rammer de helt korte rentesatser som dag-til-dag renten og 3-måneders renten. Men en vis afsmidning på 1- og 2-årsrenten kan selvfølger ikke undgås, og rentekurven vil også skifte form i en sådan situation og blive mere flad eller måske ligefrem faldende.

Det er væsentligt, at låntagerne får ordentlig rådgivning om disse forhold, så de ikke tror, at rentetilpasningslån bare er en billig variant af de traditionelle realkreditlån.

Nationalbankens pressemeddelelser

Den 23. april 1997 om ophævelse af folioindskudsrammer og offentliggørelse af pengemarkedsrente

Ophævelse af folioindskudsrammer

Med virkning fra den 1. maj 1997 ophæves rammerne for forrentningen af pengeinstitutternes indskud på foliokonti. Fremover vil det samlede indskud på det enkelte pengeinstituts foliokonto blive forrentet med foliorenten. Rammerne blev indført samtidig med de nuværende pengepolitiske instrumenter i april 1992. Formålet med rammerne var at få udviklet et mere effektivt pengemarked. I dag er pengemarkedet velfungerende, og alle større pengeinstitutter deltager aktivt. Hermed er der skabt grundlag for at ophæve rammerne.

Offentliggørelse af pengemarkedsrente for helt korte usikrede interbanklån

Med virkning fra den 2. maj 1997 vil Nationalbanken dagligt beregne og offentliggøre en tomorrow/next rente for interbankudlån. Beregningen foretages på vegne af de 14 pengeinstitutter, der indberetter renter. Det svarer til Nationalbankens rolle i forbindelse med beregning af CIBOR.

Tomorrow/next er betegnelsen for dag-til-dag renten i morgen. Rentesatsen er beregnet som et vægtet gennemsnit af tomorrow/next renter fra de 14 pengeinstitutter, der indberetter. Rentesatserne sammenvejes med de pågældende institutters pengemarkedsudlån. De indberettede rentesatser er baseret på de pågældende pengeinstitutters faktiske pengemarkedsudlån på interbankmarkedet.

Informationer vedrørende den vægtede rente vil blive offentliggjort dels via DN-Nyheder og dels via en række større nyhedsbureauer. Oplysningerne om den foregående bankdags tomorrow/next rente offentliggøres dagligt kl. 12.00.

Eventuelle spørgsmål bedes rettet til kontorchef Frank Nielsen på tlf. 33 63 67 30.

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
Valutareserven	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 indenlandske udlån, udestående lån og nettolån	26
Realkreditinstitutternes indenlandske udlån, nyudlån, indfrielse og afdrag	27
Nettoatilgang af børsnoterede kroneobligationer	28
Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer	29
Aktieudvidelser opdelt efter erhvervsgrupper	29
Effektiv rente af et udvalg af børsnoterede obligationer samt mindsterenten	30
Renter i en række lande	31
3-måneders pengemarkedsrenter	32
Pengemarkedsrenter	32
CIBOR-renter	33
Nationalbankens rentesatser	34
Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter	34

Ultimo ¹⁾	Aktiver				Passiver			
	Valutareserven ²⁾		Udlån ³⁽⁴⁾	Obliga- tioner og aktier ⁵⁾	Seddel- og mønt- omløb	Indlån ³⁽⁶⁾	Indskuds- beviser ³⁾	Staten
	Guld	Netto- fordringer på ud- landet mv.						
Millioner kroner								
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	61 749	39 505	32 688	4 549	25 879	56 910
1995	3 531	60 075	49 670	34 096	34 656	3 090	33 603	38 808
1996	3 652	81 567	49 659	35 108	36 613	27 746	30 654	34 995
1994 Marts	4 262	61 278	75 768	48 487	29 740	2 583	42 619	73 706
Juni	4 240	60 493	64 038	51 101	31 458	15 924	28 146	61 626
Sept.	4 295	57 960	64 554	55 276	30 755	4 212	29 880	72 852
Dec.	4 276	57 533	61 845	42 805	32 688	4 530	25 979	56 910
1995 Jan.	3 829	51 824	68 636	31 654	31 171	15 571	31 693	42 715
Feb.	3 830	53 173	62 935	33 125	30 999	12 655	20 268	52 417
Marts	3 830	53 108	65 749	33 218	31 333	2 269	28 386	57 532
April	3 936	53 585	53 748	32 488	32 493	2 899	26 642	44 659
Maj	3 939	52 886	85 550	31 809	32 708	14 585	20 023	68 981
Juni	3 934	52 423	57 761	32 824	33 564	3 383	15 100	56 995
Juli	3 941	55 723	53 750	32 017	33 434	5 772	26 601	42 343
Aug.	3 945	58 564	64 482	31 599	32 664	13 573	21 146	52 335
Sept.	3 947	64 334	65 809	33 143	32 600	4 455	38 291	53 440
Okt.	3 950	60 477	47 866	33 202	32 378	14 640	25 616	34 978
Nov.	3 955	60 905	63 554	31 829	32 983	16 638	23 499	45 971
Dec.	3 958	63 489	49 753	32 023	34 656	3 221	33 813	35 444
1996 Jan.	3 498	73 331	42 862	34 236	32 872	19 444	29 903	31 342
Feb.	3 504	72 983	50 195	33 962	32 817	16 054	31 258	39 857
Marts	3 513	82 089	47 417	34 723	33 454	3 042	42 205	51 620
April	3 481	93 408	31 380	34 411	34 383	16 506	39 583	33 916
Maj	3 495	87 740	38 646	34 274	34 706	3 949	31 957	55 133
Juni	3 497	83 042	38 968	34 168	35 405	2 772	29 109	53 993
Juli	3 479	78 598	44 015	33 589	35 259	16 999	36 785	32 229
Aug.	3 479	75 143	42 661	33 986	34 602	2 827	31 385	46 537
Sept.	3 483	80 458	50 089	34 174	34 337	8 232	36 207	50 087
Okt.	3 494	85 208	51 017	34 161	34 689	22 759	50 454	26 972
Nov.	3 502	81 514	54 549	34 795	35 165	15 387	44 080	39 147
Dec.	3 506	80 948	49 533	34 049	36 613	28 070	30 865	31 652
1997 Jan.	3 665	92 632	56 782	34 608	34 982	14 689	68 305	26 925
Feb.	3 672	92 063	58 286	35 147	34 841	11 260	55 129	46 265
Marts	3 672	90 736	64 734	35 244	36 172	19 350	50 068	49 712

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

2) Valutareserven 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.

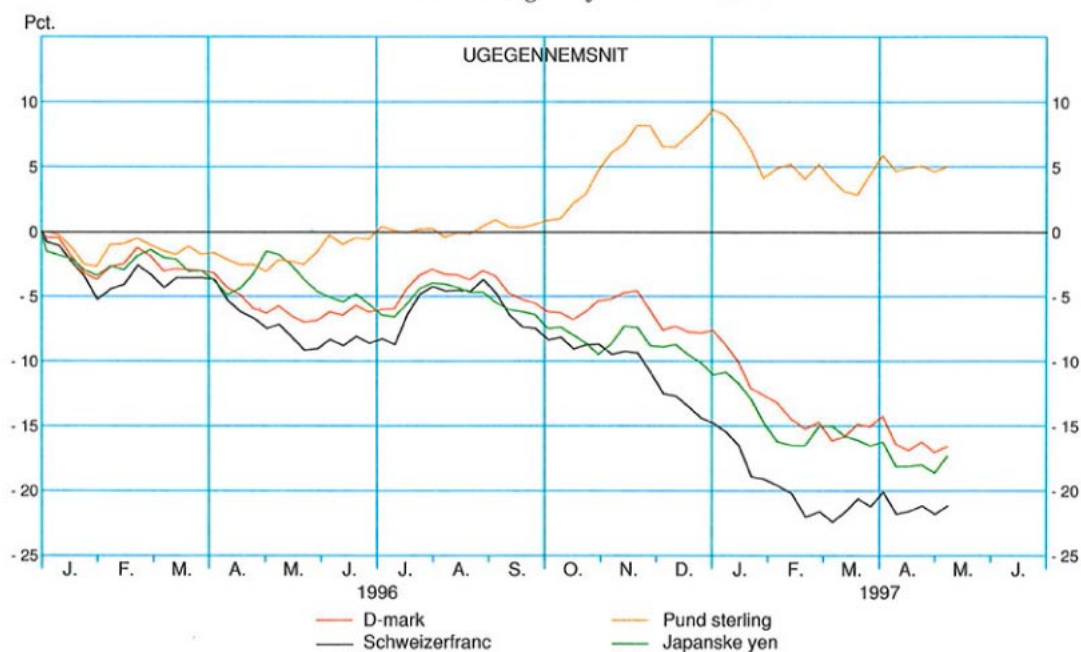
6) I perioden fra og med 1989 til og med 1991 inklusive genkøbskonti.

	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
	ECU (XEU)			SDR (XDR)			US-dollar (USD)		
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
1996	726,24	740,99	707,22	841,42	858,17	821,69	579,59	598,15	555,15
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
4. -	736,77	740,99	731,68	846,67	858,17	837,65	586,47	598,15	574,00
1997 1. kv.	740,47	742,88	737,60	879,56	901,01	850,85	631,32	655,25	591,00
Jan.	740,47	742,88	737,77	865,81	877,98	850,85	611,71	630,70	591,00
Feb.	740,47	742,23	737,60	883,64	893,22	872,02	638,25	649,55	626,35
Marts	740,49	742,14	738,33	891,84	901,01	883,62	647,60	655,25	639,80
April	743,29	745,22	740,87	893,62	900,31	881,35	651,44	659,65	635,45
	Pund sterling (GBP)			D-mark (DEM)			Svenske kroner (SEK)		
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
1996	905,17	1008,37	856,87	385,42	387,17	382,42	86,47	89,17	81,37
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
4. -	958,91	1008,37	913,24	383,41	384,62	382,42	87,87	89,17	86,37
1997 1. kv.	1029,96	1057,05	998,22	381,42	382,50	380,74	85,89	87,94	83,30
Jan.	1015,62	1035,07	998,22	381,38	382,50	380,74	86,71	87,94	85,65
Feb.	1037,69	1050,38	1003,33	381,41	381,69	380,96	86,23	87,14	85,09
Marts	1038,89	1057,05	1019,97	381,48	382,01	381,11	84,52	85,54	83,30
April	1061,70	1071,61	1044,23	380,95	381,33	380,68	84,82	85,89	83,44
	Norske kroner (NOK)			Franske franc (FRF)			Belgiske franc (BEF)		
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
1996	89,79	92,40	87,68	113,34	114,24	112,15	18,728	18,843	18,554
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	18,729	18,778	18,655
4. -	91,13	92,40	90,04	113,37	113,73	112,85	18,608	18,666	18,554
1997 1. kv.	95,36	97,43	92,21	113,02	113,47	112,78	18,492	18,566	18,467
Jan.	94,86	97,39	92,21	113,01	113,47	112,78	18,500	18,566	18,468
Feb.	96,31	97,43	95,52	112,97	113,12	112,86	18,485	18,496	18,467
Marts	94,93	96,42	93,38	113,08	113,20	112,96	18,490	18,517	18,471
April	93,46	95,56	91,92	113,11	113,26	112,89	18,464	18,477	18,450
	Schweizerfranc (CHF)			Hollandske gylde (NLG)			Italienske lire (ITL)		
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
1996	469,65	481,71	439,95	343,95	345,85	340,72	0,3758	0,3903	0,3526
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
4. -	456,82	468,54	439,95	341,77	342,98	340,72	0,3853	0,3903	0,3804
1997 1. kv.	440,24	445,79	436,06	339,41	340,83	338,49	0,3863	0,3938	0,3799
Jan.	439,65	441,64	437,22	339,63	340,83	339,11	0,3904	0,3938	0,3867
Feb.	439,50	444,79	436,06	339,56	339,83	339,19	0,3858	0,3884	0,3823
Marts	441,79	445,79	437,15	338,97	339,51	338,49	0,3819	0,3844	0,3799
April	445,70	449,14	440,48	338,75	339,03	338,39	0,3848	0,3872	0,3810

