

DANMARKS NATIONALBANK

Kvartalsoversigt - 3. kvartal 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 - 3. kvartal 1997

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene 1

Markedsreaktioner ved ændringer i Nationalbankens diskonto

v/Lisbeth Stausholm Pedersen, Økonomisk Afdeling 14

Ved ændringer i Nationalbankens diskonto ændres markedsrenterne generelt i samme retning, men ændringerne finder ofte sted i dagene op til diskontoændringen. Samvariationen er mest udtalt for de korte markedsrenters vedkommende.

Ny pengemarkedsstatistik

v/Birgitte Damm, Handelsafdelingen og

Anne Reinhold Pedersen, Økonomisk Afdeling 27

Den statistiske dækning af pengemarkedet er blevet forbedret. Oplysningerne om renten på helt korte usikrede pengemarkedslån er blevet mere dækkende end før, og omsætningen belyses. Et nyt finansielt instrument knyttet til pengemarkedsrenten omtales.

Placeringen af danske stats- og realkreditobligationer

v/Anders Matzen og Henrik Jepsen, Kapitalmarkedsafdelingen 37

Ejerforholdene på det danske obligationsmarked belyses. Der er betydelige forskelle på ejergruppernes placeringsmønster. Således ejer udlændinge ca. 40 pct. af statspapirerne, men trods stigende interesse kun 5 pct. af realkreditobligationerne.

Sedler og mønter i ØMUens tredje fase

v/Winnie Jakobsen, Internationalt Kontor 47

Udseendet af de kommende sedler og mønter i euro vises, og tidsplanen for introduktionen gennemgås. Euroen indføres ikke i Danmark.

Tabel- og figurafsnit

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

Denne oversigt vedrører perioden fra maj til slutningen af august 1997.

Hovedvalutaerne

Dollaren blev fra årsskiftet og frem til begyndelsen af august styrket ca. 20 pct. over for D-mark til 1,89 D-mark per dollar, hvilket er det højeste niveau i næsten otte år. I løbet af august er dollaren blevet svækket igen. Over for yen er dollaren kun styrket en anelse siden årsskiftet.

Den amerikanske økonomi udviser på syvende år pæn vækst. Trods en arbejdsløshed på kun 5 pct. - den laveste i 25 år - er der ikke tegn på stigende inflation. Prisstigningstakten målt år-til-år har tværtimod været faldende i den forløbne del af året og var i juli 2,2 pct. En så lang og stærk vækstperiode uden tegn på stigende inflation er bemærkelsesværdig, og den amerikanske nationalbankdirektør, Alan Greenspan, forklarede i sin seneste halvårslige beretning til Kongressen udviklingen med bl.a. stærkere konkurrence på grund af globaliseringen af verdensøkonomien samt produktivitetsforbedringer som følge af massive investeringer i informationsteknologi. Udviklingen i priserne over den allerseneste periode må dog også ses på baggrund af den stigende dollar, der umiddelbart har en dæmpende virkning på inflationen. Det er desuden værd at bemærke, at den lave arbejdsløshed i USA falder sammen med, at der har været en betydelig nettilgang til arbejdsstyrken.

Den amerikanske forbundsbank har på baggrund af den rolige prisudvikling valgt at fastholde uændrede pengepolitisk styrede renter hen over sommeren efter en mindre forhøjelse i marts. 3-måneders pengemarkedsrenten har også været stabil på et niveau 2½ pct. over den tyske.

Den 10-årige amerikanske statsobligationsrente er siden april faldet ½ pct. til et niveau omkring 6,4 pct., en indikation af at der i markedet er tillid til, at inflationen er under kontrol. Den lange tyske rente er også faldet over perioden, men knap så meget.

Sydøst-asiatiske valutaer

I midten af maj kom den thailandske valuta, baht, under pres. Den thailandske valutakurspolitik var at stabilisere baht over for en kurv af valutaer med dollar som den vigtigste. Presset på baht blev i første omgang søgt imødegået med betydelige interventioner og renteforhøjelser, men den 2. juli lod myndighederne baht flyde, hvilket resulterede i en kraftig depreciering. Sidst i august var baht ca. 30 pct. svagere over for dollar end før valutaen.

Uroen omkring den thailandske baht spredte sig hurtigt til andre af valutaerne i regionen bl.a. philippinske peso, malaysiske ringgit og indonesiske rupiah, og de tre lande har også måttet lade deres valutaer flyde. Valutafonden har udarbejdet en økonomisk stabiliseringsplan med henblik på at få genoprettet tilliden til specielt den thailandske økonomi, ligesom der er opnået enighed om en international finansieringspakke på 16,7 mia.dollar. Heraf udgør lån direkte fra Valutafonden ca. 4 mia.dollar, hvilket svarer til fem gange Thailands kvote.

Den økonomiske situation i Thailand er løbende blevet forværret de seneste år med stigende betalingsbalanceunderskud og stor og stigende udlandsgæld samt svagheder i den finansielle sektor som følge af en uholdbar vækst i udlånene. Hertil kommer et markant fald i BNP-væksten det seneste år. Thailand har ellers gennem en årrække været kendetegnet ved høj vækst på linje med flere nabolande, og regionen har de senere år tiltrukket udenlandsk kapital i betydeligt omfang. I 1995 gik ca. 40 pct. af alle udenlandske direkte investeringer til ikke-industrialiserede lande til Sydøst-asien ekskl. Kina.

Handelsmæssigt er regionen af særlig betydning for Japan og USA, hvis handel med landene i Sydøst-asien udgør henholdsvis 30 pct. og 15 pct. af den samlede udenrigshandel. For EU og Danmark er det tilsvarende tal omkring 5 pct.

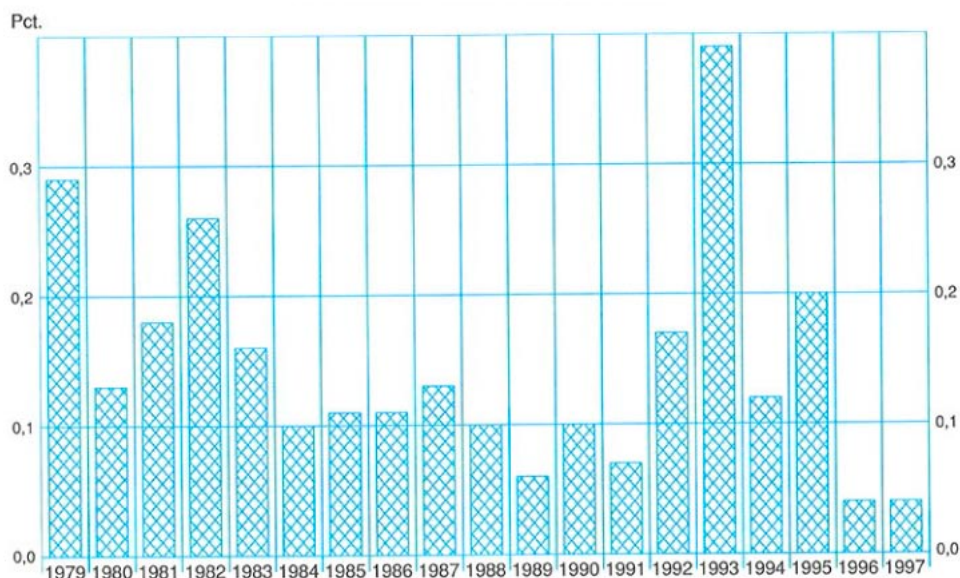
Europæiske valutaer

Den effektive D-markkurs er svækket 5 pct. siden årsskiftet. Den generelle svækkelse af D-mark har fundet sted uden større problemer i EMSen, hvor kernelandenes valutaer har været tæt på de respektive pariteter. Den hollandske gylden samt den belgiske franc er dog de seneste måneder blevet svækket en anelse over for D-mark.

De styrede renter i Tyskland har været uændrede, mens den hollandske centralbank hævede renten marginalt midt i juli til det tyske niveau. Den hollandske 3-måneders pengemarkedsrente krøb sidst i maj over den tyske efter i en lang periode at have ligget under. Den belgiske 3-måneders rente har været noget volatil i indeværende år og var sidst i august $\frac{1}{4}$ pct. højere end den tyske, men ligesom i Holland er de pengepolitisk fastsatte renter på tysk niveau.

Den danske krone har som de øvrige kernevalutaer været tæt på centralkursen over for D-mark i den forløbne del af året. Udsvingene over for D-mark har været ganske små, og den danske krone er hermed på linje med den hollandske gylden, den østrigske schilling og den belgiske franc, der alle gennem lang tid har fulgt D-marken meget tæt. For den franske francs vedkommende har udsvingene over for D-mark været større.

Figur 1 *Standardafvigelsen af daglige ændringer i danske kroner mod D-mark*



Anm.: Standardafvigelsen er beregnet ud fra en serie af daglige ændringer i krone/D-mark kursen for hvert år for sig.

Udviklingen er blevet understøttet af Nationalbankens interventionspolitik, der tager sigte på at begrænse de daglige udsving i kronekursen over for de andre kernevalutaer, men i lange perioder har markeds kræfterne af sig selv stabiliseret kronekursen, og intervention har været overflødig. Volatiliteten i kronekursen over for D-mark har i de sidste par år været markant lavere end tidligere, jf. figur 1.

Netto blev der i perioden fra årsskiftet og frem til udgangen af august købt valuta for knap 27 mia.kr., og valutaeserverne er blevet forøget tilsvarende.

Nogle af EU-valutaerne uden for kerneområdet er de seneste måneder blevet styrket over for kernelandene, mest markant den italienske lire. Samtidig er det lange rentespænd over for Tyskland for de tidligere "højrente valutaer" - svenske krone, lire, pesetas og escudos - fortsat med at indsnævres og er nu næsten på linje med det danske rentespænd.

Det britiske pund er styrket over for D-mark og lå sidst i august ca. 5 pct. over forårets niveau. Pundkursens volatilitet over for D-mark har i indværende år været højere end i de forudgående år. Reporenten er siden regeringsskiftet i maj blevet hævet fire gange til 7,0 pct. Renteforhøjelserne skal ses på baggrund af faren for stigende inflation som følge af den fortsat stærke fremgang i den engelske økonomi. Det nuværende niveau skønnes

Tabel 1 *Bidrag til ændringer i den effektive kronekurs*

Valuta	1. januar 1996 - 31. august 1997
	Indekspoint
Britiske pund	- 2,5
Amerikanske dollar	- 1,9
Japanske yen	- 0,5
Italienske lire	- 0,5
Svenske krone	- 0,5
Norske krone	- 0,2
Tyske mark	0,4
Andre valutaer	0,1
Ændring i effektiv kronekurs	- 5,6

Anm.: - angiver at danske kroner er svækket over for den pågældende valuta.

af Bank of England at være tilstrækkeligt til at sikre opfyldelsen af regeringens inflationsmålsætning på 2,5 pct. i stigningen i forbrugerprisindekset ekskl. boligrenter (RPIX).

Efter en svækkelse i slutningen af april er det irske pund de seneste måneder igen styrket, og pundet lå sidst i august 10 pct. over pariteten over for D-mark.

Den norske økonomi er inde i en periode med stærk vækst bl.a. som følge af øget udvinding af olie og gas. Den norske krone, der søges stabiliseret over for ECU-kurven, apprecierede kraftigt omkring årsskiftet, men er siden stort set faldet tilbage til sit gamle niveau. Efter i en periode at have afstået fra at intervenere meddelte Norges Bank midt i juni, at man fremover igen ville være mere aktive med intervention i valutamarkedet med henblik på at stabilisere kronen. Midt i juli hævedes renten med 0,25 pct. og det korte rentespænd over for Tyskland, der i første halvdel af året var tæt på nul, blev i juli udvidet til $\frac{3}{4}$ pct.

Mens den danske krone har været stabil over for de andre kernelandes valutaer, er valutaerne hos en række af Danmarks øvrige samhandelspartnere blevet styrket. Den effektive kronekurs er således faldet $5\frac{1}{2}$ pct. siden begyndelsen af 1996, heraf de $3\frac{1}{2}$ pct. i den forløbne del af indeværende år. Faldet i den effektive kronekurs over det seneste halvandet år kan først og fremmest tilskrives styrkelsen af det britiske pund og den amerikanske dollar, jf. tabel 1.

Faldet i den effektive kronekurs og den lange rente virker ekspansivt på økonomien i en situation, hvor der i forvejen er fremgang. Dette skærper på kort sigt kravene til finanspolitikken, hvis overophedning af økonomien og medfølgende pris- og lønpres skal undgås. Pengepolitikken er rettet

mod at sikre en stabil kronekurs over for kernevalutaerne og anvendes ikke til at regulere de indenlandske konjunkturer.

ØMU-processen

Der har i sommerens løb været en række sager relateret til processen henimod dannelsen af en økonomisk og monetær union (ØMU). Det drejer sig bl.a. om prisfastsættelsen af de tyske valutareserver samt et fransk ønske om genovervejelse af stabilitets- og vækstpagten.

Tyskland har tradition for en meget forsigtig prisfastsættelse af de officielle valutareserver, herunder guld. Reserveerne optages i Bundesbanks balance til meget lave kurser, hvilket betyder, at der er betydelige skjulte reserver.

I foråret foreslog den tyske finansminister, at de tyske guldreserver skulle opskrives til markedskurs og gevinsten overføres til staten allerede i indeværende år ved en ekstraordinær regnskabsaflæggelse. Forslaget blev mødt med kritik fra mange sider, især Bundesbank. Banken erklærede sig enige i princippet om at optage valutareserverne til en mere markedsmæssig kurs. Dette sker allerede i dag i mange andre lande, og vil formentlig blive gældende for den kommende europæiske centralbank (ECB). Bundesbank modsatte sig derimod, at der ekstraordinært skulle overføres provenu til staten i 1997, hvilket kunne ses som et forsøg på at forbedre statsfinanserne for at få budgetunderskuddet ned under 3 pct. af bruttonationalproduktet - et af Maastricht-traktatens kriterier for deltagelse i ØMUens 3. fase.

Kompromiset blev, at der ikke ekstraordinært overføres provenu til staten i indeværende år. Til gengæld vil principperne for prisfastsættelse af valutareserverne blive tilpasset de regler, der kommer til at gælde for ECB. For guldreservernes vedkommende kræver dette en ændring af centralbankloven, hvilket tager tid. Det er aftalt, at for den del af valutareserverne, der ikke udgøres af guld, vil der allerede i det ordinære regnskab for 1997 blive prisfastsat ud fra mere markedsmæssige retningslinjer. Dette betyder, at en del af gevinsten ved nyvurderingen vil forbedre de offentlige finanser i 1998.

Med regeringsskiftet i Frankrig i begyndelsen af juni opstod der overgangsvis forstærket usikkerhed om ØMU-projektet, da den nye regering bl.a. forlangte en genovervejning af stabilitets- og vækstpagten, som der var nået enighed om på Det Europæiske Råds møde i Dublin i december 1996. Ønsket fra fransk side var, at hensynet til vækst og beskæftigelse blev opprioriteret.

På Det Europæiske Råds møde i Amsterdam i juni 1997 blev franskmændenes ønsker om øget fokus på beskæftigelsen imødekommet et stykke af vejen, men uden ændringer i stabilitets- og vækstpakten, hvis krav om budgetdisciplin står ved magt. Det samme gør bødesystemet for lande, der deltager i den fælles mønt, jf. Kvartalsoversigten, februar 1997, side 4.

På Det Europæiske Råds møde i Amsterdam blev der desuden vedtaget en resolution om ERM2, dvs. det valutariske samarbejde i ØMUens 3. fase mellem deltagerlande og de, som står uden for. Resolutionen vil sammen med en centralbankaftale, der først endeligt kan indgås, når Den Europæiske Centralbank er oprettet, udgøre grundlaget for ERM2, som er nærmere beskrevet i en tidligere artikel i Kvartalsoversigten¹⁾.

Renteudviklingen

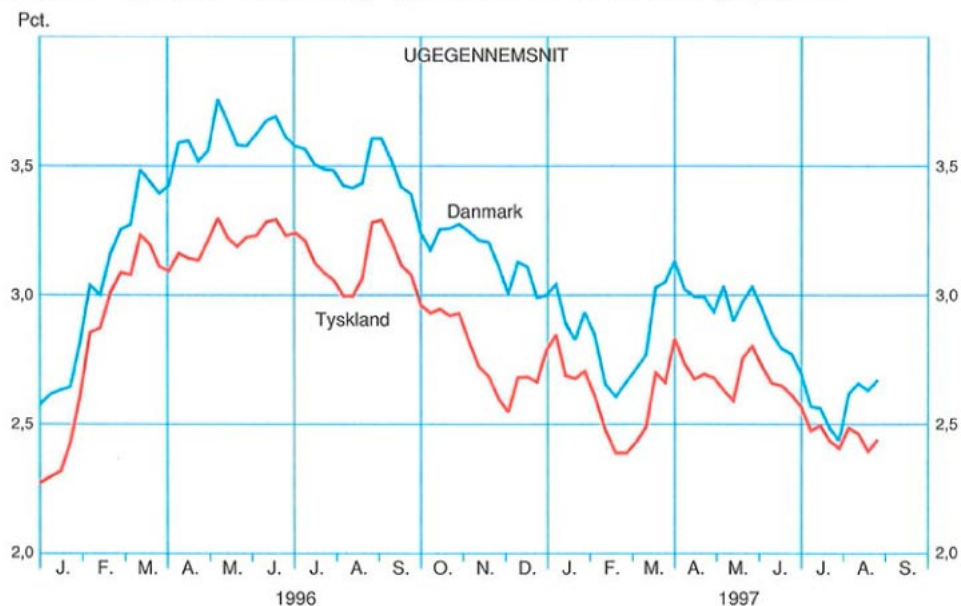
Nationalbankens rentesatser har været uændrede i mere end et år. Diskontoen og renten på pengeinstitutternes indskud på folio i Nationalbanken er 3,25 pct., mens indskudsbevisrenten og renten på genkøbsforretninger er 3,50 pct.

Den usikrede 3-måneders pengemarkedsrente har bevæget sig omkring et niveau lidt over 3½ pct. i den forløbne del af indeværende år, og rentespændet til Tyskland har ligget uændret omkring ½ pct. I den lange ende af pengemarkedet har renten de seneste måneder været stigende, en udvikling som også kan ses i de andre kernelande.

Den 10-årige obligationsrente er siden midten af marts faldet ca. 50 basispoint til et niveau på 6¼ pct. Rentefaldet har været en smule kraftigere end i Tyskland, således at rentespændet er indsnævret til ca. 60 basispoint ved udgangen af august. Spændet er således tæt på lavpunktet fra 1994. Den danske rentestruktur har i nogen tid nærmet sig den tyske, og hældningen på rentekurverne var i begyndelsen af august næsten ens i de to lande, jf. figur 2. Siden er hældningen på den danske rentekurve steget en anelse.

Ved vurderingen af størrelsen og udviklingen i obligationsrentespændet mellem Danmark og Tyskland spiller det ind, at der i begyndelsen af maj blev skiftet benchmark fra 8 pct. stat 2006 til 7 pct. stat 2007 (i markedet marker ordningen skete skiftet dog først den 8. september). Skiftet havde på grund af den stejle rentekurve stor betydning for det målte rentespænd, der umiddelbart voksede med 30 basispoint fra en dag til den næste, men herefter fortsatte faldet.

¹⁾ Jesper Ulriksen Thuesen og Majken Køhler, "Institutionelle forhold for Danmark uden for ØMU", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, maj 1997, specielt siderne 17-20.

Figur 2 *Spænd mellem lang og kort rente i Danmark og Tyskland*

Anm.: 10-årig obligationsrente minus 3-måneders pengemarkedsrente.

Mindsterenten for 2. halvår 1997 er fastsat til 4 pct. Mindsterenten er for private skattepligtige personer den laveste tilladte kuponrente, som obligationer kan have på udstedelsestidspunktet, uden at obligationsejeren beskattes af en eventuel kursgevinst. Mindsterenten fastsættes på grundlag af gennemsnittet af en referencerente, i hvis beregningsgrundlag der ikke indgår konverterbare papirer med en kurs over pari. Gennemsnittet af referencerenten til fastlæggelse af mindsterenten i 2. halvår 1997 er beregnet over perioden fra 15. maj til 13. juni. Mod slutningen af denne periode skete der et kraftigt fald i referencerenten, da kursen på en stor konverterbar serie med en effektiv rente over gennemsnittet passerede pari og dermed faldt ud af beregningsgrundlaget.

Kreditformidlingen

De seneste balancetal fra penge- og realkreditinstitutterne viser en vis acceleration i udlånene. Væksten i de samlede udlån til indlændinge var i juli ca. 9 pct. målt år-til-år.

Målt i procent har udlånsvæksten været stærkest i pengeinstitutterne, og det er her primært erhvervsudlånene, der vokser, mens det i realkreditinstitutterne er udlån til private. Den kraftige vækst i pengeinstitutternes erhvervsudlån har betydet, at de samlede udlån til erhverv i pengeinstitutterne nu er på niveau med realkreditinstitutternes erhvervsudlån.