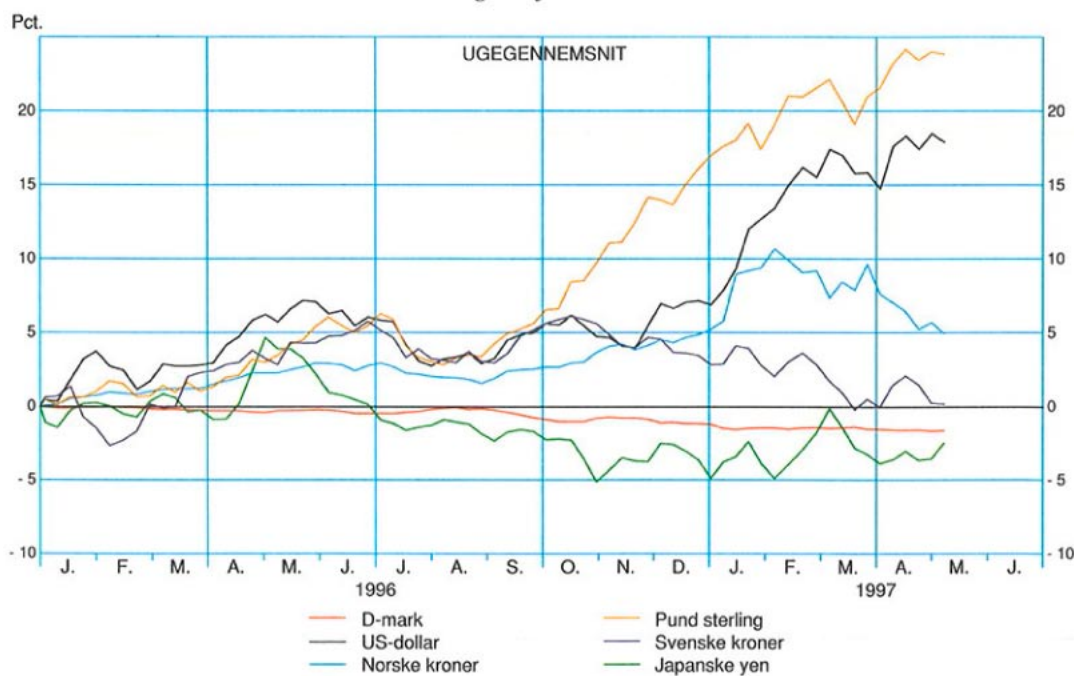
Anm.: Bortset fra SDR er de anførte kurser fastsat på grundlag af markedskurserne. SDR-kursen er beregnet på basis af markedskursen på de valutaer, der indgår.

	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>			
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
1996	126,31	128,86	121,72	8,69	8,89	8,49	54,783	55,054	54,346
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
4. -	127,93	128,57	127,12	8,78	8,89	8,71	54,491	54,660	54,346
1997 1. kv.	128,07	130,23	126,88	9,04	9,20	8,86	54,203	54,362	54,115
Jan.	128,23	130,23	127,12	8,96	9,04	8,86	54,208	54,362	54,115
Feb.	128,32	129,58	127,55	9,06	9,12	8,98	54,198	54,239	54,137
Marts	127,60	128,49	126,88	9,11	9,20	9,05	54,202	54,281	54,145
April	127,04	128,03	125,97	9,15	9,21	9,05	54,126	54,180	54,092
<i>Spanske pesetas (ESP)</i>			<i>Portugisiske escudos (PTE)</i>			<i>Canadiske dollar (CAD)</i>			
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
1996	4,578	4,652	4,527	3,759	3,806	3,708	425,08	443,07	404,75
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
4. -	4,554	4,568	4,538	3,796	3,806	3,776	434,44	443,07	429,35
1997 1. kv.	4,516	4,572	4,488	3,803	3,834	3,787	464,96	479,76	429,41
Jan.	4,544	4,572	4,509	3,815	3,834	3,801	453,19	469,90	429,41
Feb.	4,503	4,510	4,494	3,797	3,803	3,787	470,97	478,70	465,86
Marts	4,497	4,508	4,488	3,796	3,802	3,788	472,67	479,76	465,38
April	4,512	4,522	4,494	3,797	3,814	3,783	467,46	472,09	458,99
<i>Japanske yen (JPY)</i>			<i>Irske pund (IEP)</i>			<i>Græske drachmer (GRD)</i>			
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
1996	5,3316	5,6400	5,0752	927,87	997,96	886,07	2,409	2,455	2,325
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
4. -	5,2016	5,3069	5,0752	963,65	997,96	935,96	2,434	2,452	2,404
1997 1. kv.	5,2202	5,3934	5,0856	1007,53	1021,87	991,48	2,431	2,451	2,409
Jan.	5,1906	5,2659	5,0955	998,67	1009,85	991,48	2,434	2,451	2,409
Feb.	5,1935	5,3505	5,0856	1013,06	1021,87	995,86	2,434	2,446	2,416
Marts	5,2859	5,3934	5,1817	1012,24	1021,86	1003,14	2,425	2,436	2,415
April	5,1890	5,2347	5,1466	1010,87	1016,65	992,72	2,410	2,424	2,398
<i>Australske dollar (AUD)</i>			<i>Newzealandske dollar (NZD)</i>						
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			
1996	453,67	483,92	412,66	398,76	425,05	362,57			
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			
4. -	466,34	483,92	453,17	413,74	425,05	404,34			
1997 1. kv.	490,79	518,81	466,49	439,88	460,28	418,43			
Jan.	475,68	486,62	466,49	429,07	440,88	418,43			
Feb.	489,76	500,21	477,26	441,08	448,90	430,41			
Marts	510,42	518,81	503,59	451,76	460,28	442,17			
April	507,36	515,79	496,10	451,08	458,65	441,80			

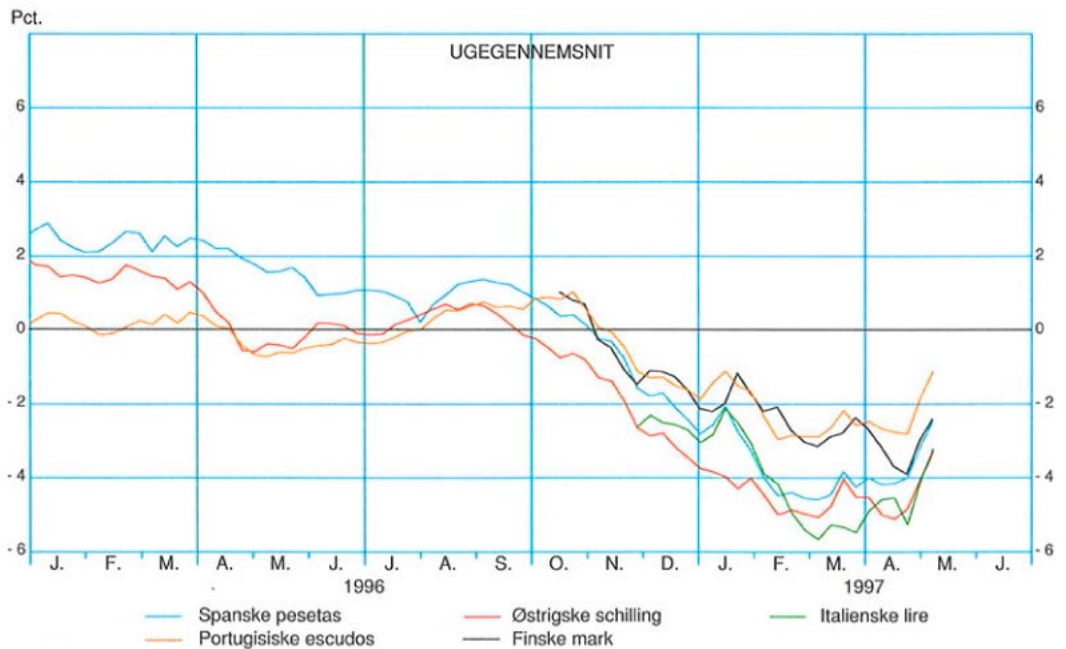
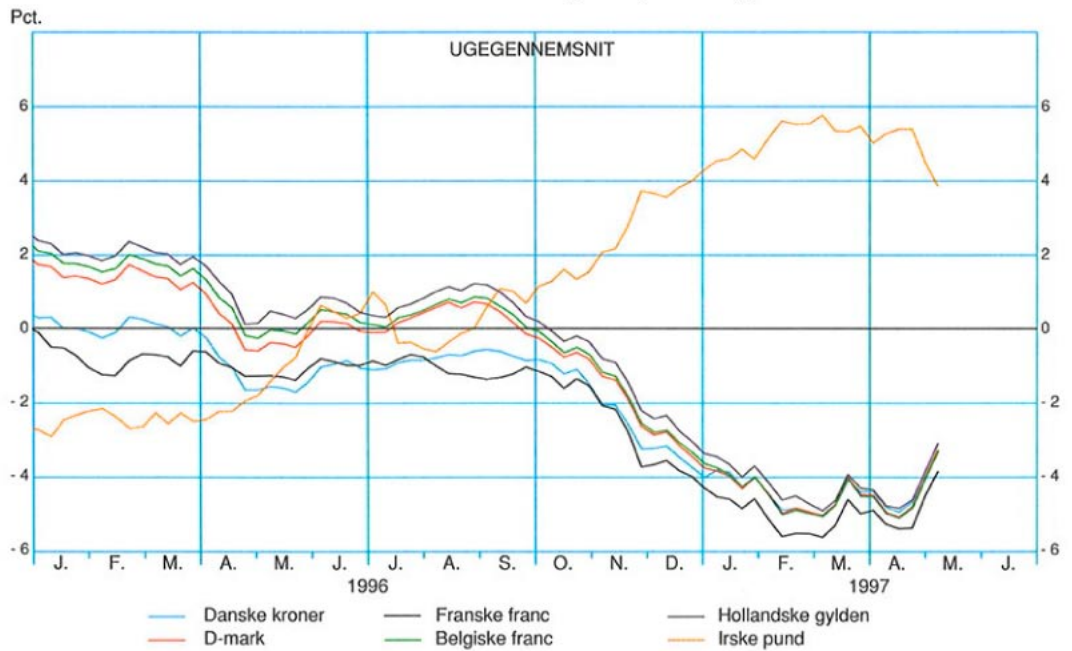
Valutakursudviklingen i forhold til dollar



Valutakursudviklingen i forhold til danske kroner

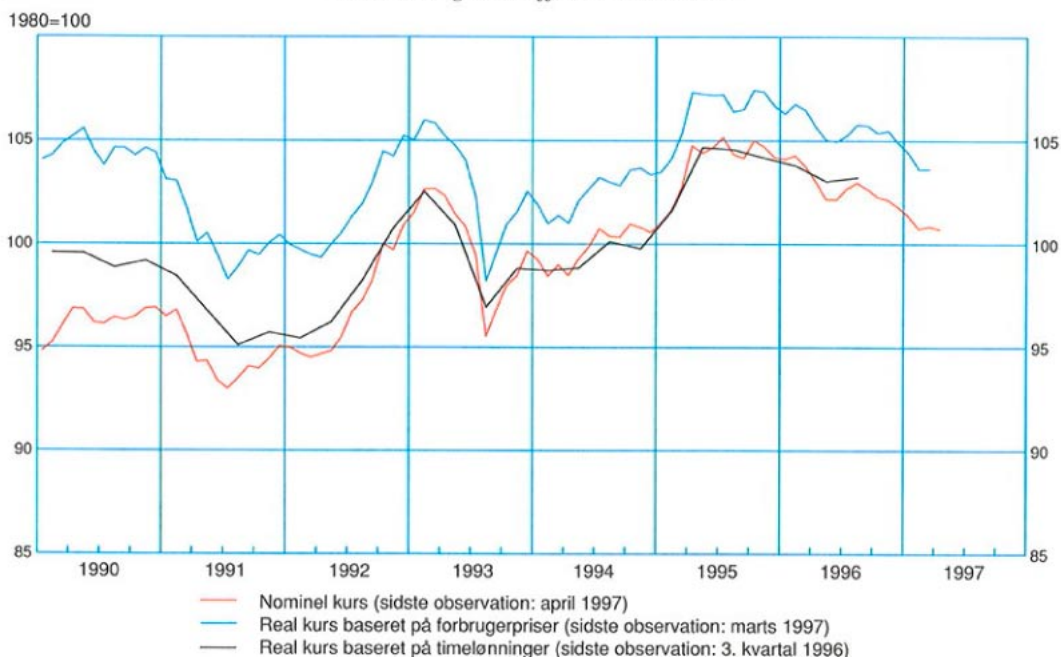


Anm.: Figurene viser, hvor mange procent kursen på de pågældende valutaer, udtrykt i dollars respektive kroner, er ændret siden 31. december 1995.



Anm.: Figurene 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					
1990	96,3	177,4	163,4	104,6	189,0	183,2	99,3
1991	94,6	181,7	171,2	100,4	197,8	193,8	96,5
1992	96,9	185,5	176,8	101,6	203,8	202,0	97,7
1993	99,9	187,8	182,3	103,0	209,1	209,4	99,8
1994	99,9	191,6	186,7	102,5	215,4	216,4	99,4
1995	103,9	195,6	191,1	106,4	223,7	224,0	103,8
1996	102,9	199,7	194,5	105,6	232,8	...	...
1996 1. kv.	104,1	197,7	193,2	106,5	229,4	229,9	103,9
2. -	102,5	199,7	194,5	105,2	232,9	231,5	103,1
3. -	102,8	200,1	194,8	105,6	233,9	232,7	103,3
4. -	102,1	201,4	195,4	105,3	235,0	...	...
1997 1. kv.	101,0	202,0	196,4	103,9	...	...	...
1996 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	201,2	195,4	105,4	•	•	•
Nov.	102,2	201,6	195,3	105,5	•	•	•
Dec.	101,8	201,4	195,5	104,9	•	•	•
1997 Jan.	101,4	201,9	196,1	104,4	•	•	•
Feb.	100,8	202,0	196,4	103,6	•	•	•
Marts	100,9	202,1	196,7	103,6	•	•	•
April	100,7	202,7	...	...	•	•	•

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

information kan fås ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Økonomisk Afdeling.

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

Priser og lønninger

	Engros-prisindeks ¹⁾	Forbruger-prisindeks ²⁾	Netto-prisindeks ²⁾	Time-fortjeneste ³⁾	Engros-prisindeks ¹⁾	Netto-prisindeks ²⁾	Time-fortjeneste, års-gennemsnit ³⁾
	År-til-år stigning i procent				1990=100	Jan. 1975=100	Kroner
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
1996	1,1	2,1	2,0	...	104,1	302,7	...
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	•
4. -	1,2	2,4	2,2	3,8	104,3	305,5	•
1997 1. kv.	1,2	2,2	2,3	...	104,8	306,2	•

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 kvartal). Årstal er fra Strukturstatistikken.



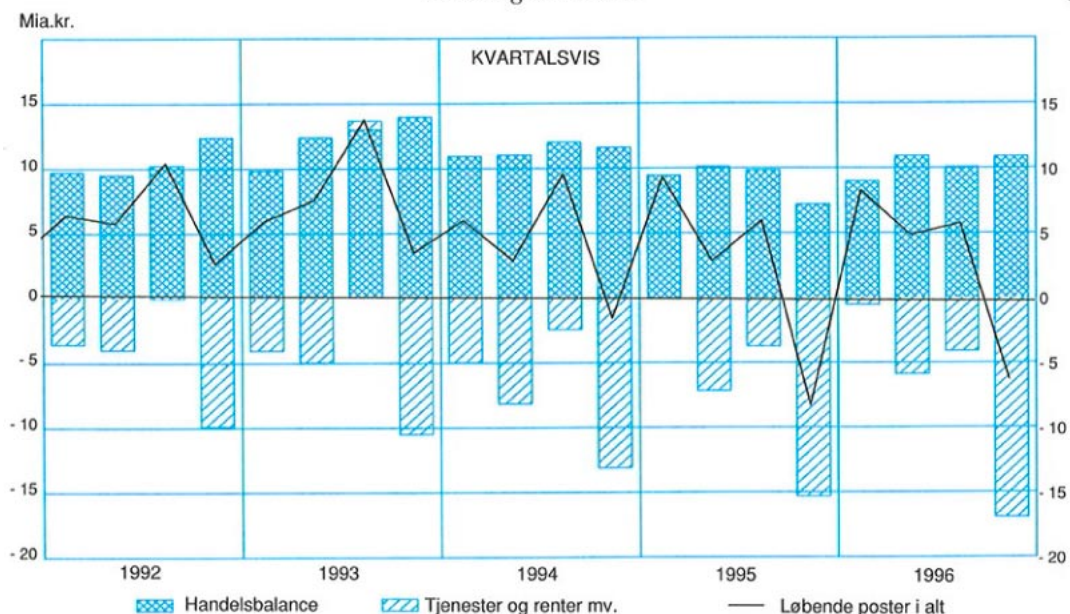
Ultimo ¹⁾	Guld	Fordringer på udlandet	Fordringer på Det Europæiske Monetære Institut	Fordringer på Den In- ternationale Valuta- fond(SDR)	Reserve- stilling over for IMF ²⁾	I alt (brutto)	For- pligtelser over for udlandet	I alt (netto) ³⁾
Millioner kroner								
1986	4 675	33 562	392	1 862	1 143	41 634	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
1996	3 652	73 624	4 979	997	3 601	86 853	1 634	85 219
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	83 350	1 409	83 941
Okt.	3 494	77 439	4 938	942	3 505	90 318	1 616	88 702
Nov.	3 502	73 952	4 938	963	3 480	86 835	1 819	85 016
Dec.	3 506	73 200	4 938	963	3 480	86 087	1 633	84 454
1997 Jan.	3 665	83 190	5 394	997	3 510	96 756	459	96 297
Feb.	3 672	82 274	5 394	1 375	3 485	96 200	465	95 735
Marts	3 672	81 025	5 394	1 375	3 422	94 888	480	94 408

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

2) Danmarks kvote minus Valutafondens beholdning af danske kroner.

3) Kursreguleringer af valutareserven medførte 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., i 1995 et fald på 3.841 mill.kr. og i december 1996 en stigning på 765 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 valuta- reserven
							--forøgelse af passiver eller formindskelse af aktiver		
	Milliarder kroner								
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	49,2	4,3	- 0,6	- 30,4	7,9	30,4	11,5	- 5,9	24,8
1994	45,6	3,5	- 1,9	- 30,7	0,6	17,0	31,2	- 1,2	- 13,0
1995	36,6	2,7	- 3,4	- 27,0	1,4	10,2	- 3,2	0,0	13,4
1996	40,8	2,7	- 4,2	- 26,8	0,9	13,4	- 17,8	10,4	20,8
1995 3. kv. ..	9,8	0,7	0,3	- 4,1	- 0,6	6,1	- 6,0	0,2	11,9
4. - ..	7,2	0,9	- 1,2	- 13,9	- 1,1	- 8,1	- 5,3	- 2,0	- 0,8
1996 1. kv. ..	9,0	0,6	- 2,1	- 3,7	4,7	8,5	- 14,7	1,2	22,0
2. - ..	10,9	1,2	- 0,5	- 6,6	0,0	5,0	9,2	- 5,1	0,9
3. - ..	10,1	0,3	0,2	- 4,7	0,1	6,0	4,0	4,6	- 2,6
4. - ..	10,9	0,5	- 1,7	- 11,8	- 4,0	- 6,0	- 16,3	9,8	0,5

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

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

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

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

4) Inklusive fejl og udeladelser.

	Offentlig sektor ¹⁾	Privat sektor								Regi- strerede kapital- betalinger i alt
		Direkte investeringer ²⁾		Porte- følje- investe- ringer ³⁾	Låntagning		Lån- giv- ning ²⁾	Penge- inst. udlands- stilling ⁵⁾	I alt	
		Indad- gående	Udad- gående		Virksom- heder ²⁾⁴⁾	Privat- personer				
Milliarder kroner										
Indtægt										
1987	52,2	4,5	1,4	160,5	237,5	0,3	9,7	•	413,9	466,2
1988	31,8	5,8	0,7	181,7	200,2	1,5	17,4	•	407,3	439,1
1989	31,9	13,6	1,3	136,7	179,5	6,3	25,4	•	362,8	394,7
1990	38,6	11,7	1,8	221,7	218,7	24,9	22,6	•	501,4	540,0
1991	20,8	<u>11,1</u>	<u>2,3</u>	<u>375,1</u>	<u>211,5</u>	31,6	<u>29,7</u>	•	661,2	682,0
1992	92,3	67,2	16,0	667,5	180,5	29,9	25,6	•	986,6	1 078,9
1993	211,5	48,9	38,5	1 251,6	170,1	12,3	51,6	•	1 572,9	1 784,5
1994	68,1	57,6	28,0	1 334,6	108,0	11,7	146,5	•	1 686,5	1 754,6
1995	77,6	58,5	32,4	1 199,1	114,0	7,8	198,2	•	1 610,0	1 687,7
1996	119,2	55,9	46,5	1 487,6	111,8	6,8	127,5	•	1 836,0	1 955,2
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
4. -	36,1	16,4	17,6	386,7	32,7	3,3	37,5	•	494,2	530,3
1997 1. kv.	29,4	16,5	8,3	422,9	46,1	1,0	30,4	•	525,2	554,5
Udgift										
1987	35,6	3,9	5,5	135,7	216,1	0,7	11,9	•	373,8	409,4
1988	43,5	2,4	5,5	174,6	172,7	0,8	21,4	•	377,4	420,9
1989	38,4	5,7	16,1	156,2	165,4	2,1	33,4	•	378,9	417,2
1990	37,2	4,2	11,1	203,9	189,7	22,0	30,1	•	460,9	498,2
1991	55,8	<u>1,8</u>	<u>14,1</u>	<u>360,6</u>	<u>208,8</u>	18,6	<u>38,3</u>	•	642,1	697,9
1992	87,4	61,0	29,4	604,0	194,3	40,7	24,7	•	954,0	1 041,5
1993	154,9	38,0	47,4	1 168,1	179,7	13,1	54,2	•	1 500,5	1 655,3
1994	95,6	26,4	53,7	1 408,9	126,3	13,9	144,7	•	1 773,9	1 869,6
1995	99,9	35,0	49,3	1 162,6	124,0	9,7	197,3	•	1 578,0	1 677,9
1996	128,2	51,4	60,9	1 453,3	110,6	7,3	125,6	•	1 809,2	1 937,4
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
4. -	38,3	20,0	15,5	366,5	31,4	1,6	35,3	•	470,3	508,7
1997 1. kv.	31,2	12,8	11,8	425,8	47,0	3,7	30,0	•	531,2	562,4
Nettoindtægt										
1987	16,6	0,6	- 4,1	24,8	21,4	- 0,4	- 2,1	- 5,2	35,0	51,6
1988	- 11,7	3,4	- 4,8	7,2	27,5	0,6	- 4,0	5,0	34,9	23,3
1989	- 6,5	7,9	- 14,8	- 19,5	14,2	4,2	- 8,0	8,8	- 7,2	- 13,6
1990	1,4	7,5	- 9,3	17,8	29,1	2,9	- 7,4	- 9,9	30,5	31,9
1991	- 35,0	<u>9,3</u>	- <u>11,8</u>	14,5	<u>2,7</u>	13,0	- <u>8,6</u>	- 9,8	9,3	- 25,7
1992	4,9	6,1	- 13,4	63,5	- 13,8	- 10,8	1,0	- 54,6	- 22,0	- 17,1
1993	56,7	10,9	- 8,9	83,5	- 9,6	- 0,9	- 2,6	- 140,6	- 68,2	- 11,5
1994	- 27,5	31,1	- 25,7	- 74,3	- 18,3	- 2,2	1,9	83,8	- 3,7	- 31,2
1995	- 22,2	23,4	- 16,9	36,5	- 9,9	- 1,9	0,9	- 6,6	25,4	3,2
1996	- 9,0	4,5	- 14,4	34,3	1,2	- 0,5	1,9	0,0	26,8	17,8
1996 1. kv.	- 3,5	2,1	- 8,8	23,4	- 0,8	- 2,3	3,8	0,9	18,2	14,7
2. -	- 2,1	4,7	- 5,8	- 6,0	- 0,5	- 0,1	- 2,7	3,3	- 7,0	- 9,2
3. -	- 1,2	1,2	- 1,9	- 3,3	1,2	0,1	- 1,3	1,2	- 2,9	- 4,0
4. -	- 2,3	- 3,6	2,1	20,2	1,3	1,8	2,2	- 5,3	18,5	16,3
1997 1. kv.	- 1,8	3,6	- 3,6	- 2,9	- 0,9	- 2,7	0,4	25,6	19,6	17,7