Selv om de officielle renter har været holdt uændrede, er pengeinstitutternes effektive udlånsrente over for erhverv faldet med $1\frac{1}{2}$ pct. i løbet af det sidste år. Konkurrencen synes således at være skærpet for erhvervsudlånene. Også for udlån til ikke-erhverv er der et nedadrettet pres på udlånsrenten.

Danske pengeinstitutter har i løbet af det sidste par år udvidet forretningsområderne i udlandet betydeligt. Udlånene til udlændinge er næsten fordoblet siden begyndelsen af 1996 og udgør nu omkring $\frac{1}{3}$ af pengeinstitutternes samlede udlån. Der er hovedsagelig tale om udlån i valuta, og en del af væksten kan derfor forklares ved stigningen i kursen på specielt dollar og britiske pund.

Udviklingen på ejerboligmarkedet

Prisen på ejerboliger er steget ca. 50 pct. siden 1993, uden at der endnu har været tegn på afbøjning i stigningstakten. Stigningen skal først og fremmest ses på baggrund af udviklingen i den lange rente samt opgangen i de disponible indkomster og forbruget. Når forbruget stiger generelt, vil også det ønskede boligforbrug stige. Da bestanden af boliger (boligmassen) imidlertid er konstant på kort sigt, vil den stigende efterspørgsel slå ud i stigende priser på ejerboliger. At stigende efterspørgsel efter en vare tenderer at presse prisen op er et generelt fænomen, men boligmarkedet er specielt derved, at nybyggeriet er begrænset i forhold til boligmassen og ikke kan forøges drastisk på kort sigt. På boligmarkedet bliver prisreaktionen således typisk kraftigere og mere langvarig end på andre markeder. På længere sigt vil udbuddet af ejerboliger imidlertid forøges og derved lægge en begrænsning på, hvor kraftig prisudviklingen kan blive opadtil.

Også renteniveauet, skattesatsen på kapitalindkomst samt lejeværdien har betydning for boligpriserne. Det lange renteniveau er i dag stort set på niveau med renten i slutningen af 1993, mens den skattemæssige værdi af rentefradraget er faldet i takt med indfasningen af 1993-skattereformen. I modsat retning trækker, at lejeværdisatsen er blevet sat ned i perioden. Samlet viser beregninger, at omkostningerne ved at bo i eget hus ("user cost" gange kontantprisen) er steget ca. 15 pct. siden 1993, dvs. ca. dobbelt så meget som stigningen i det generelle prisniveau.

Når indkomster og forbrug stiger, øges typisk også boligefterspørgslen og dermed boligpriserne, men det omvendte vil ofte også være tilfældet - stigende boligpriser, og dermed boligformue, øger forbruget.

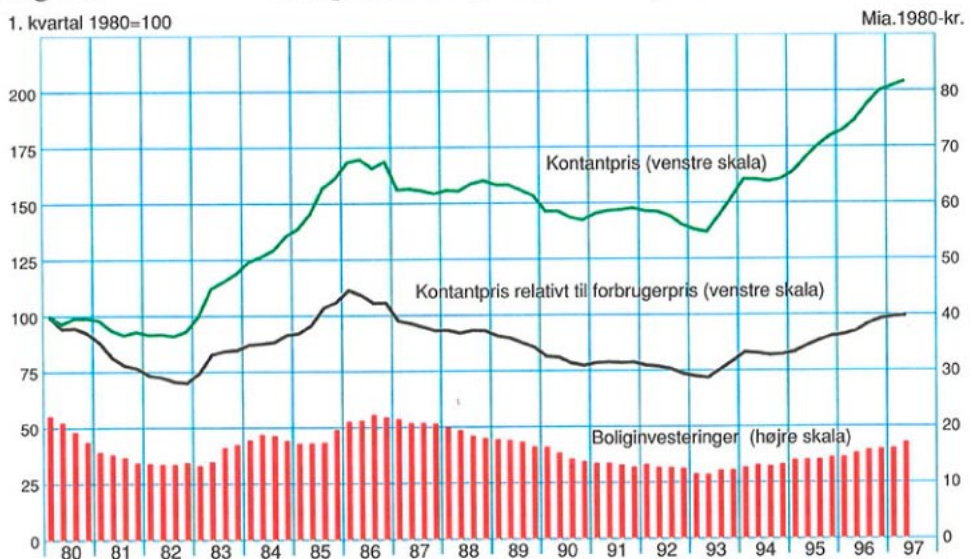
Tages der udgangspunkt i forbrugsfunktionen i Nationalbankens model, Mona, forklares udviklingen i det reale privatforbrug af bl.a. udviklingen i de reale disponible indkomster, arbejdsløsheden samt den reale formue.

Ifølge forbrugsfunktionen vil forbruget i faste priser stige med godt 10 kroner for hver 100 kroners stigning i den reale boligformue. Opgangen i den reale kontantpris siden 1993 har medført en stigning i den reale kontantværdi af boligmassen på ca. 150 mia.kr. Denne formuegevinst vil således ifølge modellen isoleret set medføre en stigning i forbruget på 15 mia.kr. Forbruget i 1980-priser er siden 1993 steget med totalt set 40 mia.kr., og opgangen i huspriserne kan således ifølge modellen forklare godt 1/3 af denne stigning. Resten af forbrugsstigningen skyldes stigende reale disponible indkomster over perioden samt faldende arbejdsløshed.

Set i et længere perspektiv skal de senere års stigninger i boligpriserne ses i sammenhæng med prisfaldet i perioden 1986 til 1993. Prisstigningerne har medført, at det nu igen i mange tilfælde kan betale sig at bygge nyt frem for at købe en bolig i den eksisterende boligmasse, jf. stigningen i boliginvesteringerne som vist i figur 3. Boligpriserne kan derfor ikke længere anses for at være lavere end en langsigtbetragtning vil tilsige.

Selv om de hidtidige prisstigninger på ejerboliger især har rettet op på et forudgående fald, er der grund til bekymring over eventuelle fortsatte stigninger. Dette skyldes bl.a. hensynet til det private forbrug og dermed betalingsbalancen. En anden og nok så vigtig grund til at være opmærksom på udviklingen i ejendomspriserne er faren for flaskehalse og medfølgende inflationspres ved for kraftig opgang i byggeriet. Denne sidste fare er blevet mere aktuel nu, hvor priserne på eksisterende boliger er på samme niveau som omkostningerne ved nybyggeri.

Figur 3 *Boliginvesteringer og kontantpris*



Betalingsbalancens løbende poster

Industrieksporten i 1996 er blevet betydeligt oprevideret i forhold til de først offentliggjorte tal, og der tegner sig nu et mere positivt billede af udviklingen gennem 1996 også set i relation til eksportudviklingen hos vore konkurrenter. I de første seks måneder af indeværende år har den sæsonkorrigerede industrieksport holdt sig på niveauet fra slutningen af 1996 uden nogen klar trend og med betydelig volatilitet fra måned til måned.

Den samlede danske eksport ekskl. skibe mv. lå i de første seks måneder af 1997 knap 7 pct. over niveauet i samme periode året før. Den samlede import ekskl. skibe mv. blev øget med godt 11 pct. og voksede dermed betydeligt hurtigere end eksporten. Både forbrugsvareimporten inkl. biler og import til erhvervene er vokset pænt.

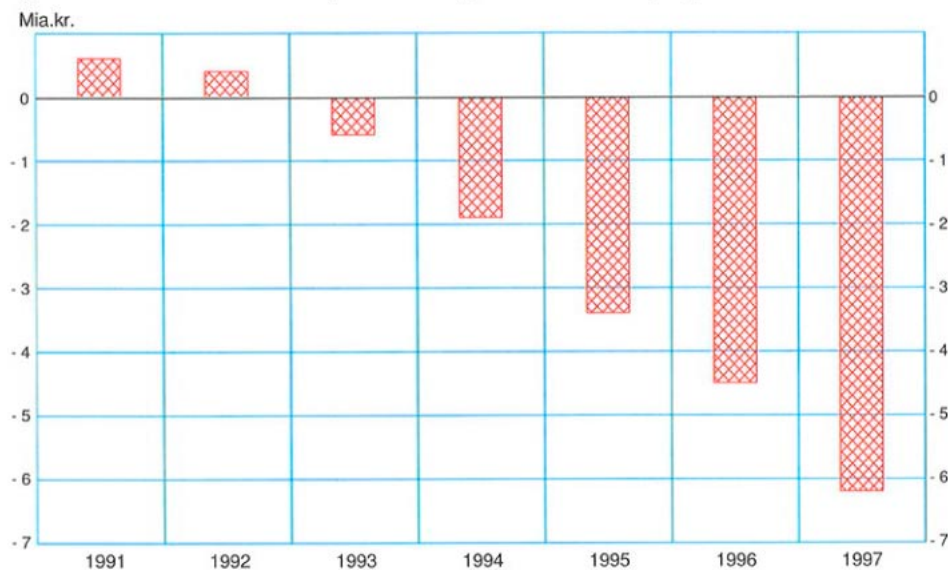
Den stærke stigning i importen har bevirket, at overskuddet på handelsbalancen (ekskl. skibe mv., sæsonkorrigeret) i foråret nåede ned omkring 1,5-2,0 mia.kr. pr. måned, det laveste niveau siden begyndelsen af 1990'erne.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er faldet endnu kraftigere end overskuddet på handelen med varer. Således var betalingsbalanceoverskuddet i de første seks måneder af 1997 på 5 mia.kr. mod 14½ mia.kr. i samme periode sidste år. Faldet skyldes bl.a., at overskuddet ved handel med tjenester er mindsket betydeligt. Det gælder også saldoen på rejseposten, der dermed fortsætter den udvikling, der har fundet sted gennem de seneste år, jf. figur 4. Det forøgede underskud på rejseposten skyldes både svindende indtægter fra turister på besøg i Danmark og øgede udgifter som følge af danskernes stigende rejseaktivitet.

Væksten i den danske indenlandske efterspørgsel har siden 1993 været kraftigere end hos hovedparten af vore samhandelspartnere. At overskuddet på handels- og betalingsbalance formindskes i en sådan situation er ikke overraskende, men understreger samtidig, at en situation, hvor importen stiger langt hurtigere end eksporten, ikke er holdbar på sigt. Selv om der er udsigt til overskud på de offentlige finanser for indeværende år, er en mærkbar stramning af finansloven for 1998 til at tage toppen af stigningen i den indenlandske efterspørgsel således påkrævet.

Faldet i den effektive kronekurs medfører umiddelbart en forbedring af konkurrenceevnen til gavn for eksporten. Effekten på saldoen på betalingsbalancen kan imidlertid på kort sigt meget vel være negativ via højere importpriser. Lægges hertil udsigterne for konjunkturerne i henholdsvis Danmark og udlandet, hvor det ser ud til, at den danske økonomi i endnu nogen tid vil vokse hurtigst, vil betalingsbalancesaldoen for indeværende år kun udvise et lille overskud. Regeringens målsætning om at fjerne ud-

Figur 4 *Saldoen på betalingsbalancens rejsepost*



Anm.: 1997 skøn.

landsgælden i år 2005 kræver således en særdeles kraftig forbedring af betalingsbalancen i de kommende år. Udlandsgælden var ved udgangen af 1996 på 261 mia.kr. svarende til 26 pct. af BNP.

Prisudviklingen

Forbrugerprisstigningerne målt år-til-år har været stabile i årets første to kvartaler på et niveau en anelse under andet halvår 1996. Der har dog været en opadgående tendens igennem andet kvartal af indeværende år, og prisstigningstakten i juli på 2,3 pct. lå over niveauet i første halvår.

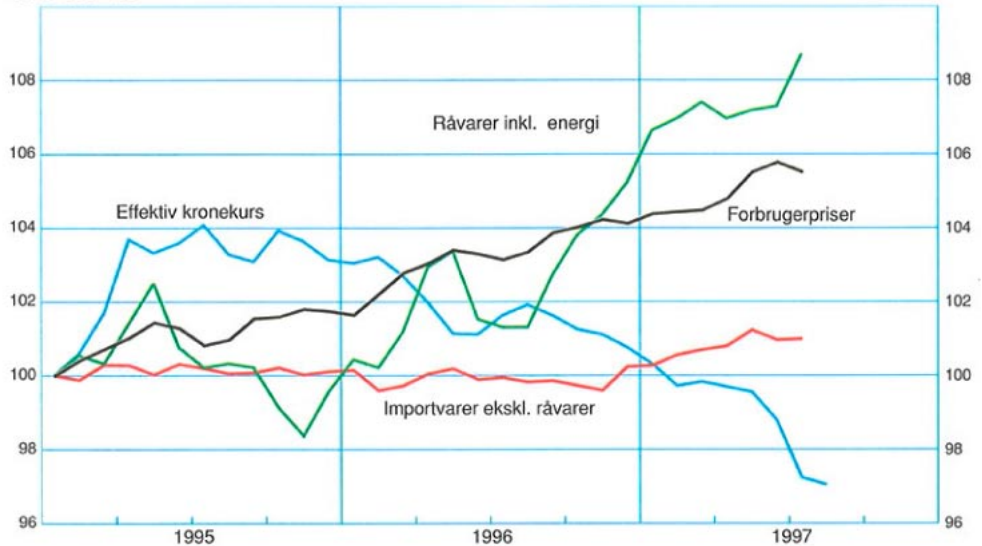
Stigningstakten i nettopriserne, dvs. forbrugerpriserne fraregnet indirekte skatter og afgifter og tillagt tilskud, er på niveau med stigningstakten i forbrugerpriserne. En dekomponering af nettopriserne, jf. tabel 2, viser, at inflationsbidraget fra fødevarepriserne er steget markant fra første til andet kvartal bl.a. som følge af en opgang i kødpriserne, herunder prisen på svinekød. Omvendt er inflationsbidraget fra energipriserne aftaget.

Det er væsentligt at bemærke, at den indenlandske markedsmæssige inflation som målt ved posten "Andre faktorer" har været svagt faldende.

Selv om priserne hidtil, konjunktursituationen taget i betragtning, må siges at have udviklet sig roligt, er der grund til stor agtpågivenhed omkring udviklingen i den nærmeste fremtid. Dette skyldes ikke mindst det kraftige fald i den effektive kronekurs. Styrkelsen af en række valutaer over for kronen bidrager direkte til prisstigninger ved at øge kroneprisen på import-

Figur 5 *Effektiv kronekurs, forbruger- og importpriser*

Jan. 1995=100



varer og desuden indirekte ved at øge lønpresset, når virksomhedernes aktivitet og indtjening øges. Den indirekte effekt slår langsommere igennem på priserne end den direkte. På figur 5 ses, at der er tendens til opgang i importpriserne, efter at de i lang tid har ligget fladt. Der har været en særlig stærk stigning i råvarepriserne over det seneste år. Såfremt de nuværende valutakursrelationer holder sig, må der således regnes med et øget inflationspres i den nærmeste fremtid, selv om det er usikkert, hvor hurtigt gennemslaget på priserne vil ske, og hvor kraftigt det vil være.

Niveauet for år-til-år stigningen i timelønningerne for industriens arbejdere har været uændret på ca. 4 pct. de seneste to år og det seneste tal for 2. kvartal 1997 var på samme niveau. Lønstigningerne ligger således klart over prisstigningstakten med en forbedring af reallønnen til følge.

Trods faldet i den effektive kronekurs samt den generelt stærke økonomi er der dog ikke tegn på, at en pris-lønspiral er sat igang. De nuværende danske lønstigninger er ikke på højde med stigningstakten under tidligere opsving. Det afgørende for stabiliteten i den danske økonomi også på lidt længere sigt er imidlertid, at lønstigningstakten herhjemme ikke kommer for meget ud af trit med stigningstakten i de andre kernelande. I øjeblikket ligger de danske lønstigninger i overkanten af stigningerne i de andre kernelande og markant over lønstigningerne i Tyskland. Der er således behov for lavere lønstigninger end de nuværende, selv om virksomhedernes konkurrenceevne umiddelbart forbedres af faldet i den effektive kronekurs.

Tabel 2 *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. kv. . .	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. kv. . .	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. kv. . .	2,2	2,3	5,8	0,3	2,3	2,0	2,6	1,7	2,6
2. - . .	2,1	2,1	1,6	0,6	2,4	3,5	2,8	2,2	1,8
Juli	2,3	2,4	1,1	0,8	2,8	4,5	2,9	3,4	2,0

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

Nettoprisindekset er forbrugerprisindekset korrigeret for indirekte skatter, afgifter og tilskud til alm. ned-sættelse 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.

Markedsreaktioner ved ændringer i Nationalbankens diskonto

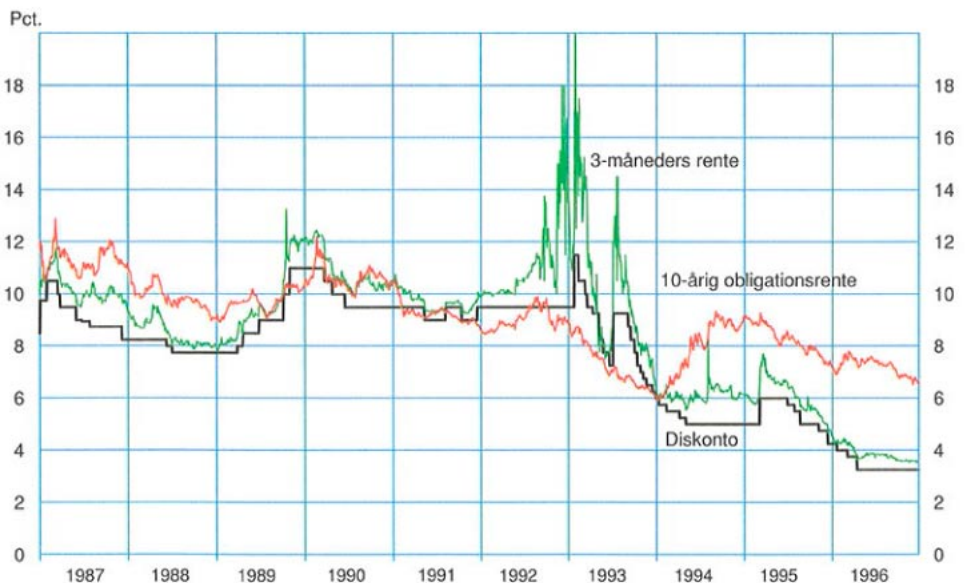
v/Lisbeth Stausholm Pedersen, Økonomisk Afdeling

Indledning

Nationalbankens officielle renter har afgørende betydning for niveauet for de korte markedsrenter, mens betydningen for de lange renter er mindre. De korte renter er dog ikke alene bestemt af niveauet for de officielle renter - også markedsdeltagernes *forventninger* til renteændringer har betydning. De lange renter afhænger først og fremmest af den internationale renteutvikling. Men Nationalbankens renteændringer kan også spille en rolle for den lange rente i det omfang de enkelte tiltag har betydning for forventningsdannelsen og *tilliden* til pengepolitikken.

Figur 1 viser, at der generelt er en klar sammenhæng mellem diskontoen og en kort markedsrente. Sammenhængen mellem diskontoen og den lange rente er - som ventet - mindre tydelig. Men selvom niveauet for den korte markedsrente og den officielle rente følges pænt ad, er det ikke umiddelbart muligt at sige noget om ændringerne i markedsrenterne og tidspunktet for disse ændringer. Nogen gange er en ændring i de officielle renter for-

Figur 1 *Officiel dansk rente og markedsrenter*



udset, og markedsrenterne vil tilpasse sig forud for renteændringen, andre gange vil ændringen overraske markedet. Tilsvarende kan tillid og troværdighed omkring de enkelte renteændringer variere.

I denne artikel analyseres ændringer i markedsrenterne i dagene omkring ændringer i Nationalbankens diskonto¹⁾ i perioden 1987-96. Der fokuseres på den gennemsnitlige markedsreaktion i de korte og lange renter i dagene omkring en ændring i diskontoen og variationen i markedsreaktionerne fra gang til gang. Der redegøres indledningsvis for nogle teoretisk mulige reaktioner på ændringer i de officielle renter og den faktiske variation i reaktionerne. Dernæst ses der på de gennemsnitlige markedsreaktioner på dagen for renteændringen og for de omkringliggende dage. Det undersøges, om markedsreaktionerne forstærkes, hvis forskellige forhold har gjort sig gældende omkring diskontoændringen. Endelig afhænger både markedsrenter og til en vis grad officielle renter af andre faktorer - de internationale markedsrenter, officielle renter i andre lande mv. Ændringerne observeret på dagen for en renteændring og på de omkringliggende dage kan således tilskrives mange andre forhold end netop ændringer i diskontoen.

Artiklens hovedkonklusion er, at sammenhængen mellem ændringer i diskontoen og markedsrenterne er signifikant positiv for samtlige løbetider. Der er dog betydelige forskelle i reaktionen fra gang til gang, og effekten på markedsrenterne er aftagende med løbetiden. I adskillige tilfælde har markedsrenterne sågar reageret i modsat retning af ændringerne i diskontoen, specielt for de lange løbetider. Endelig viser det sig, at kun en lille del af markedsreaktionen finder sted på selve dagen for renteændringen. Tages der hensyn til ændringer i markedsrenten i dagene op til en renteændring og i dagene efter fås effekter, der er omkring 3 gange så store. Samvariationen mellem ændringer i diskonto og markedsrenter bør dog ikke opfattes som en generel kausal sammenhæng. Den internationale renteutvikling, inflationsudviklingen og andre forhold, der kan forstyrre stabiliteten af kronekursen, kan alle siges at kunne udløse både en ændring i diskontoen og i markedsrenterne. Ikke overraskende kan Nationalbanken således ikke siges at kunne styre de lange renter.

¹⁾ Diskontoen er Nationalbankens primære signalrente. Diskontoen blev dog ikke anvendt aktivt i en årrække, og var således uændret 7 pct. fra 1983-90. Derfor anvendes i stedet den vigtigste signalrente i de forskellige perioder. I 1987-88 er dette renten på indlånsbeviser, i 1988-90 renten på folioindeståender og herefter diskontoen. I enkelte tilfælde har Nationalbanken også intervenseret i pengemarkedet ved brug af andre rentesatser.

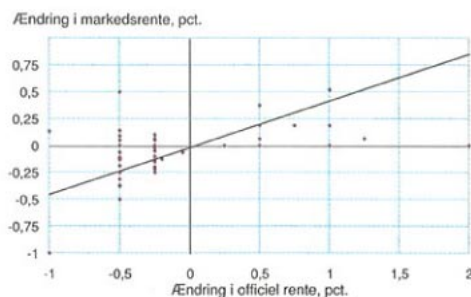
Markedsreaktioner ved ændringer i diskontoen

Principielt set er der to faktorer, der er afgørende for markedets reaktion på en ændring i de officielle renter, nemlig i hvor høj grad det pengepolitiske indgreb er forudset, og i hvor høj grad indgrebet forventes at være vedvarende. Førstnævnte er således relateret til markedets forventninger og sidstnævnte til troværdigheden omkring pengepolitikken. Den største reaktion i markedsrenterne vil umiddelbart findes i de tilfælde, hvor renteændringen kommer som en overraskelse for markedet og samtidig tolkes som en længerevarende ændring i renteniveauet. Hvis renteændringen er forventet, og dermed allerede inddiskonteret i markedsrenterne, eller hvis ændringen tolkes som midlertidig, vil den lange rente således være uændret.

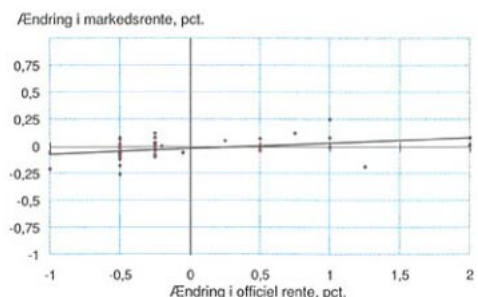
Ifølge forventningsteorien for rentestrukturen er lange renter bestemt ved et vægtet gennemsnit af aktuelle og forventede fremtidige korte renter. Inden for rammerne af forventningsteorien kan ændringer i de pengepolitiske fastsatte renter således indirekte påvirke de lange renter. Afhængigt af hvorledes markedsdeltagerne opfatter ændringer i de officielle renter kan reaktionen i markedsrenterne variere. I boks 1 skitseres kort nogle forskellige mulige scenarier for markedsreaktionen ved forskellige løbetider langs rentekurven. Forventningsteorien kan således teoretisk give en forklaring på, hvorfor sammenhængen mellem ændringer i de officielle renter og ændringer i de lange renter kan variere fra gang til gang.

Den mere teoretiske afvisning af en simpel sammenhæng mellem ændringer i de officielle renter og markedsrenter viser sig også at gælde i praksis. Der findes en række eksempler på, at såvel den korte som den lange rente har bevæget sig i modsat retning af den officielle rente, jf. figur 2. For 3-måneders renten ses der at være en vis variation i reaktionsmønsteret, men der er alligevel ingen tvivl om den positive samvariation med diskontoen. Reaktionen i de lange renter er mindre klar. I gennemsnit er der

Figur 2 *Reaktion i 3-måneders rente på renteændringsdagen*



Reaktion i 10-årig rente på renteændringsdagen



Boks 1

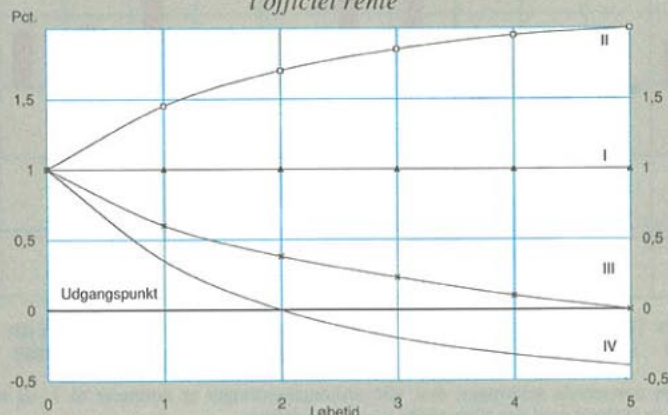
Eksempler på teoretisk mulige markedsreaktioner

En teori for rentedannelsen er den såkaldte forventningshypotese. Ifølge denne er de lange renter bestemt ved et vægtet gennemsnit af aktuelle og forventede fremtidige korte renter. En stigende rentestruktur vil derfor være et udtryk for forventninger til stigende korte renter, mens en flad hhv. faldende rentestruktur er et udtryk for forventninger om uændrede hhv. faldende korte renter. Forventningsteorien har således en række implikationer med hensyn til virkninger på de lange renter af en ændring i de korte. Der skal her gives 4 eksempler. For at holde eksemplerne simple antages det, at rentekurven i udgangspunktet er flad, så der ingen forventninger er til renteændringer, jf. figur nedenfor. Hvis Nationalbanken sætter diskontoen op med 1 pct. overraskes markedet, og den korte rente vil umiddelbart stige med 1 pct. For de længere løbetider er følgende reaktioner i markedsrenterne mulige:

- I. Rentestigningen forventes at være vedvarende. Kurven er derved fortsat flad og parallelforskyd opad med 1 pct.
- II. Rentestigningen tolkes i markedet som den første af en række rentestigninger i fremtiden. Rentekurven flyttes derved opad, og effekten på de lange renter er større end 1. Rentestigningen har således påvirket markedets forventninger.
- III. Rentestigningen anses for midlertidig. Dette kan fx være tilfældet i forbindelse med en mindre valutauro. I dette tilfælde vil de lange renter være stort set uændrede og rentestrukturen bliver invers.
- IV. Rentestigningen tolkes som midlertidig og giver mulighed for yderligere rentesænkninger i fremtiden. Hermed falder de lange renter og rentekurven bliver meget invers. En sådan reaktion kan fx forekomme ved et forsvar af kronekursen, hvor Nationalbankens vilje til at efterleve fastkursmålsætningen bekræftes - dvs. en form for troværdighedsgevinst.

De 4 scenarier illustrerer, hvor forskelligt de længere renter kan reagere ved en ændring i den officielle rente, og hvor afgørende en rolle forventninger til fremtidige renteændringer spiller.

Mulige scenarier for renteutviklingen ved 1 pct. stigning i officiel rente

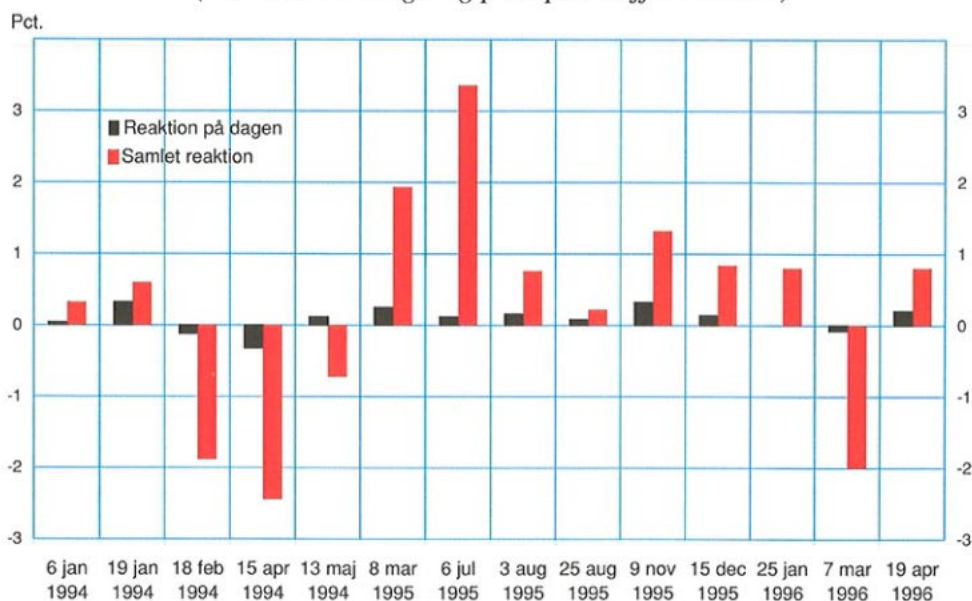


således en lille positiv sammenhæng mellem en ændring i diskontoen og markedsrenter, men variationen fra gang til gang er meget stor.

Figur 2 fortæller dog ikke den fulde historie. Dette skyldes bl.a., at en stor del af renteændringerne ofte er forudsete. Endvidere er det muligt, at renterne tilpasser sig det nye niveau også i dagene efter renteændringen. Det kan derfor være relevant ikke kun at se på reaktionen i markedsrenterne på selve dagen for renteændringen, men også følge renteutviklingen i perioden omkring renteændringen.

For at kunne sige noget om, i hvor høj grad en renteændring har været forudset, må perioden for renteforventninger defineres. Dette er vanskeligt, idet der i princippet dannes forventninger hele tiden. Det er her valgt at definere "forventningsperioden" fra dagen efter sidste renteændring til dagen før en ny renteændring. Denne metode har intuitiv appel, idet forventningerne må formodes at være så godt som nulstillet lige efter en renteændring. Hertil kommer, at hele den betragtede periode dækkes, hvorved den samlede forventningsudvikling fanges. Metoden er dog ikke på nogen måde universel, da der ikke er sikkerhed for, at forventningerne er nulstillet kort efter en renteændring. Desuden er det valgt at inddrage også den efterfølgende dag, for at undersøge om renterne evt. ikke er justeret fuldt ud på

Figur 3 Ændring i 10-årig rente ved en ændring i diskontoen¹⁾
(Normeret til stigning på 1 pct. i officiel rente)



¹⁾ Der er tale om normerede ændringer, dvs. alle diskontoændringer er normeret til 1, og reaktionen i den 10-årige rente er skaleret med den tilsvarende normeringsfaktor.

selve renteændringsdagen eller om der har været tale om en overreaktion.¹⁾ Figur 3 viser ændringerne i en 10-årig obligationsrente på dagen for diskontoændringerne i 1994-96 og fra dagen efter sidste renteændring til dagen efter en ny renteændring. Det fremgår, at størstedelen af ændringen i markedsrenten ligger forud for selve diskontoændringen. Dvs. ofte er renteændringen forventet. Endvidere har markedsrenten i flere tilfælde bevæget sig i modsat retning af ændringen i den officielle rente.

Gennemsnitlige reaktioner i markedsrenterne

Selvom der er betydelig variation i markedsreaktionerne fra gang til gang, ser der ud til at være en positiv tendens i reaktionsmønstret, således at en stigning i de officielle renter normalt medfører en stigning i markedsrenterne. Det kan derfor have interesse, dels at se nærmere på om der er tale om en signifikant sammenhæng, dels hvor stor "normaleffekten" er. Metoden er beskrevet i appendiks. De væsentligste resultater fremgår af figur 4-6 og tabellen i appendiks.

Først og fremmest er *den gennemsnitlige ændring i markedsrenterne* for samtlige undersøgte løbetider langs yieldkurven ved en ændring i den officielle rente *signifikant positiv*. Dette gælder både på selve dagen for renteændringen og samlet fra dagen efter sidste renteændring til dagen efter en ny. Dvs. ændringer i diskontoen påvirker "normalt" både de korte og de lange renter.

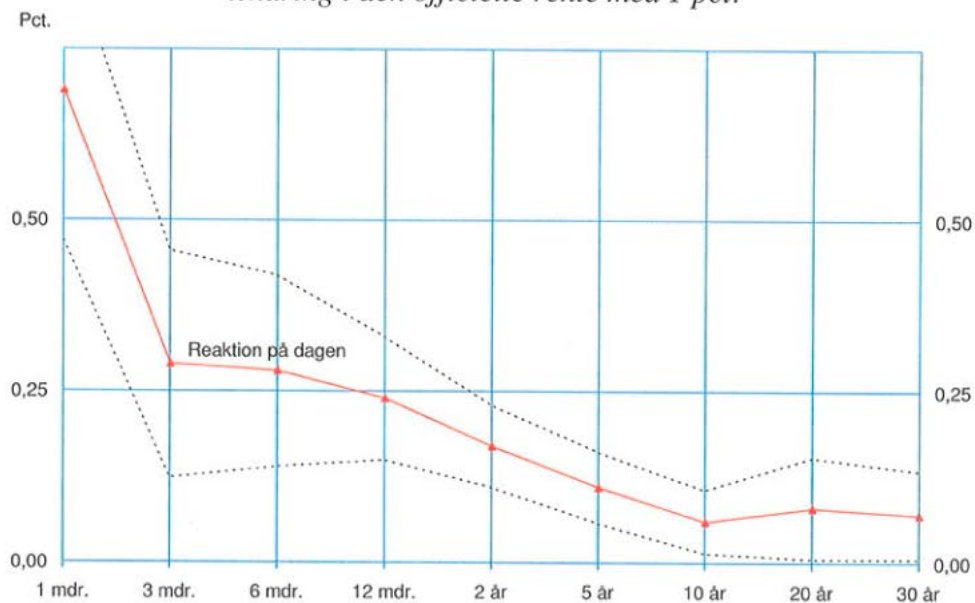
Endvidere er *størrelsen af markedsreaktionen - som ventet - aftagende med løbetiden*. Dvs. reaktionen i de korte renter er meget større end i de lange. For de korte løbetider (0-1 år) stiger markedsrenterne således med mellem 25 og 70 basispoint på dagen for renteændringen ved en stigning i den officielle rente på 1 pct., mens reaktionen er noget mindre på obligationsmarkedet (mellem 5 og 20 basispoint).

Endelig ligger kun en lille del af reaktionen i markedsrenterne på selve renteændringsdagen. *Hvis ændringer i markedsrenterne før og efter renteændringen tages med i betragtningerne, er reaktionen i markedsrenterne 2-3 gange så stor*.

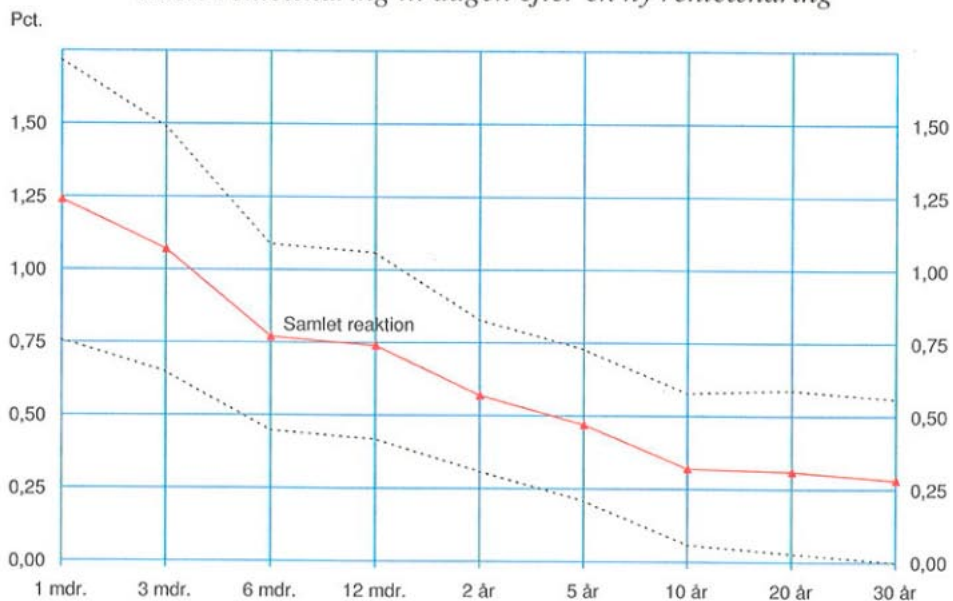
Perioden fra dagen efter sidste renteændring til dagen efter en ny dækker alle observationer, og effekten på de helt korte renter bør således ligge omkring 1 pct. ved en 1 pct. ændring i diskontoen ud fra den formodning, at de korte markedsrenter følger niveauet for diskontoen. Dette ses også at ligge inden for konfidensintervallet, som afmærket i figur 5.

¹⁾ Samme metode anvendes fx af V.V. Roley og G.H. Sellon i, "Monetary Policy Actions and Long-Term Interest Rates", Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, 1995 nr. 4.

Figur 4 *Gennemsnitlig reaktion i markedsrenter ved en ændring i den officielle rente med 1 pct.*

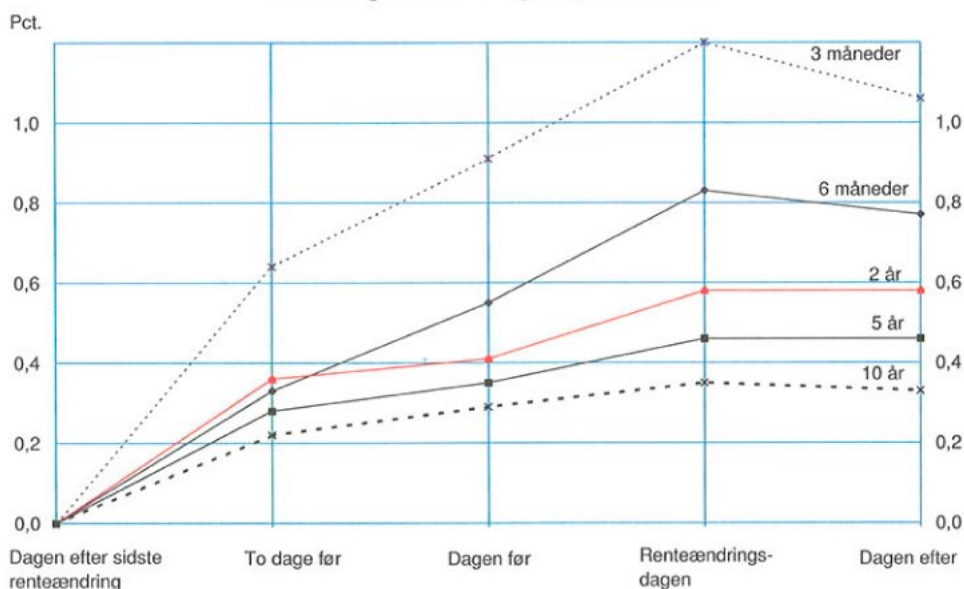


Figur 5 *Markedsreaktion ved forskellige løbetider fra dagen efter sidste renteændring til dagen efter en ny renteændring*



Anm: De stiplede linjer angiver reaktionen +/- 2 gange den estimerede spredning.

Figur 6 *Akkumuleret gennemsnitlig reaktion i markedsrenter ved en 1 pct. ændring i officiel rente*



Anm.: De gennemsnitlige reaktioner er akkumuleret fra dagen efter sidste renteændring. Det er således den samlede ændring i markedsrenterne, der fremgår af slutniveauet for hver kurve i figuren.

For obligationsrenterne er den samlede ændring i markedsrenterne omkring 30 basispoint fra dagen efter sidste renteændring til dagen efter en ny. Dvs. ca. 3 gange så stor som ændringen på selve dagen. Den største ændring i markedsrenterne ses at ske forud for ændringen i den officielle rente, jf. figur 6. Det må betyde, at ændringen ofte har været forudset. Og så på dagen inden renteændringen er der en signifikant ændring i markedsrenterne for stort set hele løbetidsspektret.¹⁾ Ændringerne dagen efter renteændringen er ikke signifikante.

Ovenstående resultater betyder dog ikke, at Nationalbanken kan styre den lange rente. Det skal understreges, at resultaterne blot udtrykker den gennemsnitlige ændring i markedsrenterne i perioden fra 1987-96 ved diskontoændringer. Resultaterne siger intet om kausaliteten mellem diskontoen og markedsrenten, og eksterne forhold som fx den internationale renteutvikling eller inflationsudviklingen, der begge kan tænkes at have en vis indflydelse på både diskonto og lang rente, er ikke inddraget. Endelig fører Nationalbanken pengepolitik efter en klar og gennemsigtig strategi med henblik på at holde en stabil valutakurs over for kernelandene. Forhold, der

¹⁾ Diskontoændringer er ofte annonceret før markedets lukketid med effekt dagen efter. Enkelte renteændringer kan derfor evt. slå igennem i markedsrenterne allerede dagen inden renteændringen har effekt, alt afhængig af registreringstidspunkt for de anvendte markedsrenter.

kan påvirke stabiliteten i kronekursen, kan således skabe forventninger til en renteændring og samtidig også udløse en diskontoændring. Det vil derfor være en overfortolkning at kreditere den normalt positive samvariation mellem diskonto og lang rente alene til pengepolitikken.