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, kommunerne og sociale fondes handel med udenlandske værdipapirer. Til og med 1996 inklusive Hypotekbankens og 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 valuta					
		Stats- obliga- tioner	Stats- gælds- beviser	Skat- kammer- beviser	Andre papirer						
									i kroner	i frem- med valuta	
Milliarder kroner											
Indtægt											
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
1996	39,7	1 118,5	96,1	18,2	106,2	24,8	1 403,4	24,6	2,7	56,9	84,2
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
4. -	9,9	298,5	19,9	5,0	26,4	6,5	366,2	6,9	1,6	12,0	20,5
1997 1. kv.	15,8	318,7	15,6	1,4	40,9	2,7	395,1	10,8	1,9	15,1	27,8
Udgift											
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
1996	30,1	1 095,8	102,2	17,8	92,6	19,5	1 358,0	32,1	10,3	52,9	95,3
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
4. -	7,1	281,3	14,8	3,9	23,4	4,4	335,0	9,6	9,3	12,6	31,5
1997 1. kv.	10,4	331,7	14,2	3,3	32,3	3,6	395,4	14,9	4,4	11,2	30,5
Nettoindtægt											
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
1996	9,6	22,7	- 6,0	0,3	13,6	5,2	45,5	- 7,5	- 7,6	3,9	- 11,2
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
4. -	2,8	17,2	5,1	1,1	3,0	2,1	31,2	- 2,7	- 7,7	- 0,6	- 11,0
1997 1. kv.	5,5	- 13,0	1,4	- 1,8	8,6	- 0,9	- 0,2	- 4,1	- 2,5	3,9	- 2,7

	Import (cif)				Eksport (fob)				Handelsbalance
	I alt	heraf			I alt	heraf			
		Varer til erhvervene	Brændselsstoffer mv.	Varer til forbrug samt personbiler		Landbrugsprodukter ^{b)}	Industriprodukter	Brændselsstoffer mv.	
Milliarder kroner									
1987	174,1	105,3	13,2	46,7	175,3	33,3	118,4	4,9	1,2
1988	174,4	107,7	10,9	45,7	182,4	34,0	124,8	4,5	8,0
1989	195,3	117,0	13,7	49,5	205,5	37,9	142,2	6,6	10,2
1990	195,8	116,4	13,2	51,6	216,4	38,8	150,0	7,8	20,7
1991	206,8	118,3	14,2	57,6	229,8	40,3	159,5	9,4	23,0
1992	212,1	122,7	12,6	62,6	247,3	41,0	171,5	9,4	35,2
1993	202,8	117,7	11,8	62,2	244,8	39,5	174,2	9,7	42,0
1994	231,5	136,9	11,5	72,9	269,7	42,8	193,3	9,5	38,2
1995	255,3	154,3	10,7	77,8	283,4	42,2	211,1	8,6	28,2
1996	262,1	152,7	12,4	84,2	294,2	42,8	215,6	13,4	32,1
1995 3. kv. ..	59,8	35,6	3,1	19,2	67,8	10,8	51,0	1,9	8,0
4. - ..	67,7	40,4	2,5	20,1	72,7	10,2	54,6	2,2	5,0
1996 1. kv. ..	64,6	38,2	2,6	20,6	71,4	10,9	52,7	2,8	6,8
2. - ..	64,0	37,5	3,2	19,9	72,9	11,8	52,5	2,9	8,9
3. - ..	63,9	36,3	3,1	22,0	71,7	9,7	53,5	3,4	7,8
4. - ..	69,6	40,8	3,6	21,7	78,2	10,3	56,9	4,3	8,7

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

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

1) Inklusive kød- og mælkekonserver.

Kvantumindeks og bytteforhold i udenrigshandelen

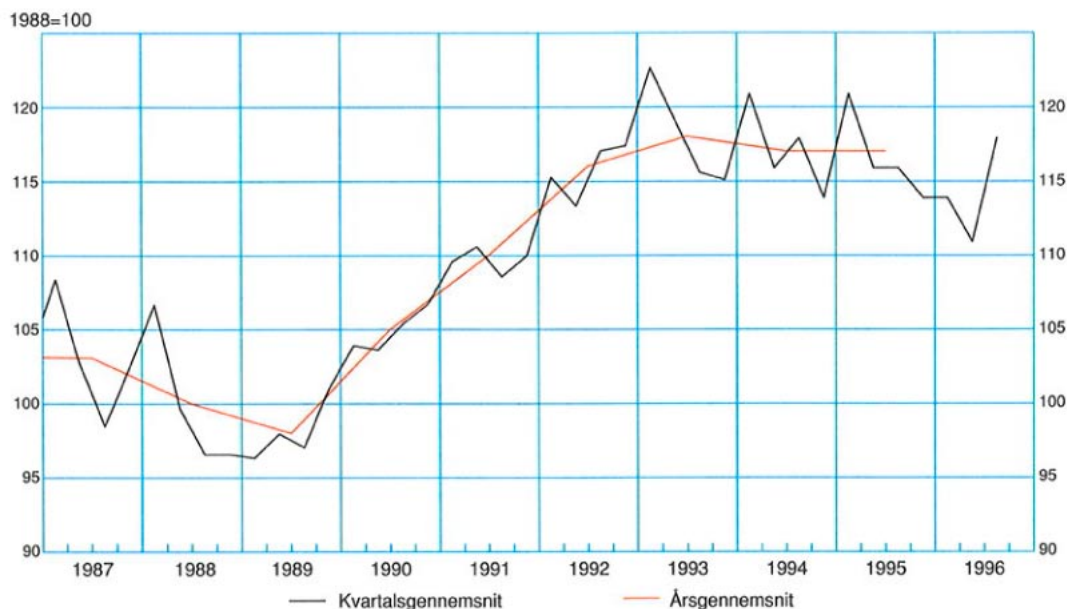
	Kvantumindeks		Indeks for enhedsværdier		Bytteforhold ¹⁾
	1985=100		1985=100		
	Eksport	Import	Eksport	Import	1985=100
1987	104	106	95	86	110
1988	110	104	94	87	108
1989	118	107	100	93	107
1990	125	111	98	90	110
1991	133	116	99	90	110
1992	139	121	97	87	111
1993	135	112	95	85	111
1994	145	127	96	86	112
1995	153	135	96	88	110
1996	155	135	98	88	112
1995 3. kv.	149	128	96	88	109
4. -	158	140	96	88	108
1996 1. kv.	153	134	99	90	110
2. -	154	130	99	89	111
3. -	151	131	98	88	112
4. -	161	140	99	88	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	93	99	98
1990	111	98	94	106	112	102	103	105
1991	127	98	91	107	119	109	98	110
1992	<u>140</u>	<u>103</u>	<u>94</u>	<u>114</u>	<u>122</u>	<u>113</u>	<u>98</u>	<u>116</u>
1993	165	93	101	122	117	113	90	118
1994	156	93	109	123	116	112	91	117
1995	152	93	113	137	113	110	88	117
1994 1. kv.	166	94	113	118	115	111	98	121
2. -	155	91	112	126	113	108	96	116
3. -	156	92	107	131	118	113	82	118
4. -	149	95	105	116	118	115	89	114
1995 1. kv.	158	96	111	138	117	112	98	121
2. -	148	91	116	130	116	108	92	116
3. -	150	92	109	144	110	116	77	116
4. -	150	92	115	135	110	106	86	114
1996 1. kv.	143	84	111	149	109	111	89	114
2. -	146	81	109	138	103	101	91	111
3. -	148	91	108	151	119	117	79	118

Anm.: Markedsandelene viser forholdet mellem den danske eksport og importlandets import. Nærmere oplysninger om beregningsmetoden findes i Kvartalsoversigten, november 1991. Yderligere information kan fås ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Økonomisk 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 tabud 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	- 31,2	140,3	- 171,5	137,2	21,7	- 0,1	12,7
1996	- 21,5	105,4	- 126,9	96,0	2,7	- 0,1	28,4
1997 ⁴⁾	- 5,9	86,4	- 92,3	...	...	...	...

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

2) 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 pengeinstitut.

3) Inklusive udenlandske lån genudlånt til elværker.

4) Skøn, budgetoversigt december 1996.

Statens finansieringsbehov

	Brutto-finansie-rings-behov	Afdrag på uden-landske statslån	Afdrag på inden-landske stats-papirer ¹⁾	Netto-finansie-rings-behov ²⁾	Dækket ved				
					Nettosalg af stats-papirer i kroner til ¹⁾		Uden-landsk netto-låntag-ning	Salg af ECU-obliga-tioner	Formind-skelse af indestå-ende i National-banken ⁵⁾
					Private, virksom-heder og fonde mv. ³⁾	National-banken og pengeinsti-tutterne mv. ⁴⁾			
Milliarder kroner									
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
1996	127,9	33,2	76,7	18,1	40,5	- 21,2	- 3,7	- 1,3	3,8
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
4. - ...	41,7	10,3	31,7	- 0,2	- 4,8	- 14,2	0,4	-	18,4
1997 1. kv. ..	19,9	4,9	30,3	- 15,4	- 8,4	10,9	0,4	- 0,2	- 18,1

Anm.: Finansieringsbehovet er beregnet ud fra Nationalbankens balance. Ved beregningen er der til og med 1991 set bort fra ændring af postgiromidler. Fra og med 1989 eksklusive afdrag på kortfristet udenlandsk statsgæld (Commercial Paper). Fra og med 1990 eksklusive afdrag på kortfristet indenlandsk statsgæld (skattekammerbeviser). Ved opkøb af statspapirer indgår de opkøbte papirer i afdrag til transaktionsværdi. Når de opkøbte papirer forfalder, reduceres afdrag med papirenes nominelle værdi.

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

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

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

4) Inklusive Hypotekbanken og Postgiroen.

5) 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					
1986 Dec.	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
1996 -	71,4	646,1	677,7	- 31,7	101,5	747,6

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
	4. - ..	9,2	9,0	18,2	0,4	31,9	14,4	46,7
1997	1. kv. ...	8,5	9,2	17,7	0,3	33,8	14,4	48,5

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								
1989 Dec.	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
1996 -	290,8	15,0	38,6	33,0	37,3	36,7	3,9	93,9	549,2
1996 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
Okt. ...	274,1	15,3	33,2	28,7	34,1	37,3	3,7	86,5	512,8
Nov. ...	282,9	14,0	25,7	32,3	36,3	35,2	4,2	91,3	521,9
Dec. ...	290,8	15,0	38,6	33,0	37,3	36,7	3,9	93,9	549,2
1997 Jan. ...	280,8	14,5	56,8	31,4	39,4	33,8	4,2	95,7	556,6
Feb. ...	291,8	16,4	57,0	32,4	40,4	33,3	4,2	98,6	574,1
Marts ..	303,2	15,6	43,4	34,0	41,5	33,1	4,1	107,5	582,4

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 krone-obliga-tioner	Andre obliga-tioner og aktier	
		Danske		Uden-landske	Danske	Uden-landske			
		Stats-papirer ¹⁾	Andre						
		Milliarder kroner							
1989	Dec.	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
1996	-	85,0	85,8	35,5	13,0	6,2	0,6	51,7	277,9
1996	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
	Okt.	98,4	75,2	31,1	12,7	5,8	0,6	50,2	274,1
	Nov.	91,3	79,4	31,4	12,7	6,0	0,6	53,0	274,5
	Dec.	85,0	85,8	35,5	13,0	6,2	0,6	51,7	277,9
1997	Jan.	79,1	80,3	35,5	16,6	8,0	0,6	50,4	270,4
	Feb.	84,2	84,6	36,2	16,0	8,5	0,6	51,3	281,4
	Marts	102,0	86,2	34,6	15,8	8,8	0,6	53,2	301,2

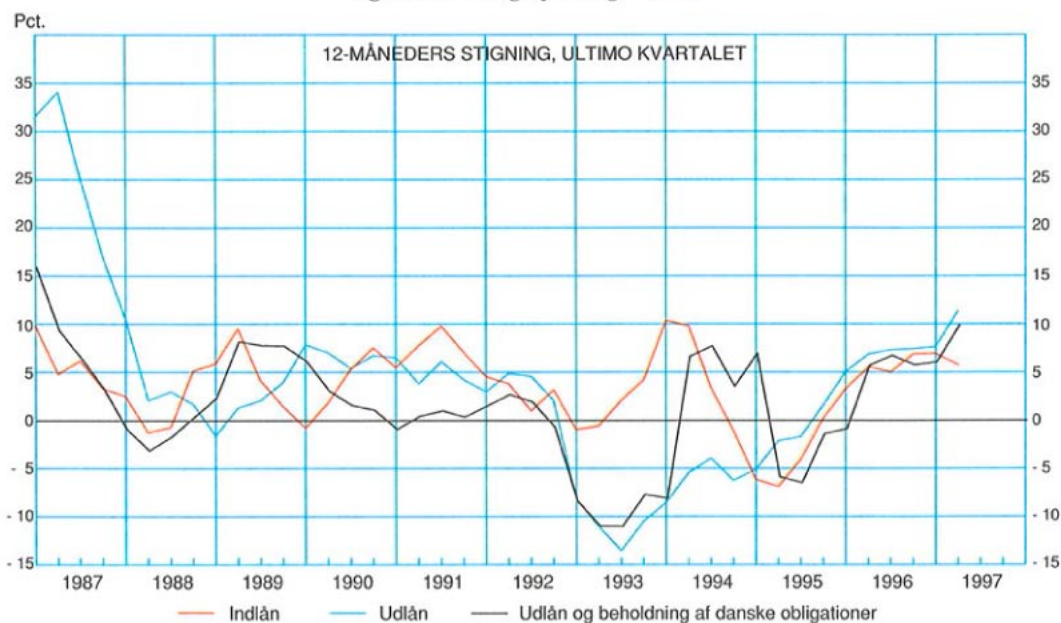
Anm.: I 1989 og 1990 er pengeinstitutternes obligationsbeholdninger påvirket af genkøbsforretninger med Nationalbanken. Fra og med 1991 eksklusive aktier i datterbanker mv.

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								
1989 Dec. ...	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
1996 -	508,1	18,9	27,7	20,3	0,3	1,8	4,0	56,5	637,7
1996 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. ...	501,4	19,0	29,6	23,6	0,4	2,0	4,0	51,6	631,5
Okt. ...	532,2	18,6	27,6	22,9	0,4	1,6	4,2	50,0	657,4
Nov. ...	515,0	17,8	24,6	20,8	0,4	1,5	3,6	60,3	644,3
Dec. ...	508,1	18,9	27,7	20,3	0,3	1,8	4,0	56,5	637,7
1997 Jan. ...	539,9	18,9	34,4	25,7	0,4	1,5	4,8	57,2	682,7
Feb. ...	528,8	19,6	36,2	29,5	0,3	1,5	4,7	58,8	679,4
Marts ..	511,0	22,7	35,7	25,4	0,3	1,7	6,1	80,5	683,5

Anm.: Til og med december 1990 inklusive udstedte obligationer samt indlån fra realkreditinstitutter mv. Datterselskaber i Irland, der ikke er kreditinstitutter, indgår på linje med andre enheder i udlandet (filialer og datterbanker).

Ultimo		Erhvervsmæssige								Ikke-erhvervs- mæssige		I alt
		Land- brug, fiskeri og råstof- udvin- ding	Frem- stillings- virk- somhed mv. ¹⁾	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Handel, trans- port mv.	Finan- sierings- virk- somhed, ejen- doms- handel mv. ²⁾	Offent- lig for- valtning og andre tjeneste- ydelser	Øvrige erhverv	I alt	Studie- lån ³⁾	Andet ³⁾	
Milliarder kroner												
Udlån												
1986	Dec.	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
1996	-	16,7	30,1	6,7	45,9	66,1	13,8	3,9	183,2	•	122,6	305,8
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
	Sept.	17,1	28,7	6,8	46,5	59,7	14,0	10,8	183,7	•	117,4	301,1
	Dec.	16,7	30,1	6,7	45,9	66,1	13,8	3,9	183,2	•	122,6	305,8
Indlån												
1986	Dec.	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
1996	-	17,1	38,7	11,0	49,0	75,7	40,6	10,1	242,2	•	284,7	527,0
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
	Sept.	16,7	34,3	10,8	47,8	71,0	45,6	16,2	242,4	•	277,9	520,3
	Dec.	17,1	38,7	11,0	49,0	75,7	40,6	10,1	242,2	•	284,7	527,0

Kilde: Danmarks Statistik.

Anm.: I 1991 og 1992 eksklusive nyetablerede pengeinstitutter.

1) Herunder energi- og vandforsyning.

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

3) Fra og med 3. kvartal 1996 indgår studielån under "Andet".

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									
1986 Dec.	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
1996 -	84,8	238,2	47,8	370,8	48,4	157,5	34,0	239,9	130,9
1996 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
Okt.	74,9	234,8	42,3	352,0	50,8	135,8	33,8	220,4	131,5
Nov.	71,2	248,6	43,7	363,4	45,9	155,9	36,2	238,0	125,4
Dec.	84,8	238,2	47,8	370,8	48,4	157,5	34,0	239,9	130,9
1997 Jan.	101,2	259,2	49,5	409,8	60,2	169,0	44,2	273,4	136,4
Feb.	102,6	244,6	51,3	398,5	66,0	162,3	38,6	266,9	131,6
Marts ...	90,3	254,6	52,9	397,8	61,5	188,7	37,7	287,9	109,9

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

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

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

Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling

	Ud- og indlånshandlinger i valuta med danske kunder ¹⁾	Valutaterminshandlinger med ¹⁾		Ud- og indlånshandlinger i kroner med udlændinge	Andre faktorer ²⁾	Samlet ændring af udlandsstillingen
		indenlandske kunder	udlændinge			
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
1996	- 1,2	8,2	- 19,8	4,1	7,3	- 1,3
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
4. -	- 1,3	6,0	- 18,8	8,2	10,9	5,0
1997 1. kv.	6,9	- 14,1	- 9,8	3,6	- 12,4	- 25,8

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 spotmarkedet og pengeinstitutternes positioner for egen regning.

*Valuta- og landefordeling
af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender*

Ultimo	Aktiver			Passiver		
	Juni 1996	September 1996	December 1996	Juni 1996	September 1996	December 1996
	Milliarder kroner					
Valutafordeling						
<i>I danske kroner</i>						
med egne enheder	33,2	32,6	35,8	4,0	2,7	1,5
med andre banker mv.	77,9	77,0	71,1	52,2	46,5	41,1
med ikke-banker	34,0	37,1	42,3	24,0	28,8	26,3
I alt danske kroner	145,1	146,7	149,1	80,2	78,1	69,0
<i>I fremmed valuta</i>						
med egne enheder	66,7	60,1	65,4	27,3	31,3	27,6
med andre banker mv.	51,6	64,4	69,1	82,1	97,4	114,3
med ikke-banker	53,8	63,3	59,6	19,1	22,8	19,6
I alt fremmed valuta	172,1	187,8	194,1	128,5	151,5	161,5
I alt	317,2	334,4	343,2	208,7	229,6	230,4
Landefordeling						
Belgien	10,3	15,0	12,3	8,7	10,3	12,7
Tyskland	13,3	15,5	13,4	12,1	12,5	12,6
Finland	9,3	11,6	8,3	3,2	2,0	3,5
Frankrig	16,3	18,8	23,1	13,3	17,5	16,3
Grækenland	0,6	0,6	0,5	0,1	0,2	1,1
Holland	5,3	9,5	7,0	8,2	12,4	8,7
Irland	11,4	11,3	13,8	2,1	3,5	3,0
Italien	4,1	6,0	4,8	2,3	1,7	2,5
Luxembourg	24,6	28,1	20,9	16,8	18,8	15,2
Portugal	0,9	0,8	0,4	0,8	0,7	0,6
Spanien	3,2	4,2	2,1	2,2	2,8	1,8
Storbritannien	87,4	80,5	98,3	56,0	55,1	61,7
Sverige	32,2	33,3	38,6	13,2	19,1	20,2
Østrig	1,4	0,9	1,9	2,2	1,8	2,1
EU-lande i alt	220,3	236,1	245,3	141,1	158,3	162,0
Norge/Island	5,9	6,8	7,0	1,9	2,0	1,9
Canada	0,2	0,2	0,5	0,7	0,9	0,4
Japan	2,5	3,6	3,3	0,6	0,9	0,5
Schweiz	4,8	4,7	5,5	4,9	7,7	5,4
USA	22,7	21,7	21,1	13,1	10,2	5,7
Australien/New Zealand	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,1
OECD-lande i alt	256,5	273,4	282,7	162,6	180,3	176,0
Cayman Islands	19,8	18,2	12,5	1,1	1,4	2,8
Hong Kong	4,8	4,1	4,2	1,2	1,2	0,6
Singapore	26,2	29,0	33,3	4,3	3,1	2,7
Øvrige "Offshore Banking" centre	0,2	0,3	0,3	0,9	1,1	1,0
Øvrige Europa ¹⁾	6,9	6,6	7,0	4,6	4,6	4,8
Øvrige Latinamerika	0,3	0,3	0,5	0,9	0,8	1,5
Øvrige Mellemøsten	0,8	0,8	0,9	1,5	1,7	2,1
Øvrige Afrika	0,1	0,1	0,1	0,5	0,5	0,4
Øvrige Asien	1,3	1,2	1,2	0,8	0,8	0,9
Uoplyst mv.	0,2	0,4	0,5	3,8	3,5	5,9
International udstedelse af værdipapirer	•	•	•	26,6	30,5	31,7
I alt	317,2	334,4	343,2	208,7	229,6	230,4

Anm.: Som indberettet til Nationalbanken af pengeinstitutter med de største udenlandske mellemværender. Opgørelsen dækker ca. 95 pct. af pengeinstitutternes samlede mellemværender med udlandet. Opgjort på grundlag af de herværende virksomheders mellemværender. I tallene indgår således hovedvirksomheder-

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

1) Inklusive Gibraltar.