Andre forklaringsfaktorer og eksterne forhold

Som tidligere beskrevet reagerer markedet forskelligt på ændringer i den officielle rente fra gang til gang. Af boks 1 fremgik det, at markedsreaktionen måtte være størst, når renteændringen kom som en overraskelse for markedet, og når renteændringen forventedes at være vedvarende. Det kan også være interessant at se på, om der kan udpeges bestemte forhold, der har betydning for, hvornår en renteændring er forventet, og hvornår den kommer som en overraskelse. Umiddelbart kan flere faktorer komme på tale:

- ♦ Først og fremmest kan det komme som en overraskelse, hvis Nationalbanken skifter retning for pengepolitikken. Fx kan den første renteforhøjelse efter en længere periode med rentefald tænkes at overraske markedet.
- ♦ Fortegnet på renteændringen, dvs. om der er tale om rentestigninger eller rentenedsættelser, kan ligeledes have betydning for markedsreaktionen. Renteforhøjelser har i en del tilfælde været pludselige indgreb i forsvar for kronekursen. Man kan derfor forestille sig, at rentestigninger ikke har været forudset lang tid i forvejen, mens rentenedsættelser i højere grad har været forventet.
- ♦ Også frekvensen af renteændringer kan betyde noget for forventningsdannelsen. Eksempelvis kan overraskelsen være større, hvis Nationalbanken ændrer renten meget sjældent i forhold til hyppige renteændringer.
- ♦ Endelig kan de danske markedsrenter tænkes at reagere på ændringer i de tyske officielle renter. Sammenfald mellem ændringer i de danske og tyske officielle renter kan have betydning både for forventningerne til en renteændring og for troværdigheden, dvs. hvor vedvarende den enkelte renteændring opfattes. Ensidede tyske renteændringer kan ligeledes tænkes at påvirke danske markedsrenter.

Metoden til inddragelse af ovennævnte faktorer er beskrevet i appendiks. Det konkluderes, at ved retningsskifte i pengepolitikken er der en kraftige reaktion i markedsrenterne på dagen for selve renteændringen for de fleste løbetider langs rentekurven. Dvs. ofte må det have været sværere at forudse en renteændring, når der har været retningsskifte i pengepolitikken.

De øvrige nævnte forhold kan ikke påvises at have betydning. Fortegnet for ændringer i de officielle renter, og frekvensen for renteændringer kan således ikke siges at have markant betydning for forventninger og tillid og dermed ændringer i markedsrenterne. Ganske bemærkelsesværdigt påvirker tyske renteændringer ikke de danske markedsrenter signifikant. Effekten af tyske renteændringer på de danske markedsrenter er både undersøgt isoleret set og sammen med danske renteændringer. Samvariationen mellem den tyske diskonto og den danske diskonto har således ikke været ret stor. Selvom dansk pengepolitik i perioder har fulgt den tyske tæt, har der alligevel været en del forstyrrelser i forbindelse med den tyske genforening og valutauro, hvor landene har anvendt pengepolitikken ensidigt. På trods

Boks 2

Sammenligning med andre lande

Samme standardregression er udført i en række andre studier fra andre lande. Regressionerne er dog ikke alle udført over samme tids-horisont. Til sammenligning angives de gennemsnitlige markedsreaktioner ved en 1 pct. ændring i de officielle renter i Tyskland og England i tabellen.¹⁾ Det er bemærkelsesværdigt, at den gennemsnitlige ændring i markedsrenterne er markant mindre for Tysklands vedkommende. Dette kan skyldes, at Bundesbank ofte forud for en renteændring har givet et klart signal herom. Endvidere kan Tysklands lange tradition for lavinflationspolitik og stabilitet i renter betyde, at udslag i de officielle renter tolkes i markedet som værende midlertidige.

Gennemsnitlig markedsreaktion på dagen ved en 1 pct. ændring i den officielle rente

	1 mdr.	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.	2 år	5 år	10 år	20 år	30 år
Danmark 1987-96	0,69	0,29	0,28	0,24	0,17	0,11	0,06	0,08	0,07
(t-værdi)	(6,21)	(3,61)	(4,07)	(5,32)	(5,84)	(4,45)	(2,82)	(2,29)	(2,24)
England 1987-91	0,54	0,39	0,33	0,31	-	0,15	0,07	0,04	-
(t-værdi)	(6,95)	(7,20)	(6,82)	(6,29)	-	(4,86)	(3,59)	(3,12)	-
Tyskland 1985-95	0,16	0,14	0,12	0,12	0,07	0,03	0,00	-	-
(t-værdi)	(4,66)	(4,75)	(5,21)	(4,69)	(4,05)	(3,12)	(0,40)	-	-

Anm.: Regressionerne er baseret på 51 observationer for DK, 30 for UK og 33 for Tyskland.

¹⁾ Se Hardy, D.C. "Market Reaction to Changes in German Official Interest Rates" Deutsche Bundesbank Discussion Paper 4/96 og Dale, S. "The Effect of Changes in Official UK Rates on Market Interest Rates Since 1987" Manchester School, juni 1993.

heraf er det bemærkelsesværdigt, at tyske renteændringer ikke påvirker forventningerne til en dansk renteændring signifikant. Lidt det samme er dog tilfældet i Tyskland isoleret set. Ændringer i de tyske officielle renter har kun en ganske lille effekt på de tyske markedsrenter, jf. boks 2.

Periodevalg og officiel rente

Ovenstående resultater bygger på renteændringer over en relativt lang tidshorisont. Perioden er valgt for at opnå så mange observationer som muligt. Men den valgte periode er også karakteriseret ved, at der har været ændret i udformningen af de pengepolitiske instrumenter flere gange, at diskontoen har været "glemt" og siden taget i brug igen, og der har været valutauro. Til sammenligning er også en rolig periode, med samme instrumenter og en aktiv brug af diskontoen undersøgt. Hvis samme analyse udføres for perioden 1994-96 ændres hovedkonklusionerne ikke meget. Dog er den gennemsnitlige reaktion noget større.

Siden ændringen i de pengepolitiske instrumenter i april 1992 har repo-renten og renten på indskudsbeviser fået stor betydning i udførelsen af pengepolitikken. Samme simple analyse, som ovenfor anvendt, er derfor udført for repo-renten i stedet for diskontoen og alene for perioden 1994-96. Konklusionerne ændres dog ikke væsentligt ved anvendelse af repo-renten.

Det generelle indtryk er således - uanset periode- og rentevalg - at ikke blot pengemarkedsrenten, men også i mindre grad obligationsrenten flytter sig i samme retning som diskontoen. Dette kan dog ikke generelt tages som udtryk for en kausal sammenhæng fra diskonto til markedsrente. Pengepolitikken er indrettet med henblik på at fastholde en stabil kronekurs over for kernelandene. Hvis denne stabilitet forstyrres, kan dette siges at forårsage såvel en ændring i diskonto som i markedsrente.

Appendiks

Metodebeskrivelse

En simpel model for sammenhængen mellem diskontoændringer og ændringer i markedsrenterne er en lineær sammenhæng. Det postuleres, at markedsrenten i gennemsnit ændres på samme måde ved ændringer i diskontoen uanset renteniveau.

$$\Delta R_{ij} = b_0 + b_1 \Delta \text{Disk} + e, \quad i = 1 \text{ md} - 30 \text{ år}, j = t - x \text{ til } t + 1$$

R_{ij} er markedsrenten for forskellige løbetider (i) på forskellige tidspunkter (j) i forhold til en diskontoændring, Disk er diskontoen, og e er et restled. b_0 er et konstantled, der teoretisk bør være omkring 0, og b_1 er hældningskoefficienten for den rette linje og viser den gennemsnitlige reaktion i markedsrenten ved en 1 pct. ændring i diskontoen. Reaktionsmønsteret i markedsrenterne ved ændringer i den officielle rente undersøges for penge-markedsrenter med en løbetid på 1, 3, 6 og 12 måneder, samt obligationsrenter med en løbetid på 2, 5, 10, 20 og 30 år. Tidspunkt t er dagen, hvor den officielle rente ændres, dR_{it-x} er ændringen i markedsrenten fra dagen efter sidste renteændring til to dage før t , dR_{it-1} er ændringen i markedsrenten fra to dage før t til dagen før, dR_{it} er ændringen fra dagen før t til dagen for renteændringen (t), dR_{it+1} er ændringen i markedsrenten fra t til dagen efter.

I perioden fra 1987-96 har der i alt været 53 ændringer i den officielle rente. To af disse observationer er dog udeladt fra regressionen. Det drejer sig om to renteforhøjelser på hver 2 pct. der fandt sted under valutauroen i januar og august 1993. Volatiliteten i de korte renter var meget høj omkring disse to renteændringer, da andre pengepolitiske instrumenter var i brug i forsvar af kronen.

Andre forklaringsfaktorer, som fx betydningen af retningsskifte i pengepolitikken og fortegnet for renteændringen, kan undersøges ved indsættelsen af en "dummyvariabel" i regressionsligningen. Retningsskifte i pengepolitikken fanges ved, at dummyvariablen tager værdien 1 ved hvert retningsskifte, mens fortegnet for pengepolitikken kan undersøges ved at dummyvariablen tager værdien 1 ved alle rentestigninger. Betydningen af hyppigheden af de pengepolitiske tiltag måles ved at inddrage en variabel med antallet af dage mellem hver af renteændringerne.

Endelig kan tyske renteændrings betydning for de danske markedsrenter undersøges ud fra samme simple regressionsligning, hvor de forklarende variabler både består af danske og tyske diskontoændringer, eller kun tyske diskontoændringer, idet der kan være en høj grad af samvariation mellem danske og tyske renteændringer.

Data og resultater kan fås på diskette ved henvendelse til Økonomisk Afdeling, tlf. 33 63 63 63.

*Gennemsnitlig markedsreaktion ved en 1 pct. ændring i diskontoen
(procent, t-værdier i parentes)*

Endogen markeds- rente	Fra dagen eller sidste renteændring til 2 dage før	Fra 2 dage før til 1 dag før	Fra dagen før til dagen for renteændringen	Fra renteæn- dringsdagen til dagen efter	Samlet ændring fra dagen efter sidste rente- ændring til dagen efter en ny
1 måned	0,62 (2,36)	0,10 (1,30)	0,69 (6,21)	- 0,16 (- 1,23)	1,24 (5,20)
3 måneder . . .	0,64 (3,64)	0,27 (7,35)	0,29 (3,61)	- 0,14 (- 0,93)	1,08 (4,97)
6 måneder . . .	0,33 (2,11)	0,22 (3,89)	0,28 (4,07)	- 0,06 (- 1,10)	0,77 (4,86)
1 år	0,40 (2,50)	0,11 (3,65)	0,24 (5,32)	- 0,01 (- 0,24)	0,74 (4,61)
2 år	0,36 (2,51)	0,05 (2,28)	0,17 (5,84)	0 (- 0,132)	0,58 (4,18)
5 år	0,28 (2,04)	0,07 (3,84)	0,11 (4,45)	0 (0,12)	0,47 (3,52)
10 år	0,22 (1,64)	0,07 (3,90)	0,06 (2,82)	- 0,02 (- 0,97)	0,32 (2,47)
20 år	0,17 (1,30)	0,06 (3,08)	0,08 (2,29)	0 (- 0,08)	0,31 (2,22)
30 år	0,15 (1,16)	0,07 (3,09)	0,07 (2,24)	- 0,01 (- 0,54)	0,28 (1,95)

Ny pengemarkedsstatistik

v/Birgitte Damm, Handelsafdelingen
og Anne Reinhold Pedersen, Økonomisk Afdeling

Indledning

Nationalbanken har siden den 2. maj i år dagligt offentliggjort en ny dag-til-dag rente for usikrede udlån i pengemarkedet. Renten anvendes som referencerente i pengemarkedet. Den nye rente, som er baseret på et bredt udsnit af den faktiske omsætning, erstatter hermed den hidtidigt offentliggjorte dag-til-dag rente, der kun dækkede en begrænset del af markedet. Herudover vil Nationalbanken påbegynde offentliggørelse af en ny omsætningsstatistik på kvartalsvis basis fra og med september 1997. Den nye omsætningsstatistik omfatter også det helt korte marked, der tidligere var ringe belyst. Den hidtidige omsætningsstatistik blev ikke offentliggjort regelmæssigt. Det har været afgørende for Nationalbanken at få en ny statistik, som giver et mere komplet billede af aktiviteten i pengemarkedet, hvilket øger gennemsigtigheden.

I denne artikel beskrives først den nye dag-til-dag rente, der bl.a. sammenlignes med den tidligere offentliggjorte rente. Dernæst beskrives den kommende omsætningsstatistik. Endeligt afsluttes med et afsnit om et nyt pengemarkedsprodukt, en kort renteswap, T/N IRS, der anvender den nye dag-til-dag rente som referencerente. For en mere fyldig gennemgang af begreber, rentedannelse og omsætning i pengemarkedet henvises til en tidligere artikel¹⁾.

Dag-til-dag renten

Nationalbankens oplysninger om aktiviteten i det helt korte pengemarked har gennem en årrække bestået af rente- og omsætningsoplysninger fra de to pengemarkedsmæglere Exco Scandinavia og Harlow Butler Denmark. På baggrund af disse oplysninger blev der i Finansiell Månedssstatistik offentliggjort en handelsvægtet dag-til-dag rente for usikrede udlån i pengemarkedet. Den nye statistik er baseret på daglige indberetninger fra 14 pengeinstitutter.²⁾ Statistikken dækker en betydelig større del af marke-

¹⁾ P. Duvier Mehlbye og J. Topp "Udviklingen på pengemarkedet", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, august 1996.

²⁾ De 14 indberettere er ABN Amro Bank, Amtssparekassen Fyn, Arbejdernes Landsbank, BG Bank, Codan Bank, Danske Andelskassers Bank, Den Danske Bank, Jyske Bank, Landesbank Schleswig-Holstein Girocentrale, Nykredit Bank, Sparekassen Nordjylland, Svenska Handelsbanken, Sydbank samt Unibank.

det end den hidtidige, men ikke hele deltagerkredsen på pengemarkedet er medtaget, fx indgår ikke udlån fra udenlandske pengeinstitutter til danske pengeinstitutter. Hvert institut indberetter det usikrede dag-til-dag interbankudlån og den gennemsnitlige rente for disse udlån. Indberetningen foregår med 1 dags forsinkelse, fx indberettes mandagens udlån om tirsdagen. Nationalbanken beregner på grundlag af indberetningerne en gennemsnitlig rente, hvor hvert pengeinstituts rente indgår med en vægt svarende til instituttets andel af det samlede indberettede udlån. Beregningen af dag-til-dag renten foretages på vegne af de indberettende institutter.

Nationalbanken offentliggør den gennemsnitlige rente kl. 12.00 på indberetningsdagen. I tilfælde af rettelser til de indberettede data, kan renten dog ændres indtil kl. 13.00. Renten offentliggøres via en række nyhedsbureauer samt DN-Nyheder.

I Finansiel Månedssstatistik har den nye dag-til-dag rente erstattet den hidtidigt offentliggjorte rente for korte usikrede udlån på pengemarkedet. Den væsentligste forskel mellem den nye og den hidtil offentliggjorte dag-til-dag rente er valørtidspunktet. Den hidtidigt offentliggjorte dag-til-dag rente var en beregnet overnight (O/N) rente, mens den nye er en tomor-

Boks 1

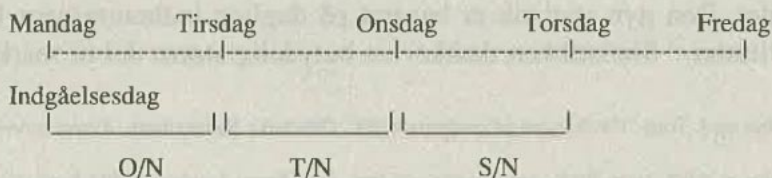
Dag-til-dag renter

En dag-til-dag rente er renten på en forretning med 1 bankdags løbetid. Der skelnes mellem 3 forskellige dag-til-dag renter afhængig af forretningens startdato (valørtidspunkt).

Overnight (O/N): Ved overnight forstås renten på et lån med start på indgåelsesdagen og udløb den følgende bankdag.

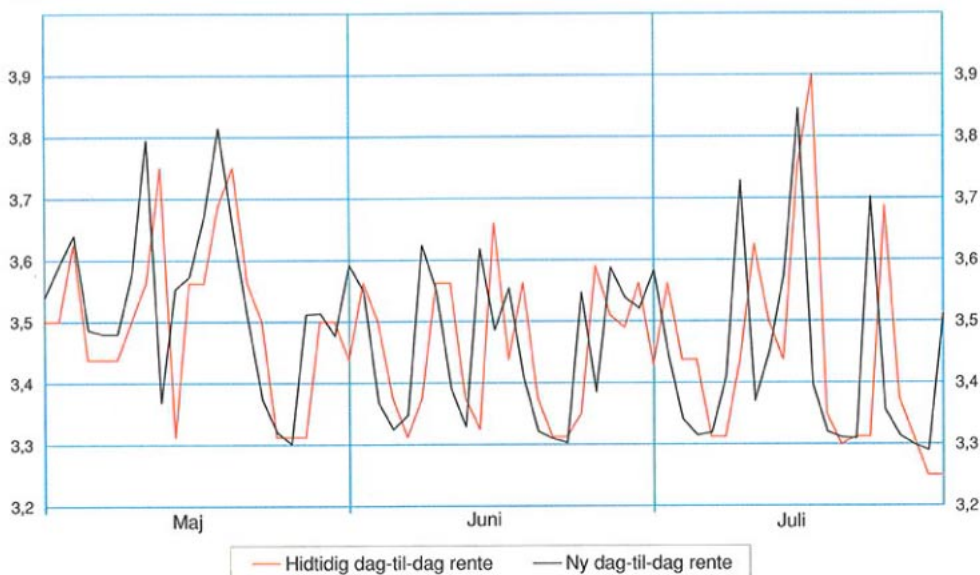
Tomorrow/next (T/N): Herved forstås renten på et lån med start første bankdag efter indgåelsesdagen og udløb 2. bankdag efter indgåelsesdagen.

Spot/next (S/N): Herved forstås renten på et lån med start 2. bankdag efter indgåelsesdagen og udløb 3. bankdag efter indgåelsesdagen.



Figur 1
Pct.

Dag-til-dag renter



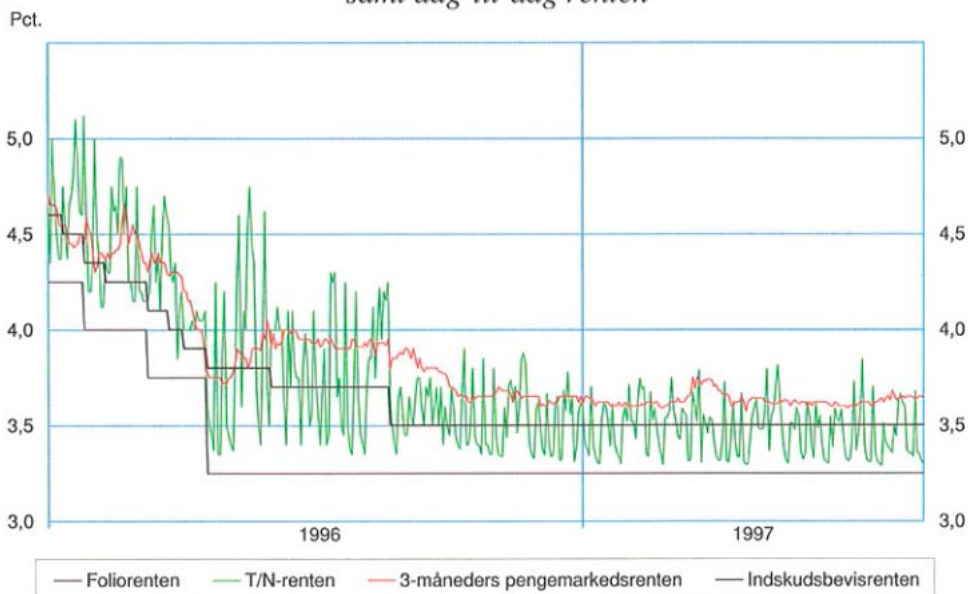
row/next (T/N) rente. I boks 1 er en nærmere beskrivelse af forskellige dag-til-dag renter.

Skiftet fra O/N- til T/N-basis skyldes, at dag-til-dag markedet for usikrede interbankudlån langt overvejende er på T/N-basis. Omsætningen i T/N-markedet er mere end dobbelt så stor som omsætningen i O/N-markedet. En stor omsætning giver et bredere grundlag for beregningen og derved en større sikkerhed for, at enkelte handler ikke får afgørende indflydelse på renten.