Landefordeling af danske pengeinstitutters udenlandske aktiver
(Konsolideret opgørelse)

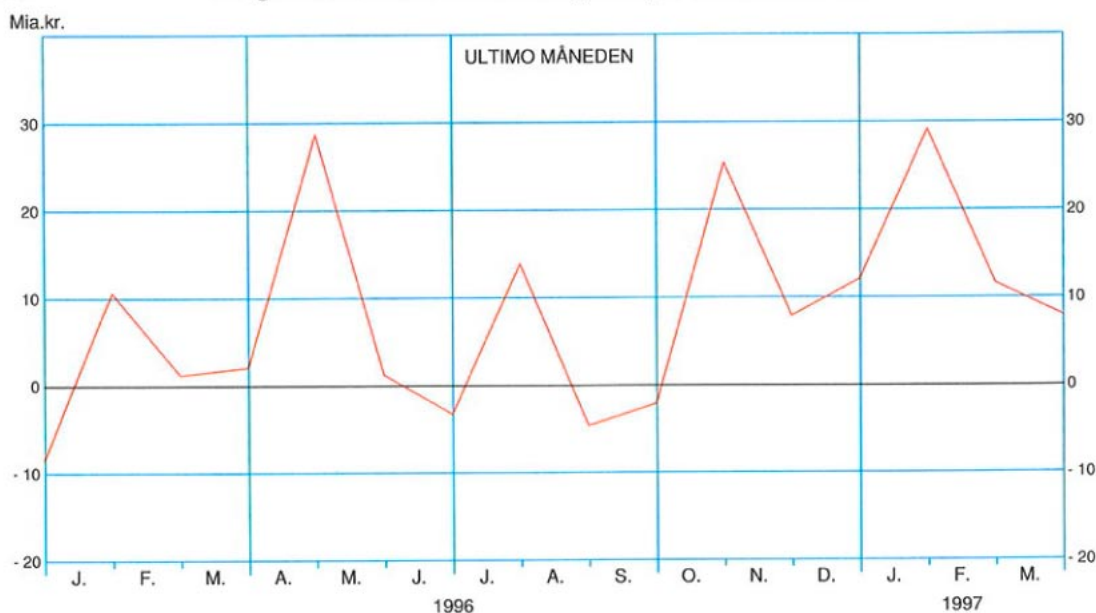
21

Ultimo	Juni 1995	December 1995	Juni 1996	December 1996
	Milliarder kroner			
Belgien	12,8	9,1	10,4	12,4
Tyskland	12,2	16,8	18,1	20,6
Finland	12,7	10,6	14,5	17,9
Frankrig	13,1	12,6	16,6	18,9
Grækenland	1,3	1,4	1,4	1,3
Holland	11,7	7,5	6,5	6,6
Irland	8,5	8,7	6,1	9,3
Italien	6,0	5,3	4,5	7,1
Luxembourg	6,3	5,9	7,0	6,4
Portugal	0,4	0,6	0,5	0,6
Spanien	2,7	2,1	2,7	2,6
Storbritannien	80,3	73,8	122,6	123,1
Sverige	42,6	46,3	47,8	49,0
Østrig	1,6	0,9	2,5	1,9
<i>EU-lande i alt</i>	<i>212,3</i>	<i>201,7</i>	<i>261,2</i>	<i>277,7</i>
Norge/Island	7,0	4,7	6,9	11,3
Canada	2,3	2,2	1,9	1,8
Japan	6,9	1,5	2,3	4,3
Schweiz	7,3	7,3	6,4	6,4
USA	19,7	16,1	40,4	46,4
Australien/New Zealand	0,5	0,3	0,4	0,9
OECD-lande i alt	256,0	233,8	319,4	348,8
Cayman Islands	1,3	2,1	2,6	1,8
Hong Kong	6,2	6,1	15,5	15,2
Singapore	4,5	1,8	5,2	4,8
Øvrige "Offshore Banking" centre	3,2	4,0	4,5	4,0
Øvrige Europa ¹⁾	3,4	3,1	3,4	4,7
Øvrige Latinamerika	0,8	0,6	0,5	0,6
Øvrige Mellemøsten	2,8	1,7	0,8	1,1
Øvrige Afrika	0,3	0,2	0,6	0,5
Øvrige Asien	1,9	2,2	2,9	3,1
Uoplyst	—	—	—	—
I alt	280,4	255,6	355,5	384,6

Anm.: Som indberettet til Nationalbanken af danske pengeinstitutter med de største udenlandske mellemværender. Herværende filialer af udenlandske banker er ikke omfattet. Opgjort på koncernbasis, dvs. inklusive filialer og datterbanker i udlandet. Mellemværender mellem hovedvirksomhederne i Danmark og deres udenlandske enheder samt mellemværender de udenland-

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

1) Inklusive Gibraltar.



Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken

Ultimo ¹⁾	Indskuds- beviser ²⁾	Indlån ³⁾	Lån ³⁾⁴⁾	Netto- stilling i alt	Lån vedr. kontant- depoter	Særlige indskud ⁵⁾	Genkøbs- konti ⁶⁾
Millioner kroner							
1986	7 811	33	42 443	- 34 599	•	2 036	•
1987	—	160	17 816	- 17 656	•	754	•
1988	•	5 884	1 312	4 572	•	•	•
1989	•	351	18 388	- 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	23 781	- 14 702	1 073	•	•
1993	27 783	3 387	77 937	- 46 767	1 267	•	•
1994	25 851	2 685	55 937	- 27 401	1 338	•	•
1995	33 570	1 867	43 969	- 8 532	1 361	•	•
1996	30 617	15 215	33 735	12 097	1 438	•	•
1996 Marts ...	42 056	1 760	41 758	2 058	1 095	•	•
April ...	39 499	14 991	25 815	28 675	1 249	•	•
Maj ...	31 693	2 562	33 041	1 214	1 278	•	•
Juni ...	28 892	1 294	33 474	- 3 288	1 080	•	•
Juli ...	36 633	15 424	38 181	13 876	1 434	•	•
Aug. ...	31 129	1 290	37 054	- 4 635	1 136	•	•
Sept. ...	36 083	6 299	44 489	- 2 107	1 136	•	•
Okt. ...	50 290	15 195	40 095	25 390	1 325	•	•
Nov. ...	43 913	1 693	37 730	7 876	1 109	•	•
Dec. ...	30 617	15 215	33 735	12 097	1 438	•	•
1997 Jan.	68 017	1 087	39 908	29 196	1 109	•	•
Feb.	54 882	1 311	44 557	11 636	1 156	•	•
Marts ...	49 802	1 225	43 066	7 961	1 210	•	•

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

2) Nominel værdi. I 1986 indlansbeviser.

3) Eksklusive VP-afviklingskonti.

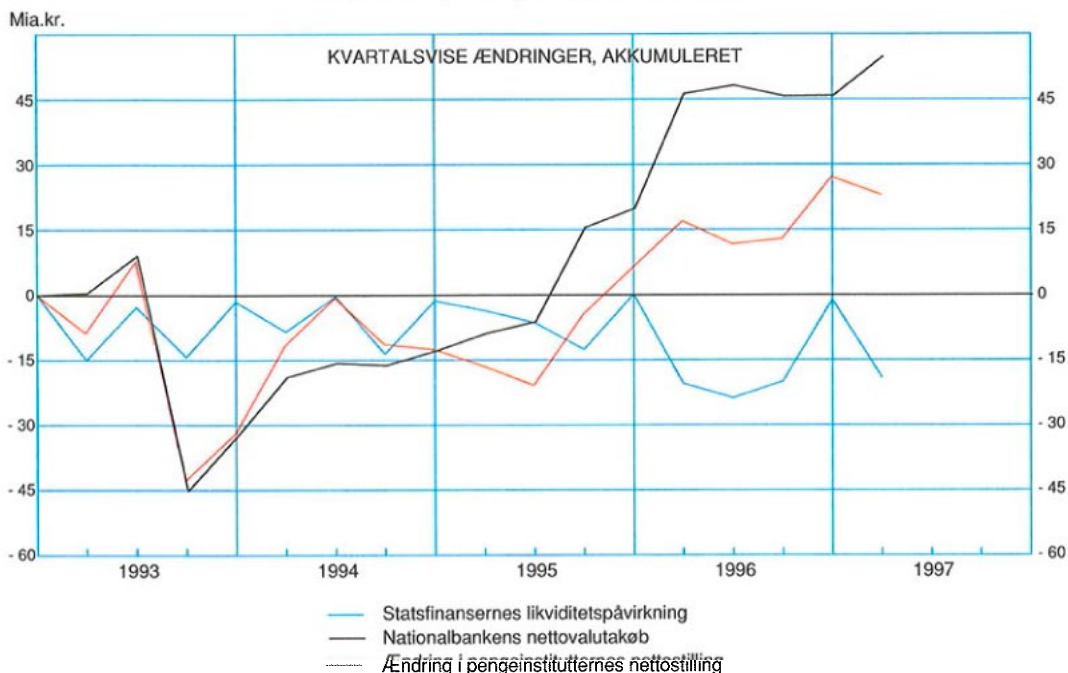
4) Omfatter lån på indlansbeviser (til og med juli 1987), træk på folio (i perioden august 1987 til og med marts 1992) samt genkøbsforretninger (fra og med april 1992). Til og med 1989 indgik endvidere pengemarkedsudlån.

5) Som følge af overskridelser af den i henhold til indlansovervågningssystemet fastsatte basisstigningstakt for de enkelte pengeinstitutters indenlandske indlån. Indlansovervågningssystemet blev stillet i bero fra og med januar 1988 og afvikledes pr. 1. marts 1991.

6) Provenu af indgåede genkøbsforretninger, der på linje med håndpant-sætning medregnedes som sikkerhedsstillelse ved træk på folio.

Forskellige faktoreres 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
Milliarder kroner								
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
1996	94,7	- 96,0	- 1,2	25,9	- 0,1	- 3,9	20,6	12,1
1995 1. kvrt. .	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. kvrt. .	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
4. - .	31,5	- 12,6	18,8	0,1	- 0,1	- 4,6	14,2	12,1
1997 1. kvrt. .	14,9	- 32,8	- 17,9	9,0	0,1	4,6	- 4,1	8,0

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 valutarreserven 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
1990	23,6	202,8	42,4	122,2	391,0	6,3
1991	24,2	224,7	36,9	93,1	379,0	4,2
1992	25,0	218,5	33,6	97,6	374,6	- 1,2
1993	25,8	246,4	29,7	114,7	416,6	11,2
1994	28,9	243,4	27,0	94,6	394,0	- 5,4
1995	30,6	251,7	31,8	96,0	410,1	4,1
1996	31,6	278,4	32,8	97,0	439,8	7,2
1996 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	274,1	33,0	103,4	440,6	7,0
Okt.	30,4	288,5	34,2	117,9	471,1	8,7
Nov.	31,4	281,5	33,1	107,6	453,5	7,9
Dec.	31,6	278,5	32,6	97,0	439,7	7,2
1997 Jan.	31,4	290,4	33,3	115,2	470,3	7,0
Feb.	31,2	284,2	33,7	110,8	459,9	6,6
Marts	31,4	273,8	32,5	108,1	445,8	6,2

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

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

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

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

Forskellige faktorerers påvirkning af pengemængden

	Formindskelse af statens indestående i Nationalbanken ¹⁾	Udlånsstigning i pengeinstitutterne ²⁾	Obligationenkøb ³⁾⁴⁾	Stigning (-) i indskud på særlige indlånsformer mv. ⁵⁾	Stigning (-) i nettoindskud fra realkreditinstitutter mv. ⁶⁾	Ændring i pengeinstitutternes udlandsstilling	Ændring i valuta-reserven mv. ⁴⁾⁷⁾	Andre faktorer ⁸⁾	Samlet ændring af pengemængden
	Milliarder kroner								
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
1996	- 1,2	19,1	- 4,2	- 7,9	- 0,1	3,5	26,6	- 6,1	29,7
1996 1. kvrt. ...	- 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	15,4	- 1,5	- 2,5	- 2,2	13,2
4. - ..	18,8	4,7	- 5,3	- 9,8	- 19,3	9,8	- 0,1	0,4	- 0,8
1997 1. kvrt. ...	- 17,9	16,0	8,3	0,7	6,2	- 25,8	9,0	9,4	5,9

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

2) I 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 valuta-reserven samt statens, Hypotekbankens og Dansk Eksportfinansieringsfonds nettolåntagning i udlandet. Endvidere eksklusive statens nettoalg af ECU-obligationer.

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

	Netto- salg af inden- landske stats- papirer ¹⁾	Formind- skelse af indestå- ende i National- banken ²⁾	Statens netto- finan- 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	- 1,6	- 31,2
1994	46,0	0,2	46,2	- 15,6	- 24,0	13,7	0,9	- 1,4	- 26,4
1995	32,6	1,6	34,2	14,6	- 6,5	29,6	- 3,4	- 5,9	28,5
1996	19,3	- 1,2	18,1	23,3	- 9,3	42,4	- 0,4	- 2,1	53,8
1994 1. kv. ...	13,1	- 6,9	6,2	- 9,8	- 8,0	14,8	0,8	- 1,3	- 3,5
2. - ...	17,2	8,1	25,3	5,9	- 7,2	- 5,0	1,8	- 0,5	- 4,9
3. - ...	25,1	- 13,2	11,9	- 10,1	- 3,8	3,9	- 2,1	- 1,8	- 13,8
4. - ...	- 9,5	12,2	2,8	- 1,6	- 5,1	- 0,1	0,5	2,2	- 4,2
1995 1. kv. ...	8,2	- 2,2	6,0	- 0,5	- 2,1	8,8	0,6	- 3,2	3,5
2. - ...	24,2	- 2,8	21,5	7,1	- 3,4	4,8	- 1,9	- 3,5	3,0
3. - ...	13,8	- 6,2	7,6	- 0,4	- 1,9	10,1	- 0,6	- 1,9	5,3
4. - ...	- 13,6	12,7	- 0,9	8,5	1,0	6,0	- 1,6	2,7	16,6
1996 1. kv. ...	16,0	- 20,6	- 4,6	4,7	- 2,5	10,2	- 2,0	- 2,2	8,1
2. - ...	22,6	- 3,3	19,3	8,9	- 1,4	7,8	0,2	- 0,6	15,0
3. - ...	- 0,3	3,8	3,6	- 0,1	- 2,1	23,1	0,8	- 0,5	21,3
4. - ...	- 19,0	18,8	- 0,2	9,7	- 3,3	1,3	0,5	1,1	9,3
1997 1. kv. ...	2,5	- 17,9	- 15,4	16,6	- 3,1	17,4	- 4,3	...	...

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-
udlån korrigeret for anslåede ordinære afdrag. Fra og med 1994
er for realkreditinstitutterne benyttet nettoudlån inklusive løbe-
tidsopskrivning.

1) Fra og med 1. kvartal 1994 korrigeret for opkøb af statspapirer, jf. si-
de 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.

*Realkreditinstitutternes indenlandske udlån,
udestående lån og nettoudlån*

	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
1996	125,6	47,3	115,6	105,7	434,1	828,4
1995 1. kvt.	121,1	42,8	113,8	102,0	382,3	762,0
2. -	120,1	43,0	113,4	102,1	385,6	764,3
3. -	122,5	43,4	114,6	102,9	390,7	774,2
4. -	122,0	44,3	113,8	103,9	399,7	783,8
1996 1. kvt.	125,2	45,6	117,8	105,2	408,0	801,6
2. -	124,7	46,0	115,0	104,4	415,3	805,3
3. -	126,8	47,4	118,8	106,0	428,8	827,9
4. -	125,9	47,4	115,9	106,0	434,9	830,1
1997 1. kvt.	128,0	48,6	116,7	107,0	442,3	842,6
Beregnet kontantsaldo²⁾						
1995 1. kvt.	120,9	43,0	115,1	102,2	382,3	763,6
2. -	120,1	43,4	115,1	102,5	386,1	767,3
3. -	122,5	44,2	116,3	103,5	391,2	777,7
4. -	121,6	45,4	116,1	104,4	399,9	787,4
1996 1. kvt.	125,3	45,4	113,4	104,8	406,3	795,2
2. -	123,8	46,6	114,0	104,1	412,8	801,3
3. -	125,6	48,5	119,4	106,0	425,7	825,1
4. -	124,0	48,6	114,4	105,6	431,1	823,6
1997 1. kvt.	128,6	48,3	115,2	106,5	441,0	839,6
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
1996	2,0	4,3	0,7	1,7	31,7	40,4
1995 1. kvt.	2,6	0,8	0,3	0,9	2,8	7,3
2. -	- 0,9	0,4	0,0	0,3	3,8	3,7
3. -	2,4	0,7	1,2	1,0	5,1	10,4
4. -	- 0,9	1,3	- 0,2	0,9	8,7	9,7
1996 1. kvt.	3,4	1,1	- 0,2	1,0	6,8	12,0
2. -	- 1,5	1,2	0,6	- 0,7	6,5	6,1
3. -	1,7	1,8	5,4	2,0	12,9	23,8
4. -	- 1,6	0,1	- 5,1	- 0,5	5,5	- 1,5
1997 1. kvt.	3,0	1,0	- 0,5	0,8	6,9	11,2

Anm.: Udlån mod pant i fast ejendom i Danmark. Grundlaget for opgørelsen er nærmere beskrevet i Kvartalsoversigten, februar 1996. I 1997 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.

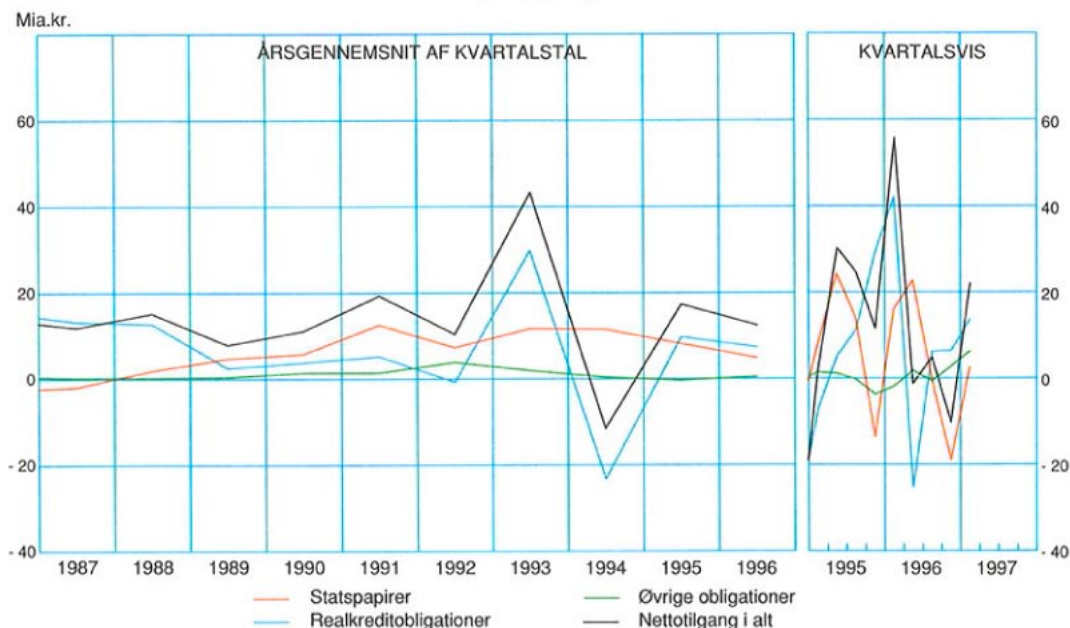
*Realkreditinstitutternes indenlandske udlån,
nyudlån, indfrielse og afdrag*

27

	Støttet byggeri	Erhvervsjendomme			Ejerboliger og fritidshuse	I alt
		Privat boligud- lejning	Byerhverv	Landbrug		
	Milliarder kroner					
Bruttonyudlån						
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
1996	10,2	14,4	50,5	24,0	115,7	214,8
1995 1. kvt.	2,5	1,7	4,2	3,0	16,4	27,8
2. -	1,1	1,6	3,6	2,9	17,8	26,9
3. -	2,5	1,6	5,3	2,8	19,2	31,5
4. -	3,0	3,4	10,8	5,6	30,0	52,8
1996 1. kvt.	4,9	4,8	19,4	10,3	34,9	74,4
2. -	1,6	3,7	11,9	4,2	26,3	47,6
3. -	2,5	3,6	14,0	4,9	31,4	56,4
4. -	1,1	2,3	5,3	4,6	23,1	36,4
1997 1. kvt.	2,9	3,6	10,0	6,9	28,4	51,9
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
1996	3,8	8,8	44,4	19,7	73,6	150,3
1995 1. kvt.	0,1	0,8	3,1	1,8	11,1	16,9
2. -	0,0	0,7	2,1	1,6	11,2	15,7
3. -	0,1	0,7	3,3	1,6	11,7	17,3
4. -	1,9	1,9	9,5	3,7	18,6	35,6
1996 1. kvt.	1,7	3,6	18,5	9,1	25,6	58,5
2. -	1,2	1,9	9,8	4,0	17,1	34,0
3. -	0,6	1,5	7,6	2,6	16,0	28,2
4. -	0,3	1,8	8,6	4,0	14,9	29,6
1997 1. kvt.	0,2	2,5	9,4	5,8	18,9	36,7
Ordinære afdrag						
1994	5,0	1,0	4,2	2,4	11,6	24,3
1995	5,2	1,2	4,7	2,6	11,0	24,7
1996	5,6	1,4	5,5	2,9	10,8	26,2
1995 1. kvt.	0,3	0,2	0,8	0,3	2,6	4,2
2. -	2,3	0,5	1,5	1,0	2,9	8,2
3. -	0,3	0,2	0,9	0,3	2,6	4,3
4. -	2,3	0,3	1,5	1,0	2,9	8,0
1996 1. kvt.	0,3	0,2	1,1	0,3	2,6	4,6
2. -	2,5	0,6	1,5	1,0	2,8	8,3
3. -	0,3	0,2	1,1	0,4	2,6	4,6
4. -	2,5	0,4	1,8	1,1	2,8	8,6
1997 1. kvt.	0,3	0,2	1,2	0,4	2,6	4,8
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
1996	0,7	4,2	0,6	1,5	31,3	38,4
1995 1. kvt.	2,2	0,7	0,2	0,8	2,7	6,7
2. -	- 1,3	0,4	0,0	0,3	3,7	3,1
3. -	2,1	0,7	1,1	0,9	5,0	9,8
4. -	- 1,2	1,3	- 0,2	0,8	8,6	9,2
1996 1. kvt.	2,9	1,1	- 0,3	0,9	6,7	11,3
2. -	- 2,0	1,2	0,6	- 0,8	6,4	5,3
3. -	1,6	1,8	5,4	1,9	12,8	23,5
4. -	- 1,7	0,1	- 5,1	- 0,5	5,4	- 1,8
1997 1. kvt.	2,4	0,9	- 0,5	0,7	6,8	10,4

Anm.: Se anmærkning til side 26.

Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer (Kursværdi)



		Nettotilgang 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-det ⁶⁾	
Milliarder kroner											
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	
1996	.....	19,3	29,4	2,0	50,7	- 0,1	- 4,7	6,4	18,6	30,5	
1995	1. kvrt.	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. kvrt.	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	6,2	- 0,7	5,3	0,0	1,5	2,0	5,0	- 3,2	
	4. -	- 19,0	6,4	2,8	- 9,8	- 0,1	- 6,2	- 2,0	- 27,7	26,3	
1997	1. kvrt.	2,5	13,7	6,2	22,4	0,1	7,7	5,2	14,3	- 4,8	

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

2) Korrigeret for genkøbsforretninger mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

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

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						
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
1996	534,8	84,5	51,2	670,5	945,4	95,4	1 711,3
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	937,9	91,8	1 718,7
Okt.	556,8	83,9	47,4	688,1	925,4	94,0	1 707,5
Nov.	532,6	84,8	51,8	669,3	932,9	96,1	1 698,2
Dec.	534,8	84,5	51,2	670,5	945,4	95,4	1 711,3
1997 Jan.	537,5	89,8	49,8	677,1	929,7	96,6	1 703,4
Feb.	541,9	71,6	55,1	668,7	944,5	100,9	1 714,0
Marts	544,2	70,8	59,0	674,0	961,3	102,9	1 738,1

Anm.: For indeksoptioner er nominel værdi inklusive indeksering.