I figur 1 er den hidtidige dag-til-dag rente gengivet sammen med den nye T/N-rente. Det fremgår, at der er en stor samvariation mellem de to rentesatser, dog med en tidsmæssig forskydning på 1 dag som følge af forskellen i valør. Samvariationen mellem de to rentesatser korrigeret for forskellen i valør er, målt ved den såkaldte korrelationskoefficient, 92 pct., hvilket er højt. Som det fremgår af boks 1, vil et lån indgået om mandagen på T/N-basis svare til et lån indgået om tirsdagen på O/N-basis, idet begge lån løber fra tirsdag til onsdag. Derfor vil en stigning i T/N-renten mandag i reglen slå ud i en stigning i O/N-renten tirsdag.

Der er betydelige udsving i dag-til-dag renten. Udsvingene i dag-til-dag renten har ikke i sig selv pengepolitisk betydning, og der er ikke gennem-

Figur 2 *Officielle renter, 3-måneders pengemarkedsrenten samt dag-til-dag renten*

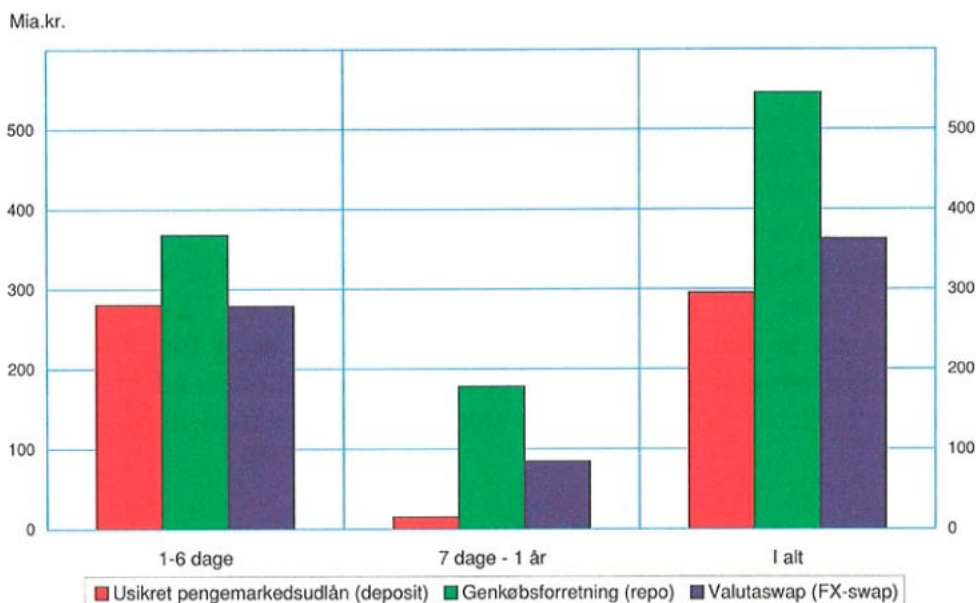


Anm.: Fra og med 1/1-1997 er T/N-renten baseret på den nye statistik. Data før denne dato er satser for usikrede udlån aflæst hos brokerne.

slag over til de længere pengemarkedsrenter, som pengepolitikken søger at påvirke, jf. figur 2. Pengeinstitutterne har adgang til at indsætte overskydende likviditet på foliokonti i Nationalbanken. Disse indskud forrentes med foliorenten, som derfor udgør bunden for dag-til-dag udlånsrenten. Der er imidlertid ikke automatisk låneadgang i Nationalbanken, og Nationalbanken vil normalt kun tilføre likviditet en gang om ugen ved de regelmæssige operationer i pengemarkedet. Pengeinstitutterne skal derfor udligne likviditeten imellem sig, og udsving i udbud og fordeling af likviditet vil slå ud i rentedannelsen. Det er især dag-til-dag markedet, der påvirkes, da det primært er her, udligningen foregår.

Likviditetsudsvingene i pengeinstitutterne stammer hovedsageligt fra tre kilder. Den væsentligste kilde er statens ind- og udbetalinger (fx A-skatter og folkepension). En anden kilde til likviditetsudsving er Nationalbankens salg af statspapirer på vegne af staten. Den tredje kilde er Nationalbankens køb og salg af valuta. Hertil kommer en række mindre faktorer, fx variation i seddel- og møntomløbet. Herudover vil det have betydning, om Nationalbanken tilfører eller opsuger likviditet udover de regelmæssige operationer.

Figur 3 Månedlig omsætning, gennemsnit 1. halvår 1997



Omsætning

Den ny kvartalsvise omsætningsstatistik omfatter både det korte og det længere pengemarked. Omsætningsstatistikken er baseret på den samme indberetterkreds som rentestatistikken. Tidligere blev udelukkende det længere pengemarked dækket, og kredsen af indberettende pengeinstitutter var noget mindre. Desuden blev omsætningsstatistikken ikke offentliggjort regelmæssigt. Figur 3 viser det gennemsnitlige månedlige udlån fordelt på løbetider og produkter.

Det fremgår, at omsætningen¹⁾ er størst i den korte ende af pengemarkedet (1-6 dage). Det er bl.a. en logisk følge af, at de korte udlån refinansieres oftere end lån med længere løbetid.

Usikrede pengemarkedsudlån (deposits) ydes primært i den helt korte ende af pengemarkedet, bl.a. på grund af kreditrisikoen på udlånene. Genkøbsforretninger (repo'er), som er udlån mod sikkerhed i værdipapirer, dominerer omsætningen i mellemlange udlån (7-33 dage), hvor Nationalbankens tilstedeværelse med 14-dages genkøbsforretninger påvirker markedet. De helt lange pengemarkedsudlån med en løbetid på mellem 34 dage og 1

¹⁾ I omsætningen indgår pengeinstitutternes udlån, mens indlån ikke indgår.

år sker næsten udelukkende i valutaswaps (FX-swaps), der er udlån mod sikkerhedsstillelse i valuta.

Samlet er repomarkedet det største delmarked, mens det i flere andre lande er FX-swapmarkedet, som er dominerende. Det skal dog bemærkes, at en del af repoforretningerne kan skyldes andre hensyn hos parterne end ønsket om at modtage/afgive likviditet. Blandt andet kan repo'er bruges af udenlandske investorer til at afdække kronekursrisiko på en beholdning af kroneobligationer.

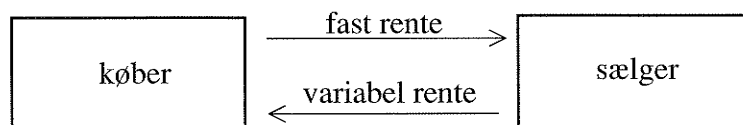
En meget betydelig del af pengemarkedsudlånene går til udenlandske pengeinstitutter. Det gælder både for deposits, repo'er og FX-swaps, men ikke uventet er andelen af udenlandske modparter størst for FX-swaps. Desuden er omsætningen præget af få store pengeinstitutters udlån, hvilket stemmer overens med andre mål for størrelsesforholdet mellem pengeinstitutterne.

Ifølge den førnævnte artikel i Kvartalsoversigten¹⁾ var omsætningen i pengemarkedet for løbetider over 7 dage størst i FX-swaps. Ifølge den nye statistik er repomarkedet størst i dette løbetidssegment. Forskellen kan både skyldes, at den nye statistik er baseret på flere pengeinstitutters omsætning, og at repomarkedet er vokset siden midten af 1996.

Tomorrow/next Interest Rate Swap

I maj 1997 blev en kort renteswap, kaldet T/N Interest Rate Swap (T/N IRS), indført på det danske pengemarked af en række pengeinstitutter. Lignende produkter er i de senere år blevet indført på pengemarkederne i en række andre lande. Der er en række tekniske forskelle på, hvordan produkterne er indrettet, fx hvilket renteindeks swappen er baseret på.

Generelt er en renteswap et finansielt instrument, hvor parterne aftaler at bytte en variabel rente mod en fast rente. Gennem en swap kan man afdække renterisici på allerede indgåede forretninger eller spekulere i den fremtidige renteutvikling. Ved indgåelsen aftales en fast rente, som sælger mod-



¹⁾ P. Duvier Mehilbye og J. Topp "Udviklingen på pengemarkedet", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, august 1996.

Boks 2

*Eksempler på anvendelse af T/N IRS**Eksempel på risikoafdækning*

En virksomhed med en variabelt forrentet kassekredit ønsker at sikre sig mod en rentestigning. Som udgangspunkt overvejer virksomheden derfor at omlægge den variabelt forrentede kassekredit til et fast forrentet lån. Det kræver dog en genforhandling med banken og kan være omkostningsfuldt. Samtidigt ønsker virksomheden kun en midlertidig sikring mod rentestigning. Det kan derfor være fordelagtigt at købe en T/N IRS (modtage en variabel rente mod at betale en faste rente). Hvis renten stiger, vil de højere omkostninger på kassekrediten blive modgået af stigende renteindtægter fra swappen. Virksomheden vil hermed ændre forrentningen af kassekrediten fra variabel til fast i en nærmere afgrænset periode.

Eksempel på udnyttelse af forventninger til den fremtidige renteutvikling

En markedsdeltager forventer, at renten vil falde ud over, hvad der allerede er indiskonteret i markedsrenterne. Der er derfor en forventet gevinst ved at sælge en T/N IRS, fordi den faste rente, der modtages, er højere end den forventede variable forrentning, der skal betales. Samme effekt kunne være opnået gennem lån og placeringer i depositmarkedet, men T/N IRS har lavere transaktionsomkostninger og mindre kreditrisiko. T/N IRS er derfor, som mange andre afledte finansielle produkter - fx optioner og futures - velegnet til at opnå en renterisiko uden (eller med et beskedent) initialt udlæg til at finansiere handelen.

I eksemplerne ovenfor går interesserne hver sin vej. Et pengeinstitut kan derfor som mellemmand handle en kontrakt med hver af parterne, der begge får justeret renterisikoen i den ønskede retning, mens pengeinstituttet har uændret renterisiko.

tager i den periode forretningen løber mod til gengæld at betale den variable rente til køber. Normalt er der ingen betalinger på indgåelsesdagen.

Det ukendte i en renteswap er, hvordan den variable rente forløber i aftaleperioden, mens alle andre forhold er kendte. Ved swappens udløb afregnes netto, så kun køber eller sælger modtager et beløb alt efter, hvem den variable rente har udviklet sig gunstigt for.

Et eksempel på en renteswap er følgende. Aftales en renteswap med en løbetid på et år med hovedstol på 100 kr. og en fast rente på 5 pct., vil køberen af renteswappen skulle betale 1 kr. til sælger, hvis det ved kontrak-

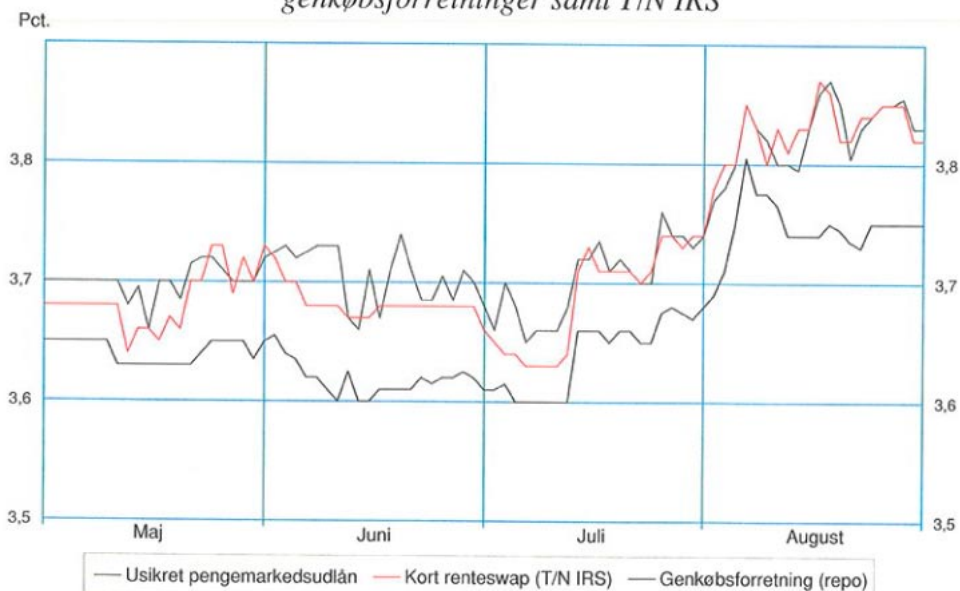
tens udløb viser sig, at den variable forrentning har svaret til 4 pct. Kreditrisikoen er lav sammenlignet med andre finansielle produkter. Det er en følge af, at der hverken udveksles hovedstol eller betalinger undervejs, og der afregnes netto ved udløb.

En kort renteswap er karakteriseret ved, at den er baseret på en helt kort pengemarkedsrente, der swappes mod en længere pengemarkedsrente. I Danmark er renteswappen (T/N IRS) baseret på den T/N-rente, som nu offentliggøres af Nationalbanken.

Syv danske pengeinstitutter har indgået en market maker aftale for den korte renteswap. Market maker aftalen indebærer, at institutterne skal stille forpligtende priser over for hinanden for køb og salg af en T/N IRS med henholdsvis 1, 2, 3 og 6 måneders løbetid. Købsprisen vil angive den faste rente, som pengeinstituttet er villig til at betale modparten mod at få en variabel rente, mens salgsprisen vil angive den faste rente, som instituttet ønsker at modtage mod at betale en variabel rente. I boks 2 er der givet nogle eksempler på mulige anvendelser af en T/N IRS.

Fastsættelsen af den faste rente vil som udgangspunkt være baseret på forventningen til udviklingen i dag-til-dag renten i swappens løbetid. Swappens værdi på indgåelsestidspunktet vil være nul, idet den faste rente forventes at svare til den gennemsnitlige dag-til-dag rente i perioden. I

Figur 4 6-måneders rente for usikrede pengemarkedsudlån, genkøbsforretninger samt T/N IRS



Anm.: Renterne er skærmsatser fra pengemarkedsmæglerne aflæst dagligt ca. kl. 11.00

Boks 3

Eksempel på en T/N IRS-kontrakt

I det følgende gives et eksempel på en T/N IRS-kontrakt baseret på faktiske T/N-renter. Antag at et pengeinstitut mandag den 12. maj 1997 stiller tovejspriser i T/N IRS, henholdsvis 3,48 pct. for køb og 3,55 pct. for salg af en T/N IRS-kontrakt med 1 måneds løbetid. Kontraktstørrelsen (hovedstolen) er 100 mill.kr. En 1-månedes kontrakt indgået på handelsdatoen mandag den 12. maj, vil løbe fra onsdag den 14. maj 1997 (valørdato) og udløbe mandag den 16. juni 1997 (afregningsdato). Forrentningen på det såkaldte faste ben kan på forhånd opgøres som:

- 1) Hvis pengeinstituttet køber modtages: $100 \text{ mill.kr.} \cdot 3,48 \text{ pct.} \cdot 33/360 = 319.000,00 \text{ kr.}$
- 2) Hvis pengeinstituttet sælger betales: $100 \text{ mill.kr.} \cdot 3,55 \text{ pct.} \cdot 33/360 = 325.416,67 \text{ kr.}$

Når der ganges med 33/360 skyldes det, at renten er en årsrente, hvorfor der skal korrigeres, så der kun beregnes rente for den aftalte periode. Konventionen på pengemarkedet er "faktiske dage/360". Da der er 33 dage fra den 12. maj til den 16. juni ganges med 33/360.

For det variable ben kan afkastet først opgøres på afregningsdatoen, hvor der kan beregnes et afkast på følgende måde (bemærk, at der regnes med rentes rente):

Dato	T/N-rente (på handelsdato)	Offentliggjort T/N-rente	Antal rente- dage	Beløb, der tilskrives rente	Rentetil- skrivning
13-05-97	3,7948				
14-05-97	3,3694	3,7948	1	100.000.000,00	10.541,11
15-05-97	3,5534	3,3694	1	100.010.541,11	9.360,43
16-05-97	3,5737	3,5534	4	100.019.901,54	39.490,08
17-05-97	lukket			100.059.391,62	0
18-05-97	lukket			100.059.391,62	0
19-05-97	lukket			100.059.391,62	0
20-05-97	3,6715	3,5737	1	100.059.391,62	9.932,84
..	..	..	..	..	..
12-06-97	3,5504	3,6243	1	100.284.523,53	10.096,14
13-06-97	3,3919	3,5504	3	100.294.619,67	29.673,83
14-06-97	lukket			100.324.293,50	0
15-06-97	lukket			100.324.293,50	0
16-06-97				100.324.293,50	0
I alt			33		324.293,50

Ved kontraktens udløb er der således tilskrevet en rente på 324.293,50 kr. på det variable ben. Den samlede afregning bliver således:

- 1) Hvis pengeinstituttet køber modtages: $324.293,50 \text{ kr.} - 319.000,00 \text{ kr.} = 5.293,50 \text{ kr.}$
- 2) Hvis pengeinstituttet sælger modtages: $325.416,67 \text{ kr.} - 324.293,50 \text{ kr.} = 1.123,17 \text{ kr.}$

Uanset om pengeinstituttet i dette eksempel købte eller solgte, var der således en gevinst.

boks 3 vises et eksempel, hvor prisen på en T/N IRS med en måneds løbetid sammenholdes med de faktiske T/N-renter i løbet af måneden.

Den faste rente i den korte renteswap er tæt på renten på et usikret pengemarkedsudlån (deposit) af samme varighed som swappen, jf. figur 4. Sammenhængen mellem en almindelig depositrente og den aftalte faste rente i en renteswap skyldes, at alternativet til at låne til en fast rente på det usikrede pengemarked og løbende placere midlerne til en dag-til-dag forrentning vil være at købe en kort renteswap.

Placeringen af danske stats- og realkreditobligationer

v/Anders Matzen og Henrik Jepsen, Kapitalmarkedsafdelingen

Indledning

Obligationsmarkedet i Danmark er stort. Kursværdien af de danske kroneobligationer var ved udgangen af 2. kvartal 1997 over 1.840 mia.kr., eller 1,8 gange så meget som Danmarks årlige bruttonationalprodukt. På denne baggrund er det naturligt, at placeringen af danske obligationer er af interesse. Der har i de senere år især været opmærksomhed om udlandets beholdninger af danske obligationer og bevægelserne heri.

På baggrund af oplysninger fra Værdipapircentralen (VP) opgør Danmarks Statistik kvartalsvis sektor- og branchefordelingen af den cirkulerende obligationsmasse. Danmarks Nationalbank indsamler en række statistiske oplysninger, som kan supplere VP-statistikken på nogle områder, jf. boksen.

Der er betydelige forskelle mellem ejerfordelingen for statspapirer og for realkreditpapirer. I de senere år har udlandet været den største investor i danske statspapirer. Udlandets beholdning af danske realkreditobligationer er beskeden, men stigende. Omvendt har forsikringsselskaber og pensionskasser, som samlet er de største investorer i danske obligationer, haft meget betydelige beholdninger af realkreditpapirer, men beskeden placering i statspapirer.

Ejergrupperne har desuden forskellige præferencer for restløbetid. Udlændinge samt forsikringsselskaber og pensionskasser placerer hovedsageligt i lange papirer, mens finansielle institutioner i vidt omfang har placeringer i papirer med en forholdsvis kort restløbetid. Kuponrenten påvirker også placeringsmønstret. Dette er mest udtalt hos husholdninger, som har overvægt af papirer med forholdsvis lav kupon. Dette skal ses i lyset af, at lavkuponpapirer for private investorer ofte indebærer en sikker skattefri kursgevinst frem til udløb.

Ejerforholdene på det danske obligationsmarked

Af det samlede udestående af danske kroneobligationer på godt 1.840 mia.kr. til kursværdi ved udgangen af 2. kvartal 1997 var udeståendet af realkreditpapirer på knap 990 mia.kr., mens udeståendet af statspapirer var omkring 730 mia.kr. Det øvrige udestående på knap 130 mia.kr. udgjordes af skibskreditfondobligationer, erhvervsobligationer og kommuneobligationer mv.

Boks

Nationalbankens korrektioner af sektorfordelingen af den cirkulerende obligationsmasse

Danmarks Statistiks sektorfordeling af den cirkulerende obligationsmasse er baseret på oplysninger fra Værdipapircentralen (VP). I VP registreres oplysninger om de enkelte obligationsejeres beholdning og bevægelser heri. Nationalbanken foretager visse skønsmæssige korrektioner af denne statistik på baggrund af indsamlede statistiske oplysninger.

Danske obligationer indskrevet i VP af udenlandske depotinstitutioner som Euroclear eller Cedel er i VP registreret som ejet af udlændinge, uanset om papirerne måtte være ejet af indlændinge, bl.a. danske pengeinstitutter, som har indskrevet papirerne i Euroclear eller Cedel. Det fører til, at udlandets ejerandel overvurderes.

Omvendt undervurderes udlandets beholdning som følge af repoforretninger, der indgås mellem et dansk pengeinstitut og en udenlandsk låntager. De obligationer, som pengeinstituttet modtager som sikkerhed for udlånet, registreres i VP som ejet af pengeinstituttet. Da obligationerne ligger som sikkerhed for lånet, er det fra en økonomisk betragtning mest rimeligt at medregne papirerne til udlandets beholdning. Det antages, at repoforretningerne indgås på grundlag af fastforrentede statsobligationer.

Herudover er der en række andre korrektioner, hvoraf den væsentligste er, at statspapirerne under statens midlertidige locationswap-ordning holdes uden for statistikken. Locationswappen oprettedes for at lette værdipapirafviklingen ved grænseoverskridende handel med statspapirer.

Korrektionerne vedrørende locationswappen foretages for de enkelte fondskoder. De øvrige korrektioner foretages på et mere aggregeret niveau, hvor der sondres mellem statsobligationer, statsgældsbeviser, skatkammerbeviser, realkreditobligationer og øvrige obligationer.

De største korrektioner vedrører indenlandske finansielle institutioner og udlandet. Den samlede virkning på ejerfordelingen mindskes af, at korrektionerne i nogen grad er modgående. I den betragtede periode har korrektionerne reduceret finansielle institutioners beholdning, mens udlandets beholdning i gennemsnit har været lidt større end i VP-statistikken. Korrektionerne medfører, at investorfordelinger for enkelte papirer eller delsegmenter er behæftet med usikkerhed. Dette gælder især for udlandets og finansielle institutioners beholdning af stats- og realkreditpapirer.

Tabel 1 *Danske kroneobligationer til kursværdi fordelt på ejergrupper*

Ultimo	1993	1994	1995	1996	1997, 2. kv.
	Mia.kr.				
1. Ikke-finansielle selskaber	106	108	110	107	110
2. Finansielle institutioner	370	307	328	328	396
3. Forsikringsselskaber og pensionskasser	347	330	397	434	466
4. Offentlig sektor	277	260	288	301	285
5. Private, ikke-udbyttegivende institutioner ..	34	32	37	39	32
6. Husholdninger	156	165	189	182	185
7. Uoplyst	35	53	37	67	41
8. Udlandet	306	192	257	298	326
I alt	1.631	1.448	1.643	1.756	1.842
	Pct.				
1. Ikke-finansielle selskaber	7	7	7	6	6
2. Finansielle institutioner	23	21	20	19	22
3. Forsikringsselskaber og pensionskasser	21	23	24	25	25
4. Offentlig sektor	17	18	18	17	15
5. Private, ikke-udbyttegivende institutioner ..	2	2	2	2	2
6. Husholdninger	10	11	12	10	10
7. Uoplyst	2	4	2	4	2
8. Udlandet	19	13	16	17	18
I alt	100	100	100	100	100

Anm.: Finansielle institutioner inkluderer penge- og realkreditinstitutter samt Nationalbanken. Den offentlige sektor inkluderer Den Sociale Pensionsfond og ATP.

Forsikringsselskaber og pensionskasser er den største ejergruppe på det danske obligationsmarked fulgt af finansielle institutioner, udlandet og den offentlige sektor, jf. tabel 1. Selv om investordelingen ikke umiddelbart ser ud til at ændres markant over perioden 1993-97, er der alligevel betydelige udsving i beholdningerne fra kvartal til kvartal.¹⁾

Ejerfordelingen for det samlede marked dækker over betydelige forskelle i ejerfordelingen for statspapirer og for realkreditobligationer.

Omkring 4/5 af *statspapirerne* er ejet af tre investorgrupper, udlandet, finansielle institutioner og den offentlige sektor. Udlandet og finansielle institutioner er de største investorer med ejerandele på henholdsvis 38 pct. og 21 pct. ved udgangen af 2. kvartal 1997, jf. tabel 2. Den offentlige sektors ejerandel er steget fra 10 pct. i 1993 til 19 pct. ved udgangen af 2. kvartal 1997. Stigningen skal ses i lyset af, at Den Sociale Pensionsfond

¹⁾ Disse udsving skyldes i nogen grad, at opgørelsen sker til kursværdi. Det indebærer også, at ændringer i beholdningerne ikke uden videre kan tages som udtryk for nettokøb eller -salg af obligationer.

Tabel 2 *Danske statspapirer til kursværdi fordelt på ejergrupper*

Ultimo	1993	1994	1995	1996	1997, 2. kv.
	Mia.kr.				
1. Ikke-finansielle selskaber	24	48	45	44	38
2. Finansielle institutioner	161	179	172	144	154
3. Forsikringselskaber og pensionskasser	20	44	40	51	55
4. Offentlig sektor	58	76	106	132	137
5. Private, ikke-udbyttegivende institutioner ..	9	10	11	11	10
6. Husholdninger	43	52	72	58	49
7. Uoplyst	11	14	11	19	9
8. Udlandet	269	165	218	252	278
I alt	595	588	676	711	729
	Pct.				
1. Ikke-finansielle selskaber	4	8	7	6	5
2. Finansielle institutioner	27	30	25	20	21
3. Forsikringselskaber og pensionskasser	3	7	6	7	7
4. Offentlig sektor	10	13	16	19	19
5. Private, ikke-udbyttegivende institutioner ..	2	2	2	2	1
6. Husholdninger	7	9	11	8	7
7. Uoplyst	2	2	2	3	1
8. Udlandet	45	28	32	35	38
I alt	100	100	100	100	100

Anm.: Finansielle institutioner inkluderer penge- og realkreditinstitutter samt Nationalbanken. Den offentlige sektor inkluderer Den Sociale Pensionsfond og ATP.

har omlagt en del af midlerne fra realkreditobligationer til statsobligationer.

Udlandets beholdning af danske statspapirer afhænger blandt andet af tilliden til den danske økonomi og af renteutviklingen på de udenlandske obligationsmarkeder, herunder navnlig det tyske marked. Der er en tendens til, at udenlandske investorer køber danske papirer i perioder med internationalt rentefald, mens det modsatte gør sig gældende i perioder med rentestigninger. Således faldt udlandets beholdning ganske markant i 1994 samtidig med, at renten var stigende, og rentespændet til udlandet udvidedes.

Det bemærkes, at ændringer i udlandets beholdning af kroneobligationer ikke nødvendigvis indebærer ud- eller indstrømning af valuta. Køb af danske statspapirer foretages således ofte på afdækket basis. Det vil sige, at udlændinge optager lån i danske kroner til finansiering af obligationskøbene og derved undgår at påtage sig en valutakursrisiko i forbindelse med købet.

Udlandet havde i stort omfang afdækket valutakursrisikoen i 1993, hvor ejerandelen af danske statspapirer var størst, mens tilbagesalget af statspapirer i 1994 blev ledsaget af en tilsvarende reduktion i afdækningen. Siden er udlandets beholdning af statspapirer vendt tilbage til et leje tæt på niveauet ved udgangen af 1993, og denne udvikling afspejler i vidt omfang køb af danske statspapirer på udækket basis.

Faldet i udlandets statspapirbeholdning i 1994 modsvares af en beholdningsstigning hos samtlige indenlandske ejergrupper. På kort sigt vil finansielle institutioner normalt aftage eller sælge danske statspapirer til udlændinge, men på lidt længere sigt synes der ikke at være en investorgruppe, som i særlig grad er "stødpude" for udsving i udlandets beholdning af statspapirer.

Ejerfordelingen for *realkreditpapirer* er væsentligt anderledes.

Udlandets beholdning af disse papirer er betydeligt mindre end beholdningen af statspapirer. Til trods for en stigning i udlandets beholdning af

Tabel 3 *Realkreditobligationer til kursværdi fordelt på ejergrupper*

Ultimo	1993	1994	1995	1996	1997, 2. kvrt.
	Mia.kr.				
1. Ikke-finansielle selskaber	75	55	60	59	67
2. Finansielle institutioner	191	111	140	165	208
3. Forsikringsselskaber og pensionskasser	300	258	322	351	379
4. Offentlig sektor	206	170	166	152	134
5. Private, ikke-udbyttegivende institutioner ..	24	21	25	28	21
6. Husholdninger	96	95	102	105	102
7. Uoplyst	22	38	25	44	30
8. Udlandet	32	23	35	43	45
I alt	947	772	874	946	987
	Pct.				
1. Ikke-finansielle selskaber	8	7	7	6	7
2. Finansielle institutioner	20	14	16	17	21
3. Forsikringsselskaber og pensionskasser	32	33	37	37	38
4. Offentlig sektor	22	22	19	16	14
5. Private, ikke-udbyttegivende institutioner ..	3	3	3	3	2
6. Husholdninger	10	12	12	11	10
7. Uoplyst	2	5	3	5	3
8. Udlandet	3	3	4	5	5
I alt	100	100	100	100	100

Anm.: Finansielle institutioner inkluderer penge- og realkreditinstitutter samt Nationalbanken. Den offentlige sektor inkluderer Den Sociale Pensionsfond og ATP.

realkreditobligationer med godt 13 mia.kr. siden slutningen af 1993 var udlandets ejerandel kun 5 pct. ved udgangen af 2. kvartal 1997, jf. tabel 3.

De beskedne placeringer i danske realkreditobligationer forklares ofte med, at udlandet ikke er bekendt med forholdene i det danske realkreditsystem. Således forekommer en investering i danske realkreditobligationer vanskeligere at vurdere end fx en investering i inkonverterbare stående lån, idet investor skal tage højde for konverteringsrisikoen. Det kan også spille ind, at realkreditpapirerne ikke har solvensmæssig nulvægt for udenlandske investorer, der er underlagt solvensnøgletalsdirektivet. Dertil kommer, at udlandet kan have svært ved at prisfastsætte kreditrisikoen. Flere realkreditinstitutter fik i 1996 for første gang en internationalt anerkendt kreditvurdering, rating, af deres mest omsatte obligationer. Mange udenlandske institutionelle investorer har regler for, hvor mange ikke-ratede obligationer de må have i beholdningen, og derfor kan det tænkes, at udlandets ejerandel af disse obligationer fremover vil være højere.

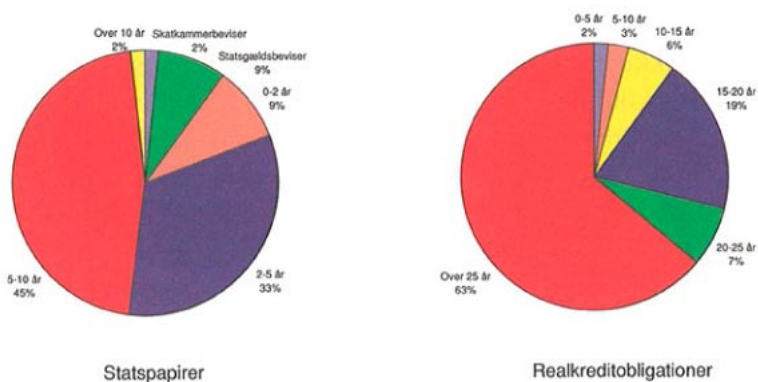
I modsætning til udlandet har *forsikringsselskaber og pensionskasser* væsentligt flere realkreditpapirer end statspapirer, og med en ejerandel på 38 pct. er sektoren dominerende på markedet for realkreditobligationer. Det højere løbende afkast på realkreditobligationer forklarer sandsynligvis den stærke vægtning af disse obligationer i forhold til statspapirer. Desuden kan forhold vedrørende realrentebeskatningen påvirke placeringerne.¹⁾ Der er ingen lovmæssige begrænsninger for forsikringsselskabers og pensionskassers investeringer i realkreditpapirer under ét. Pensionskasser skal placere mindst 60 pct. af de investerede midler i såkaldt guldrandede papirer, som omfatter såvel realkredit- som statspapirer.

Den næststørste ejergruppe er *finansielle institutioner*, hvis beholdning af realkreditobligationer dog har svinget ganske meget. Udsvingene kan i nogen grad forklares af, at realkreditinstitutter i forbindelse med konverteringer opkøber realkreditobligationer til annullering.

Husholdningernes placeringer i realkreditobligationer er dobbelt så store som placeringerne i statspapirer. Husholdningerne har i de seneste kvartaler nedbragt beholdningen af især statsobligationer, men også af realkreditpapirer, uden at der er sket en nævneværdig ændring af den samlede beholdning af kroneobligationer. Dette skal ses i lyset af, at der siden nedsættelsen af mindsterenten til 4 pct. i oktober 1996 har været betydelige udstedelser af 4 pct. obligationer fra andre udstedere. Disse lavkuponobligatio-

¹⁾ Danske indeksobligationer er fritaget for realrenteafgift, og dermed er tilskyndelsen til placering i disse papirer større for realrenteafgiftspligtige investorer. Af et samlet udestående på 126 mia.kr. til kursværdi ved udgangen af 2. kvartal 1997 var sektorens beholdning af indekserede realkreditobligationer på 77 mia.kr. Heraf var 64 mia.kr. placeret i obligationer med en løbetid på over 25 år.

Figur 1 *Forsikringsselskaber og pensionskassers placeringer fordelt på restløbetid*



Anm.: Opgjort 2. kvartal 1997.

ner er særligt attraktive for husholdninger, der ikke beskattes af kursgevinster, og sektorens ejerandel i disse papirer er i visse tilfælde over 90 pct. Også placeringerne i stats- og realkreditobligationer er i nogen grad koncentreret i papirer med forholdsvis lav kuponrente.

Udvalgte investorgruppers placeringsmønstre

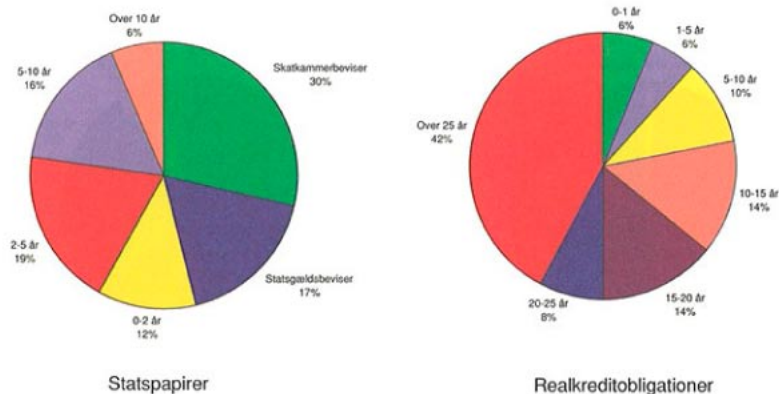
I dette afsnit beskrives placeringsmønstret hvad angår danske obligationer hos nogle af de største ejergrupper: forsikringsselskaber og pensionskasser, finansielle institutioner og udlændinge.

Forsikringsselskabers og pensionskassers placeringer afspejler den lange investeringshorisont, der naturligt følger af sektorens rolle som forvalter af pensionsmidler.

Af figur 1 ses, at forsikringsselskaber og pensionskasser hovedsageligt placerer i lange realkreditobligationer med en restløbetid på over 25 år. De løbende rentebetalinger og indfrielse, som er karakteristiske for realkreditobligationer, indebærer, at restløbetiden er væsentlig længere end varigheden af realkreditobligationer.¹⁾ Restløbetiden udtrykker derfor ikke den reelle renterisiko ved placering i disse papirer. Således er varigheden på benchmarkserien 6 pct. 2026 knap 10 år.

Forsikringsselskabers og pensionskassers præference for lange obligationer genfindes ikke i sektorens statspapirportefølje. Derimod udgør de mellemlange statsobligationer en stor andel af statspapirene. Statspapirer med en restløbetid på omkring 5 år udgør godt 40 pct. af sektorens statspa-

¹⁾ Jo større varigheden på et finansielt aktiv er, jo længere er den gennemsnitlige tid til betalingerne på aktivet. Varighed udtrykker også, hvor meget en ændring i renteniveauet påvirker aktivets nutidsværdi.

Figur 2 *Finansielle institutioners placeringer fordelt på restløbetid*

Anm.: Opgjort 2. kvartal 1997.

Note: Finansielle institutioners placeringer fordelt på delsegmenter eller enkelte papirer er særligt følsomme over for korrektionerne omtalt i boksen. Papirfordelingen vist i figur 2 er alene korrigeret for statspapirer under locationswap-ordningen og er især med hensyn til fordelingen af statspapirer behæftet med usikkerhed.

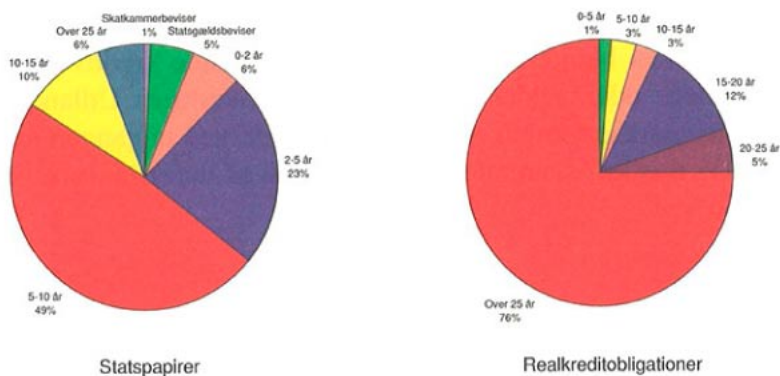
pirportefølje. Fokuseringen på de mellemlange statspapirer frem for de lange statsobligationer indikerer, at statspapirerne i nogen grad benyttes til styring af de samlede obligationsporteføljers varighed.

De fleste *finansielle institutioner* har relativt kortfristede passiver, hvilket trækker i retning af placeringer i obligationer med forholdsvis kort varighed. Der er dog også betydelige placeringer i længere løbende papirer, især realkreditobligationer, hvilket bl.a. afspejler forvaltningen af pensionsopsparing i pengeinstitutter. EU's kapitaldækningsregler indebærer, at risikovægtningen af realkreditobligationer er højere end for statspapirer. Dette kan særligt i situationer med knaphed af egenkapital påvirke fordelingen mellem statspapirer og realkreditobligationer, men bidrager dog ikke til at forklare fordelingen på restløbetider i porteføljen af realkreditobligationer.

Skatkammerbeviser og statsgældsbeviser ses af figur 2 at udgøre en stor andel af porteføljen af statspapirer. Medtages statsobligationer med en restløbetid på mellem 0 og 2 år, er knap 60 pct. af statspapirporteføljen placeret i korte statspapirer. Præferencen for statspapirer med kort løbetid kan formentlig forklares ved, at visse af papirerne er nære substitutter til pengemarkedsplaceringer.

Finansielle institutioners realkreditobligationsportefølje har også en relativt kort varighed. Porteføljesammensætningen kan i nogen grad være påvirket af realkreditinstitutters opkøb af obligationer til annullering i forbindelse med konverteringer. Dertil kommer, at i en situation med en for-

Figur 3 *Udlandets placeringer fordelt på restløbetid*



Anm.: Opgjort 2. kvartal 1997.

Note: Papirfordelingen i figur 3 er ligesom i figur 2 baseret på tal, der alene er korrigeret for statspapirer under locationswap-ordningen. Fordelingen er derfor behæftet med usikkerhed.

holdsvis lav effektiv obligationsrente vil gamle realkreditobligationer med en høj kuponrente ofte have en reel varighed på 1 år eller derunder som følge af muligheden for konverteringer. Realkreditobligationer med en høj kuponrente vil i sådanne situationer kunne udgøre et højt forrentet alternativ til placeringer på pengemarkedet eller i korte statspapirer som statsgældsbeviser. Dette forhold kan bidrage til at forklare, hvorfor finansielle institutioner har 24 mia.kr. placeret i realkreditobligationer med en restløbetid på mellem 5 og 20 år med en kuponrente på 10 pct., svarende til 12 pct. af porteføljen af realkreditpapirer.

Udlandet placerer i papirer med forholdsvis lang restløbetid, jf. figur 3. For både statspapirer og realkreditobligationer synes placeringerne især at være koncentreret om papirer med et stort udestående og dermed god likviditet. Dette stemmer godt overens med, at udlandets ejerandel af de 10- og 30-årige statsobligationer er høj. Udlandets ejerandel af de store 10-årige statspapirer (dvs. 8 pct. stående lån 2006 samt 7 pct. stående lån 2007) er således omkring 57 pct., mens ejerandelen af den 30-årige statsobligation (7 pct. stående lån 2024) er knap 2/3. Det kan også spille ind, at udenlandske investorer har præferencer for obligationer med en varighed, der nogenlunde svarer til varigheden af de toneangivende obligationer på andre europæiske obligationsmarkeder.

Præferencen for papirer med et stort udestående kan muligvis også have betydning for udlandets placeringer i realkreditobligationer. Der findes kun et begrænset antal realkreditobligationsserier med et udestående, som svarer til udestændet i de store statspapirserier. Ved udgangen af 1. halvår

1997 var der kun noteret 6 realkreditobligationsserier med et udestående på 20 mia.kr. eller derover. Danske investorer opfatter som regel de forskellige realkreditinstitutters obligationer med samme udløbsår og kuponrente som én serie, men blandt andet forholdet vedrørende kreditvurdering kan medføre, at dette ikke gælder for udenlandske investorer. Udlandets placeringer i benchmarkserierne 6 pct. 2026 udgjorde ved udgangen af 2. kvartal 1997 11½ mia.kr., svarende til en fjerdedel af deres placeringer i realkreditpapirer.