Aktieudvidelser opdelt efter erhvervsgrupper
(Kursværdi)

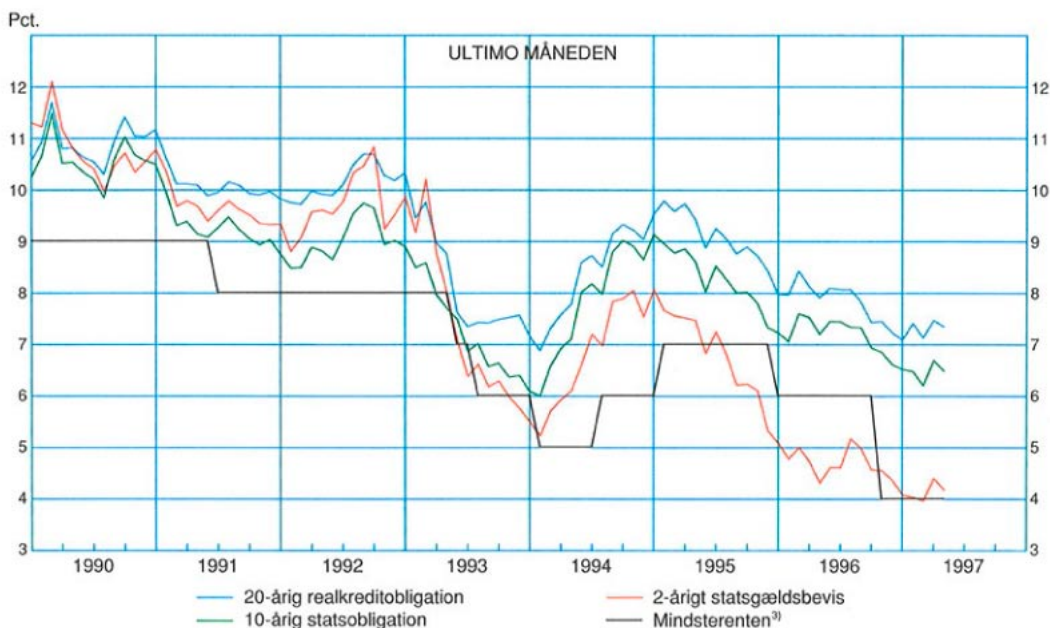
	Pengeinstitutter ¹⁾	Forsikring	Handel og service	Rederier	Industri	Investerings-selskaber	I alt
	Milliarder kroner						
1987	1,8	-	0,3	0,0	0,2	0,7	3,0
1988	2,5	-	0,1	-	0,9	0,5	4,0
1989	5,6	-	1,6	-	1,6	1,9	10,7
1990	1,8	0,9	0,8	0,6	1,1	0,8	6,1
1991	0,7	2,6	1,0	0,2	3,9	1,1	9,3
1992	0,2	-	-	0,3	1,9	2,4	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
1996	1,1	0,4	2,0	0,0	0,9	0,1	4,6
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
4. - ..	0,0	0,4	0,0	0,0	0,5	0,1	0,9
1997 1. kv. ...	0,0	-	0,2	-	1,5	0,4	2,2

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

apportindskud medtaget, såfremt der samtidig sker en nettoaktieudvidelse.

1) Til og med maj 1989 eksklusive 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.									
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	
1996	.....	6,52	5,34	3,66	7,87	7,09	6,31	6,55	4	
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
	Nov.	.....	6,62	5,52	3,81	7,98	7,24	6,23	6,65	4
	Dec.	.....	6,52	5,34	3,66	7,87	7,09	6,31	6,55	4
1997	Jan.	.....	6,48	5,23	3,68	7,86	7,14	6,24	6,46	4
	Feb.	.....	6,20	5,03	3,71	7,52	6,93	6,26	6,28	4
	Marts	.....	6,69	5,45	4,02	7,87	7,22	6,37	6,60	4
	April	.....	6,49	5,23	4,18	7,88	7,35	5,59	6,43	4

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

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

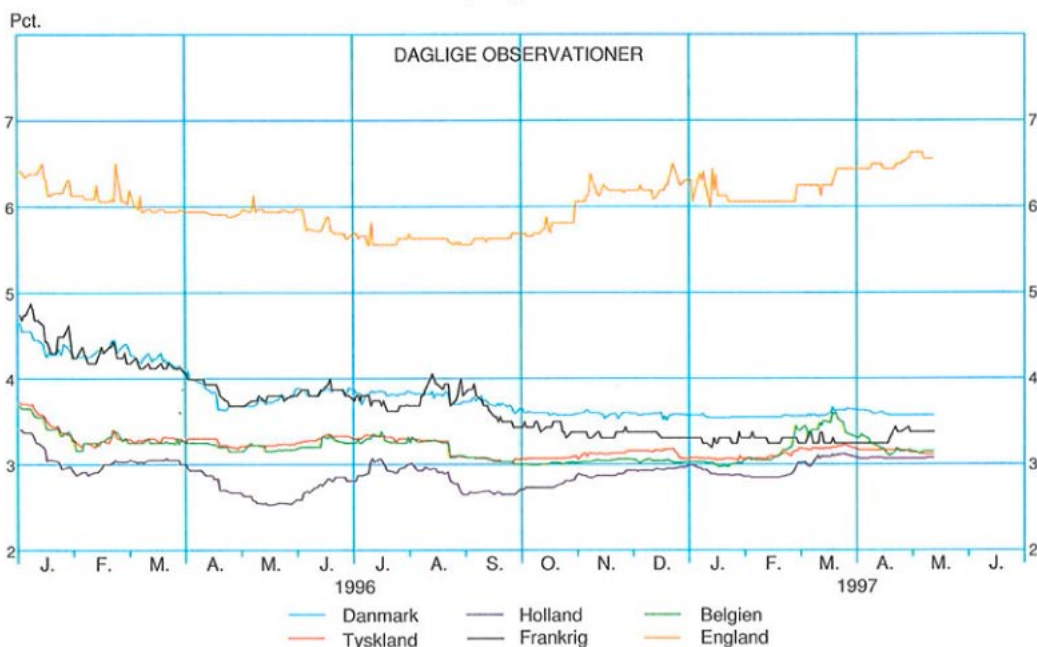
2) I beregningen indgår samtlige statsobligationer og et udvalg af realkreditobligationer. Gennemsnitsrenten er sammenvæjet på grundlag af kursværdien af de cirkulerende beløb.

3) I henhold til kursgevinstloven.

Ultimo	3-måneders eurorente					
	Danmark ¹⁾	England	Frankrig	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1995 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
Nov.	3,59	6,25	3,30	4,25	3,13	5,50
Dec.	3,57	6,44	3,33	3,93	3,06	5,44
1997 Jan.	3,55	6,22	3,23	4,06	3,03	5,44
Feb.	3,56	6,13	3,22	4,03	3,16	5,41
Marts	3,65	6,40	3,25	4,18	3,25	5,77
April	3,57	6,44	3,35	4,10	3,12	5,69
Ultimo	Effektiv rente af 10-årige statsobligationer ²⁾					
	Danmark	England	Frankrig	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1995 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
Nov.	6,62	7,47	5,63	6,80	5,63	6,15
Dec.	6,52	7,65	5,85	6,71	5,76	6,52
1997 Jan.	6,48	7,54	5,64	6,80	5,74	6,63
Feb.	6,20	7,35	5,39	6,76	5,54	6,67
Marts	6,69	7,63	5,79	7,31	5,91	7,03
April	6,49	7,58	5,72	7,18	5,82	6,82

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.								
1995	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
	Nov. ...	3,58	3,94	3,31	3,59	3,63	3,53	3,53	3,55	3,51
	Dec. ...	3,53	3,69	3,31	3,57	3,60	3,51	3,51	3,52	3,50
1997	Jan. ...	3,49	3,69	3,31	3,55	3,59	3,54	3,49	3,51	3,47
	Feb. ...	3,52	3,69	3,25	3,55	3,57	3,55	3,50	3,51	3,50
	Marts ...	3,48	3,69	3,25	3,60	3,66	3,56	3,57	3,64	3,52
	April ..	3,41	3,75	3,25	3,59	3,63	3,57	3,55	3,61	3,51

1) Beregnet på grundlag af daglige omsætningsgennemsnit.
2) Rente tilbudt for pengemarkedsindsud.

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.								
1996	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
	Nov. ...	3,60	3,62	3,60	3,64	3,68	3,63	3,67	3,72	3,65
	Dec. ...	3,60	3,63	3,58	3,62	3,64	3,60	3,65	3,66	3,63
1997	Jan. ...	3,59	3,61	3,58	3,61	3,63	3,60	3,63	3,65	3,62
	Feb. ...	3,60	3,60	3,60	3,61	3,61	3,60	3,62	3,63	3,62
	Marts ..	3,61	3,65	3,60	3,64	3,70	3,61	3,68	3,75	3,63
	April ..	3,60	3,63	3,58	3,62	3,67	3,60	3,67	3,74	3,63
		4 måneder			5 måneder			6 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
		Procent p.a.								
1996	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
	Nov. ...	3,70	3,76	3,68	3,73	3,80	3,70	3,76	3,85	3,73
	Dec. ...	3,67	3,68	3,65	3,69	3,71	3,67	3,72	3,75	3,69
1997	Jan. ...	3,65	3,68	3,63	3,67	3,70	3,64	3,69	3,71	3,66
	Feb. ...	3,64	3,65	3,64	3,66	3,67	3,66	3,69	3,71	3,68
	Marts ..	3,71	3,80	3,65	3,75	3,85	3,67	3,80	3,90	3,69
	April ..	3,72	3,79	3,68	3,77	3,85	3,73	3,82	3,91	3,78
		9 måneder			12 måneder					
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest			
		Procent p.a.								
1996	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			
	Nov. ...	3,88	3,95	3,85	3,98	4,05	3,94			
	Dec. ...	3,82	3,84	3,79	3,92	3,94	3,89			
1997	Jan. ...	3,74	3,80	3,70	3,81	3,90	3,76			
	Feb. ...	3,74	3,75	3,73	3,78	3,80	3,77			
	Marts ..	3,88	4,07	3,74	3,95	4,16	3,79			
	April ..	3,93	4,05	3,88	4,03	4,14	3,96			

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

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.		
1988	7,00	7,75	•	1995 28. sept. ..	5,00	5,00	5,40
1989	7,00	11,00	•	5. okt. ...	|	|	5,30
1990	8,50	9,50	•	9. nov. ..	4,75	4,75	5,15
1991	9,50	9,50	•	23. - ..	|	|	5,00
1992	9,50	9,50	13,00	15. dec. ...	4,25	4,25	4,75
1993	6,25	6,25	6,75	28. - ...	|	|	4,60
1994	5,00	5,00	5,50	1996 11. jan. ...	|	|	4,50
1995	4,25	4,25	4,60	25. - ..	4,00	4,00	4,35
1996	3,25	3,25	3,50	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	|	1997 (30. april.)	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 april 1992 til og med april 1997 blev indskud kun forrentet 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
1996	5,5	7,5	10,9	8,7	3,4	3,2	2,5	2,8
1995 1. kv.	...	...	...	10,1	...	...	...	3,6
2. -	...	...	...	10,8	...	...	...	4,2
3. -	...	...	...	10,5	...	...	...	4,0
4. -	7,1	8,8	11,8	9,9	4,6	4,4	3,0	3,7
1996 1. kv.	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
4. -	5,1	7,1	10,5	8,3	3,2	3,0	2,5	2,7

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

te af tallene til og med 3. kvartal 1995. Grundlaget for opgørelsen er nærmere beskrevet i Kvartalsoversigten, maj 1996.

1) Eksklusive puljeordninger.