Konklusion

Der er betydelig forskel på ejerfordelingerne for danske statspapirer og realkreditpapirer. Udlandet er den eneste investorgruppe, der konsekvent har haft flere midler placeret i danske statspapirer end i realkreditpapirer. Udlændinge har dog gradvist forøget beholdningen af realkreditpapirer, men niveauet er fortsat beskedent. Årsagen kan såvel være manglende kendskab til det danske realkreditmarked som forkærlighed for statspapirer, fordi de minder om de toneangivende obligationer i andre lande.

Investorerne har forskellige præferencer med henhold til restløbetid. Forsikringsselskaber og pensionskasser med langt løbende forpligtelser foretrækker papirer med lang restløbetid, mens finansielle institutioner hovedsageligt placerer i papirer med kort restløbetid. Udlandet foretrækker generelt lange papirer, hvilket kan skyldes, at disse papirer med hensyn til varighed nogenlunde svarer til varigheden af toneangivende obligationer i udlandet.

Siden mindsterenten i efteråret 1996 blev nedsat til 4 pct., er husholdningernes beholdning af især statspapirer faldet, mens beholdningerne af 4 pct. papirer fra andre udstedere er øget. Omlægningen hænger sammen med, at de fleste 4 pct. obligationer udstedes til underkurs, og at kursgevinster på blåstemplede obligationer er skattefri for private investorer.

Sedler og mønter i ØMUens tredje fase

v/Winnie Jakobsen, Internationalt Kontor

Indledning

Ved starten af tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU, vil valutaerne i de lande, der deltager, blive uigenkaldeligt fastlåst i forhold til hinanden, og den nye fælles valuta, euro, indføres som en selvstændig valuta, der træder i stedet for de nationale valutaer. Euroen indføres ikke i Danmark, da den danske regering i forbindelse med Edinburgh-aftalen har meddelt de andre EU-lande, at Danmark ikke vil deltage i tredje fase af ØMU.

I henhold til Maastricht-traktaten skal der træffes foranstaltninger for "en hurtig indførelse" af den fælles valuta. Det er imidlertid ikke nærmere præciseret, hvorledes det konkrete forløb frem til udskiftningen af de nationale valutaer med den fælles valuta rent praktisk skal gennemføres. Især forberedelsen og fremstillingen af de fælles sedler og mønter er tidskrævende. Stats- og regeringscheferne vedtog på topmødet i Madrid i december 1995 et scenarie for overgangen til tredje fase af ØMU.

Nedenfor gennemgås først scenariet for overgangen til tredje fase. Dette strækker sig fra beslutningen om deltagerkredsen er truffet, til de nye sedler og mønter fysisk introduceres, og de nationale sedler og mønter inddrages. Dernæst gennemgås forberedelserne af eurosedlerne og -mønterne. Der er nu truffet beslutning om eurosedlernes og -mønternes udseende og om de tekniske specifikationer for euromønterne. Forberedelsen af eurosedlerne foregår i Det Europæiske Monetære Institut, EMI, der er forløberen for Den Europæiske Centralbank, ECB, mens forberedelsen af euromønterne foregår i gruppen af møntdirektører efter mandat fra Rådet af økonomi- og finansministre, ECOFIN. Afslutningsvis gives der en kort gennemgang af kompetencefordelingen på de to områder.

Overgangsscenariet

Overgangen til tredje fase af ØMU foregår trinvis i henhold til en forudannonceret tidsplan. I den første delperiode etableres ECB og snarest muligt herefter påbegyndes fremstillingen af de fælles sedler og mønter i euro. Denne delperiode starter, når EUs stats- og regeringschefer træffer beslutning om at indlede tredje fase af ØMU, og udpeger de kvalificerede lande - formentligt i begyndelsen af maj 1998 - og slutter ved startdatoen for tredje fase den 1. januar 1999.

Den anden delperiode indledes med den uigenkaldelige fastlåsning af valutakurserne. Denne periode vil vare i op til tre år, der vurderes at være et passende tidsrum til fremstillingen af de nye sedler og mønter. Fremstillingen heraf er den del af de praktiske forberedelser, der er mest tidskrævende. I overgangsperioden vil de nationale valutaer eksistere side om side med den fælles valuta, men der vil i princippet kun være tale om én valuta, euro, der udtrykkes i forskellige enheder (fx D-mark og franske franc). Anvendelsen af euro vil indtil de nye sedler og mønter fysisk introduceres alene omfatte kontopenge, dvs. penge som ikke cirkulerer i form af fysiske sedler eller mønter, men kun eksisterer i skriftlig eller bogføringsmæssig form (fx cheks og kontooverførsler).

Senest den 1. januar 2002 påbegyndes den fysiske introduktion af de nye sedler og mønter. I løbet af perioden på højst seks måneder, inddrages de nationale sedler og mønter gradvist og erstattes af de fælles, der herefter bliver eneste lovlige betalingsmiddel.

Det kan ikke udelukkes, at eurosedlerne og -mønterne introduceres lidt tidligere end 1. januar 2002, der er en upraktisk dato for detailhandelen. Det kan ligeledes ikke udelukkes, at den sidste delperiode forkortes. ECB skal snarest muligt efter oprettelsen og inden starten af tredje fase beslutte og offentliggøre, hvornår de nye sedler og mønter vil blive sat i cirkulation, samt hvornår de nationale sedler og mønter inddrages.

Det forberedende arbejde med eurosedlerne og -mønterne

EMI og gruppen af møntdirektører startede det forberedende arbejde med de nye sedler og mønter i euro i 1992 og har under det hidtidige forløb haft et tæt samarbejde for at tilstræbe sammenhæng i arbejdet. De pålydende værdier af eurosedlerne og -mønterne er søgt fastsat, så det sikres, at det er let at foretage kontantbetalinger af beløb udtrykt i euro og eurocent. De tekniske specifikationer er fastlagt ud fra en målsætning om at sikre, at sedlerne og mønterne er lette at genkende og anvende, beskytte imod falskneri og acceptable for de vigtigste brugergrupper. Blindeorganisationerne og for mønterne tillige repræsentanter for forbrugersammenslutninger og automatindustrien er således blevet hørt med henblik på at tilvejebringe et kompromis mellem de ofte modstridende krav fra disse brugere.

For både sedlerne og mønterne har der været designkonkurrencer om udseendet, hvor EU-juryer har vurderet de indsendte forslag. Der har endvidere været opinionsundersøgelser i 14 af medlemslandene for at vurdere offentlighedens og fagfolks reaktion. Danmark deltog som følge af

Edinburgh-aftalen ikke i designkonkurrencerne og de efterfølgende høringer.

Eurosedlerne

EMI offentliggjorde i forbindelse med Det Europæiske Råds møde i Dublin i december 1996 den udvalgte designserie i den designkonkurrence, der var udskrevet om eurosedlernes udseende. EMI har efterfølgende - i samarbejde med designeren - videreudviklet designudkastene for at indarbejde sikkerhedselementerne og undgå, at der er særlige nationale kendetegn eller referencer til eksisterende bygningsværker. De modificerede design blev offentliggjort i juli 1997 - dog uden gengivelse af samtlige sikkerhedselementer, som påføres de endelige eurosedler - og vil blive overgivet til ECBs styrelsesråd til formel godkendelse, når ECB er etableret i 1998.

Designserien, der er afbildet på næste side, er inspireret af temaet "Tidsalder og stilarter i Europa". Den skildrer den fremherskende arkitektoniske stil gennem forskellige perioder af Europas kulturelle historie ved at fremhæve tre arkitektoniske elementer: Vinduer, portaler og broer. På forsiden af hver seddel er der afbildet vinduer og portaler som et symbol på hensigten om åbenhed og samarbejde i Den Europæiske Union. EUs tolv stjerner er også gengivet. På bagsiden af hver seddel er der afbildet en bro, der er repræsentativ for den respektive tidsalder af den europæiske udvikling og som symbol på kommunikation mellem befolkningerne i Europa og mellem Europa og resten af verden. Desuden er et Europakort afbildet. På eurosedlerne indgår endvidere navnet på den udstedende myndighed, ECB, i de fem officielle forkortelser, navnet på valutaen, euro, med henholdsvis græske og latinske bogstaver og ECB-formandens underskrift.

Forud for designkonkurrencen var gået et forberedende arbejde med udvælgelse af designtemaer og tekniske specifikationer. De tekniske specifikationer vedrører både et antal obligatoriske designkarakteristika og en række avancerede sikkerhedselementer, som vil blive indarbejdet for at beskytte sedlerne imod falskneri. For at gøre det lettere at skelne mellem de enkelte sedler, varierer de syv seddeldenuminationer (5, 10, 20, 50, 100, 200 og 500 euro) i størrelse og farve.

Det resterende forberedende arbejde, herunder produktion af en testseddel, er nu iværksat for at sikre, at fremstillingen af eurosedlerne kan gennemføres planmæssigt, når ECB er oprettet, så sedlerne er færdige til cirkulation senest den 1. januar 2002.



Euromønterne

Vinderforslaget i designkonkurrencen om euromønternes udseende blev offentliggjort i forbindelse med Det Europæiske Råds møde i Amsterdam i juni 1997. På økonomi- og finansministrenes møde i juli 1997 blev der opnået politisk enighed om euromønternes tekniske karakteristika.

Den europæiske designkonkurrence omfattede kun den ene side af mønterne, idet der på økonomi- og finansministrenes møde i Verona i foråret 1996 blev opnået enighed om, at en væsentlig del af den anden side af mønterne - i modsætning til eurosedlerne - skal bære nationale symboler. Der er derfor sideløbende afholdt nationale designkonkurrencer. Den udvalgte designserie i den europæiske konkurrence er opdelt i tre sekvenser, der alle viser Europa i forskellige gengivelser. De tre første mønter (1, 2 og 5 eurocent) viser Europas placering på verdenskortet. Motiverne på de tre efterfølgende mønter (10, 20 og 50 eurocent) symboliserer Europa som en samling af nationer, mens motiverne på mønterne med værdi 1 og 2 euro symboliserer den europæiske union uden grænser. På den fælles side indgår også værdien og navnet på mønten. Ligesom for sedlerne vil designudkastene blive tilpasset med henblik på at opfylde de tekniske specifikationer. Også Europakortet skal tilpasses.

Møntrækken er ligeledes opdelt i tre sekvenser, der varierer ved form, vægt, farve, tykkelse og rand. Mønternes diameter og vægt stiger således med mønternes stigende værdi. Lavværdimønterne (1, 2 og 5 eurocent) er røde med en glat rand. For at tilgodese et ønske fra forbruger- og blindeor-



ganisationerne er der en rille i randen på 2 eurocentmønten, så den er lettere at adskille fra de øvrige små mønter. De mellemste mønter (10, 20 og 50 eurocent) er gule med en grov randrifling. 20 eurocentmønten udformes dog uden rifling og som en såkaldt "spansk blomst", hvilket er en mønt med svagt rundede buer, som det kendes fra den spanske 50 pesetas. 1 og 2 euromønternes høje værdi gør, at der er behov for særlige sikkerhedsforanstaltninger for at reducere mulighederne for forfalskning. Disse mønter udføres derfor i en kombination af to farver i én mønt, som det kendes fra fx nogle af de franske mønter og i et trelagsmateriale i kernen (en såkaldt "sandwich"-teknik). 1 euromønten får således en hvid kerne med en ydre gul del, mens 2 euromønten modsat får en gul kerne med en ydre hvid del. Højværdimønterne er i øvrigt karakteriseret ved en rifling i randen. På 2 euromønten er der desuden en fordybning i kanten samt kantskrift, der gør den er let at adskille fra 1 euromønten.

Ud fra en målsætning om at skabe større accept af euromønterne og beskytte mod falskmøntneri anmodede økonomi- og finansministrene på deres møde i juli 1997 Kommissionen om at fremsætte forslag til en minimal harmonisering af den nationale side. Forslaget vil formentligt være i overensstemmelse med møntdirektørgruppens, hvor det nationale symbol er omgivet af EUs tolv stjerner, møntmærket (kendetegnet for møntfabrikken) og produktionsår. Det er imidlertid uvist om forslaget vil indebære, at kanten må indeholde national tekst. Da euromønterne bliver legalt betalingsmiddel i hele euroområdet, skal der ikke foretages returnering til udstedelsesland.

De særlige sikkerhedskrav til højværdimønterne, der forventes at udgøre omkring 8 pct. af den samlede mængde mønter i omløb, medfører, at disse som de eneste indeholder en mindre andel nikkel. De øvrige seks mønter er nikkelfrie.

Som en del af det videre forberedende arbejde med euromønterne skal der forberedes materiale, så fremstillingen af euromønterne kan gennemføres planmæssigt, når ECB er oprettet, så mønterne er færdige til cirkulation senest den 1. januar 2002.

Kompetence

I henhold til Maastricht-traktaten har ECB eneret til at bemyndige udstedelse af pengesedler i Fællesskabet, og ECB og de nationale centralbanker i euroområdet er de eneste, der kan udstede pengesedler med status af legalt betalingsmiddel i euroområdet. I ØMUens anden fase har EMI ansvaret for den tekniske forberedelse af eurosedlerne.

Retten til at udstede euromønter ligger hos medlemsstaterne med forbehold af ECBs godkendelse af omfanget heraf. ECOFIN har kompetencen til - efter høring af ECB - "at vedtage foranstaltninger med henblik på at harmonisere den pålydende værdi og de tekniske specifikationer for mønterne, i den udstrækning det er nødvendigt af hensyn til mønternes smidige omløb". Kommissionen har derfor med basis i artikel 105a(2) og med baggrund i møntdirektørgruppens forslag samt efter høring af forskellige brugerorganisationer fremsat forslag til ECOFIN i form af en forordning. Det var dette forslag, der, jf. det ovenstående, blev opnået politisk enighed om på økonomi- og finansministrenes møde i juli 1997. Beslutningen om euromønterne skal imidlertid træffes i samarbejde med Europaparlamentet, som nu er inddraget i processen. En formel beslutning om euromønterne kan først træffes, når deltagerne i tredje fase kendes. Beslutningen vil derfor i første omgang blive uformel. Formålet med at fremsætte forslag allerede nu er at tilvejebringe politisk enighed på et tidligt tidspunkt, således at fremstillingen af mønterne kan begynde inden forordningen træder i kraft den 1. januar 1999.

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 april 1997 med en arbejdende kapital over 250 mill.kr. (hovedsagelig ansvarlig kapital og indlån). Til og med marts 1997 banker og sparekasser med en arbejdende kapital over 100 mill.kr.

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

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	26 911	23 870	7 865	•	44 138
1989	4 340	40 564	19 536	32 431	25 045	8 977	•	34 504
1990	3 720	59 599	6 246	37 717	26 983	13 114	•	38 405
1991	3 464	41 099	5 320	44 361	28 211	18 125	•	16 010
1992	3 456	41 508	29 132	32 018	28 020	4 800	5 743	35 075
1993	4 339	70 431	81 689	41 235	29 656	5 455	27 812	94 548
1994	3 790	50 304	61 749	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
April	3 665	98 152	41 202	34 973	36 190	25 363	53 582	23 580
Maj	3 674	105 163	44 396	35 350	36 700	12 352	47 697	52 134
Juni	3 686	106 354	48 628	34 944	37 231	27 258	42 022	47 391

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.

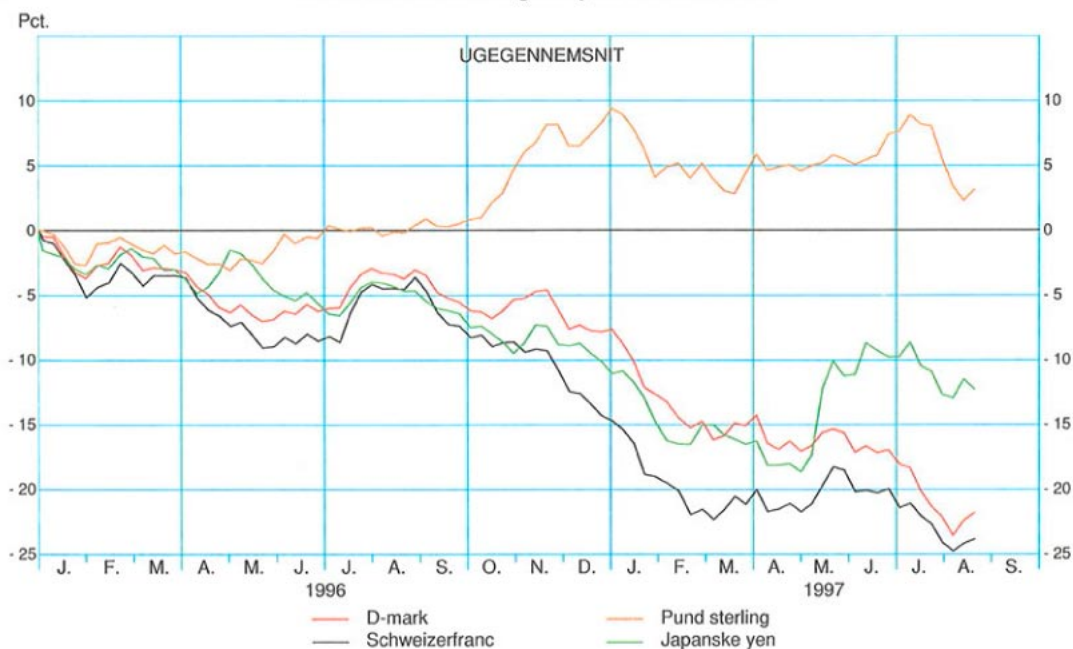
6) I perioden fra og med 1989 til og med 1991 inklusive genkøbskonti.

	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
<i>ECU (XEU)</i>			<i>SDR (XDR)</i>			<i>US-dollar (USD)</i>			
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 2. kv.	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
2. -	743,24	747,68	739,74	902,08	921,60	881,35	652,48	663,90	635,45
April	743,29	745,22	740,87	893,62	900,31	881,35	651,44	659,65	635,45
Maj	742,29	743,81	739,74	898,76	903,04	893,24	648,62	658,25	641,85
Juni	744,15	747,68	740,67	914,29	921,60	907,33	657,42	663,90	652,00
Juli	751,17	754,46	748,12	939,36	955,34	921,85	682,04	702,10	663,85
<i>Britiske pund (GBP)</i>			<i>D-mark (DEM)</i>			<i>Svenske kroner (SEK)</i>			
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 2. kv.	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
2. -	1067,21	1103,67	1043,40	380,85	381,33	380,61	84,72	85,89	83,34
April	1061,70	1071,61	1044,23	380,95	381,33	380,68	84,82	85,89	83,44
Maj	1059,00	1070,48	1043,40	380,81	381,06	380,61	84,46	85,61	83,34
Juni	1081,21	1103,67	1067,45	380,79	381,02	380,67	84,87	85,77	83,67
Juli	1139,99	1172,13	1103,47	380,85	381,22	380,68	87,33	88,84	85,79
<i>Norske kroner (NOK)</i>			<i>Franske franc (FRF)</i>			<i>Belgiske franc (BEF)</i>			
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 2. kv.	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
2. -	92,15	95,56	90,16	112,95	113,26	112,55	18,456	18,477	18,445
April	93,46	95,56	91,92	113,11	113,26	112,89	18,464	18,477	18,450
Maj	91,78	92,71	91,28	112,92	113,09	112,68	18,450	18,466	18,446
Juni	91,14	92,34	90,16	112,81	112,98	112,55	18,453	18,466	18,445
Juli	91,64	92,58	90,63	112,88	113,01	112,64	18,449	18,463	18,436
<i>Schweizerfranc (CHF)</i>			<i>Hollandske gylde (NLG)</i>			<i>Italienske lire (ITL)</i>			
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 2. kv.	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
2. -	451,54	459,73	440,48	338,60	339,03	338,24	0,3860	0,3901	0,3810
April	445,70	449,14	440,48	338,75	339,03	338,39	0,3848	0,3872	0,3810
Maj	453,13	459,30	446,57	338,59	338,78	338,31	0,3854	0,3871	0,3832
Juni	456,10	459,73	452,29	338,46	338,61	338,24	0,3879	0,3901	0,3843
Juli	460,52	468,96	453,47	338,24	338,59	337,86	0,3911	0,3926	0,3897

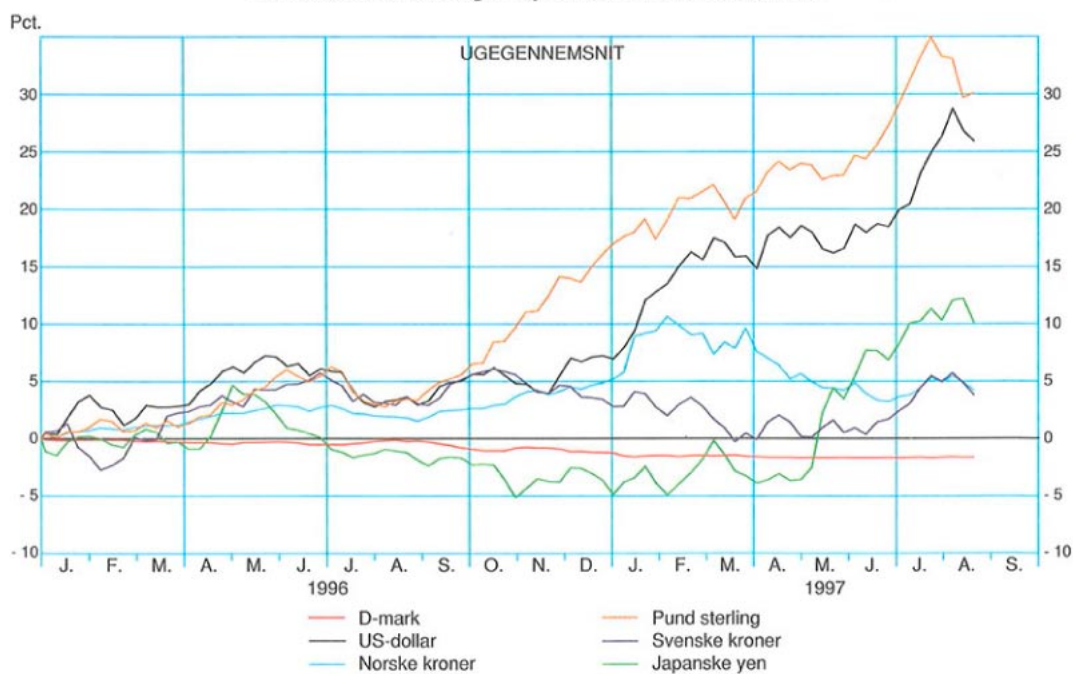
Anm.: Bortset fra SDR er de anførte kurser fastsat på grundlag af markedskurserne. SDR-kursen er beregnet på basis af markedskursen på de valutaer, der indgår.

	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
Finske mark (FIM)				Islandske kroner (ISK)			Østrigske schilling (ATS)		
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 2. kv.	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
2. -	126,80	128,03	125,97	9,23	9,43	9,05	54,114	54,180	54,077
April	127,04	128,03	125,97	9,15	9,21	9,05	54,126	54,180	54,092
Maj	126,26	126,74	125,99	9,21	9,24	9,16	54,106	54,146	54,077
Juni	127,10	127,69	126,37	9,34	9,43	9,28	54,109	54,148	54,089
Juli	128,50	129,34	127,73	9,59	9,75	9,41	54,128	54,181	54,102
Spanske pesetas (ESP)				Portugisiske escudos (PTE)			Canadiske dollar (CAD)		
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 2. kv.	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
2. -	4,510	4,526	4,494	3,783	3,814	3,756	470,65	481,58	458,99
April	4,512	4,522	4,494	3,797	3,814	3,783	467,46	472,09	458,99
Maj	4,512	4,526	4,495	3,781	3,795	3,757	469,89	478,17	461,97
Juni	4,507	4,514	4,497	3,770	3,779	3,756	474,78	481,58	470,35
Juli	4,515	4,527	4,503	3,772	3,778	3,768	495,37	506,53	481,46
Japanske yen (JPY)				Irske pund (IEP)			Græske drachmer (GRD)		
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 2. kv.	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
2. -	5,4631	5,8739	5,1466	995,20	1016,65	974,85	2,401	2,424	2,373
April	5,1890	5,2347	5,1466	1010,87	1016,65	992,72	2,410	2,424	2,398
Maj	5,4566	5,6753	5,1718	982,27	989,37	974,85	2,388	2,398	2,373
Juni	5,7574	5,8739	5,6242	991,68	1002,69	977,52	2,403	2,416	2,387
Juli	5,9222	6,0372	5,7878	1020,92	1031,79	1004,53	2,428	2,440	2,416
Australiske dollar (AUD)				Newzealandske dollar (NZD)					
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 2. kv.	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			
2. -	501,81	516,15	491,96	450,53	458,65	441,80			
April	507,36	515,79	496,10	451,08	458,65	441,80			
Maj	502,40	516,15	492,17	448,56	454,57	444,48			
Juni	495,40	503,13	491,96	451,93	456,06	448,59			
Juli	506,30	521,78	494,90	451,80	457,00	445,45			

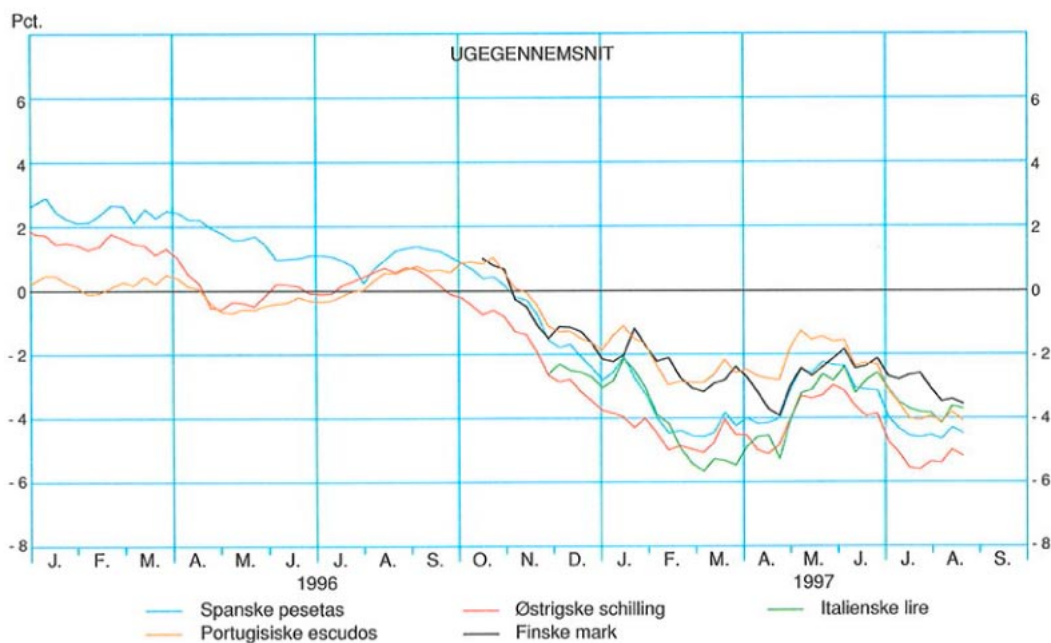
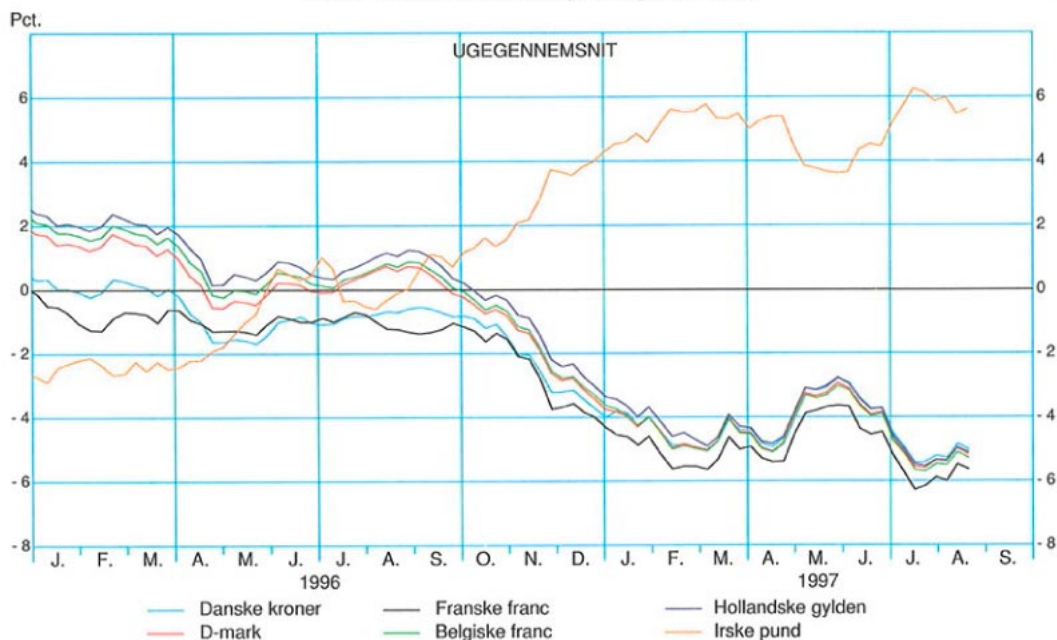
Valutakursudviklingen i forhold til dollar



Valutakursudviklingen i forhold til danske kroner

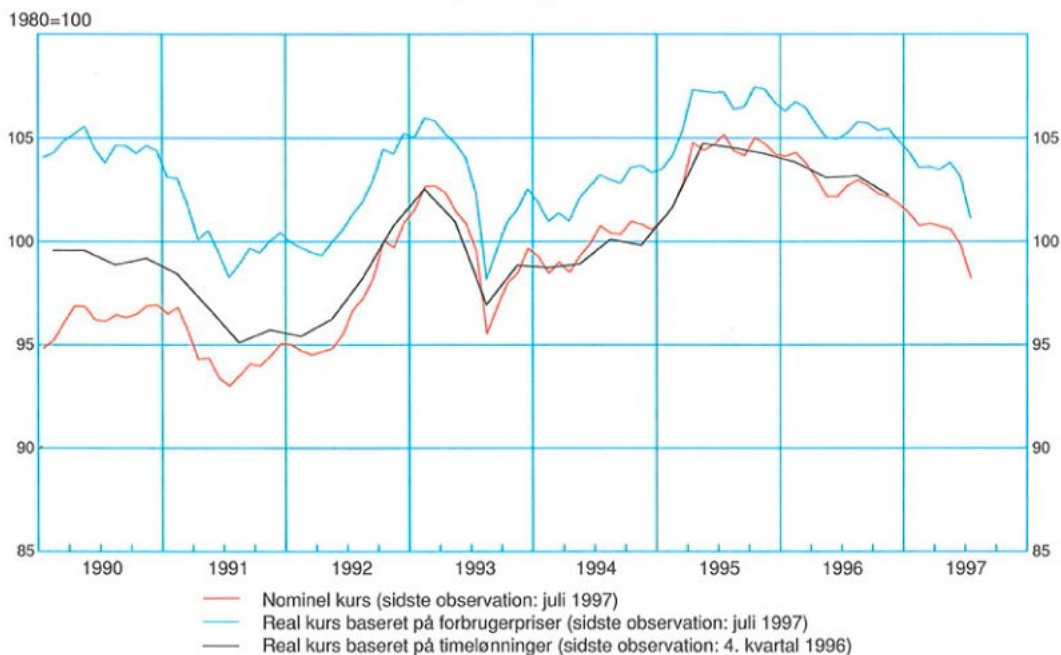


Anm.: Figurene viser, hvor mange procent kursen på de pågældende valutaer, udtrykt i dollars respektive kroner, er ændret siden 31. december 1995.



Anm.: Figurene viser EMS-valutaernes relative placering i forhold til centralkurserne. De enkelte valutaers placering er centreret omkring et nulpunkt, 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 Månedssstatistik" 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	209,3	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	232,3	103,1
1996 2. kv.	102,5	199,7	194,5	105,2	232,8	231,5	103,1
3. -	102,8	200,1	194,8	105,6	233,9	233,0	103,2
4. -	102,1	201,4	195,4	105,2	235,3	234,8	102,3
1997 1. kv.	101,0	202,0	196,5	103,8	238,5	237,0	101,7
2. -	100,4	203,8	197,7	103,5	...	...	...
1996 Juni	102,2	199,8	194,5	104,9	•	•	•
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	104,3	•	•	•
Feb.	100,8	202,0	196,5	103,6	•	•	•
Marts	100,9	202,1	196,7	103,6	•	•	•
April	100,7	202,7	197,3	103,5	•	•	•
Maj	100,6	204,1	197,8	103,8	•	•	•
Juni	99,8	204,6	198,0	103,2	•	•	•
Juli	98,3	204,1	198,3	101,1	•	•	•

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

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

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

Priser og lønninger

	Engrosprisindeks ¹⁾	Forbrugerprisindeks ²⁾	Nettoprisindeks ²⁾	Timefortjeneste ³⁾	Engrosprisindeks ¹⁾	Nettoprisindeks ²⁾	Timefortjeneste, årsgennemsnit 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	133,00
1992	- 1,1	2,1	2,1	2,8	99,3	282,5	137,00
1993	- 0,6	1,2	1,4	2,3	98,7	286,5	140,00
1994	1,4	2,0	1,6	3,8	100,1	291,2	146,00
1995	2,9	2,1	2,0	3,7	103,0	296,9	151,00
1996	1,1	2,1	2,0	3,7	104,1	302,7	157,00
1996 2. kv.	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	3,9	104,8	306,2	•
2. -	1,9	2,1	2,1	4,1	106,3	309,1	•

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

1) Eksklusive alle indirekte skatter bortset fra told og importafgifter. Vægtene er fra og med april 1994 baseret på engrosomsætningen i 1990.

2) Forbrugerprisindekset belyser de faktiske detailpriser, som forbrugerne betaler, mens nettoprisindekset opgøres eksklusive indirekte

skatter og pristilskud. Vægtene i begge indeks er siden februar 1991 baseret på sammensætningen af det private forbrug i 1987.

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



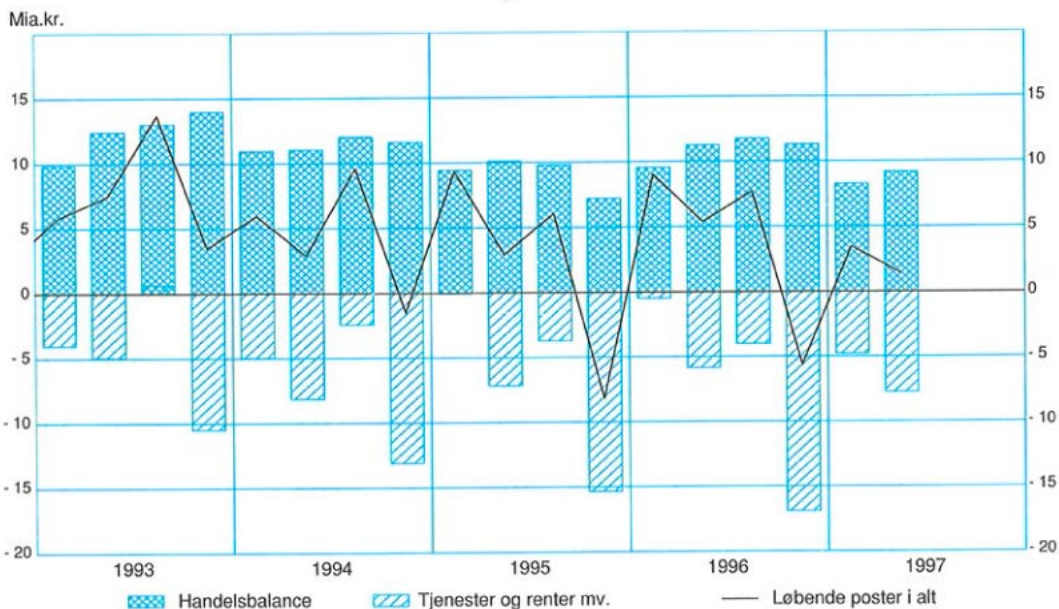
Ultimo ¹⁾	Guld	Fordringer på udlandet	Fordringer på Det Europæiske Monetære Institut	Fordringer på Den Internationale Valutafond (SDR)	Reservestilling over for IMF ²⁾	I alt (brutto)	Forpligtelser over for udlandet	I alt (netto) ³⁾
	Millioner kroner							
1986	4 675	33 562	392	1 862	1 143	41 634	5 770	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 April	3 481	84 321	5 435	904	3 414	97 555	666	96 889
Maj	3 495	79 252	5 435	921	3 414	92 517	1 282	91 235
Juni	3 497	75 356	5 435	921	3 414	88 623	2 084	86 539
Juli	3 479	70 827	5 214	921	3 482	83 923	1 846	82 077
Aug.	3 479	67 857	5 214	940	3 463	80 953	2 331	78 622
Sept.	3 483	72 248	5 214	942	3 463	85 350	1 409	83 941
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
April	3 665	88 587	5 032	1 372	3 422	102 078	261	101 817
Maj	3 674	95 066	5 032	1 912	3 422	109 106	269	108 837
Juni	3 686	96 659	5 032	1 882	3 335	110 594	554	110 040

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

2) Danmarks kvote minus Valutafondens beholdning af danske kroner.

3) Kursreguleringer af valutarenserven 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	43,9	2,8	- 4,2	- 26,8	0,9	16,6	- 17,8	13,6	20,8
1996 1. kv. ..	9,6	0,6	- 2,1	- 3,7	4,7	9,1	- 14,7	1,8	22,0
2. - ..	11,3	1,2	- 0,5	- 6,6	0,0	5,4	9,2	- 4,7	0,9
3. - ..	11,8	0,5	0,2	- 4,7	0,1	7,7	4,0	6,3	- 2,6
4. - ..	11,3	0,5	- 1,7	- 11,8	- 4,0	- 5,6	- 16,3	10,2	0,5
1997 1. kv. ..	8,3	- 0,6	- 2,6	- 4,8	3,2	3,5	- 18,0	12,3	9,2
2. - ..	9,2	0,4	- 1,4	- 4,7	- 2,1	1,4	- 7,1	- 7,1	15,6

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⁾		Porteføljeinvesteringer ³⁾	Låntagning		Långivning ²⁾	Pengeinst. udlandsstilling ⁵⁾	I alt	
		Indadgående	Udadgående		Virksomheder ²⁾⁴⁾	Privatpersoner				
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>	375,1	<u>211,5</u>	31,6	<u>29,7</u>	•	661,2	682,0
1992	92,3	67,2	16,0	667,5	180,5	29,9	25,6	•	986,6	1 078,9
1993	211,5	48,9	38,5	1 251,6	170,1	12,3	51,6	•	1 572,9	1 784,5
1994	68,1	57,6	28,0	1 334,6	108,0	11,7	146,5	•	1 686,5	1 754,6
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 2. kv.	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
2. -	19,7	21,4	9,2	319,2	44,8	0,9	19,4	•	414,8	434,5
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>	360,6	<u>208,8</u>	18,6	<u>38,3</u>	•	642,1	697,9
1992	87,4	61,0	29,4	604,0	194,3	40,7	24,7	•	954,0	1 041,5
1993	154,9	38,0	47,4	1 168,1	179,7	13,1	54,2	•	1 500,5	1 655,3
1994	95,6	26,4	53,7	1 408,9	126,3	13,9	144,7	•	1 773,9	1 869,6
1995	99,9	35,0	49,3	1 162,6	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 2. kv.	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
2. -	20,4	17,5	17,1	300,0	45,8	0,8	19,8	•	400,9	421,3
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 2. kv.	- 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	25,8	19,8	18,0
2. -	- 0,7	4,0	- 8,0	19,2	- 1,0	0,1	- 0,4	- 6,1	7,8	7,1

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

1) Omfatter staten, 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 nulcuponpapirer og driftsresultat i udenlandske filialer. Udlandsstillingen er specificeret på side 19.

	Danske værdipapirer							Udenlandske værdipapirer			
	Aktier	Obligationer mv.					I alt	Aktier	Obliga- tioner mv.		I alt
		i kroner				i frem- med 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 2. kv.	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
2. -	12,0	237,5	13,0	1,5	30,0	4,8	298,9	9,5	0,9	9,9	20,3
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 2. kv.	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
2. -	10,6	225,8	7,3	2,4	22,3	4,0	272,4	15,7	1,7	10,2	27,5
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 2. kv.	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
2. -	1,5	11,6	5,7	- 0,9	7,7	0,8	26,4	- 6,2	- 0,7	- 0,3	- 7,2

	Import (cif)				Eksport (fob)				Handels- balance
	I alt	heraf			I alt	heraf			
		Varer til erhvervene	Brændsels- stoffer mv.	Varer til forbrug samt per- sonbiler		Landbrugs- produkter ¹⁾	Industri- produkter	Brændsels- stoffer mv.	
Milliarder kroner									
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	260,1	152,1	12,6	81,7	295,3	42,8	216,5	13,4	35,2
1996 1. kv. ..	64,1	37,9	2,6	20,0	71,5	10,9	52,8	2,8	7,4
2. - ..	63,7	37,7	3,2	19,4	72,9	11,8	52,5	2,9	9,2
3. - ..	62,4	35,9	3,1	21,0	72,0	9,7	53,8	3,4	9,6
4. - ..	69,8	40,7	3,8	21,3	78,9	10,4	57,5	4,3	9,1
1997 1. kv. ..	68,6	39,4	3,8	21,9	74,6	11,2	53,8	3,7	6,0
2. - ..	72,6	42,8	3,5	22,4	79,3	12,6	57,4	3,5	6,7

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

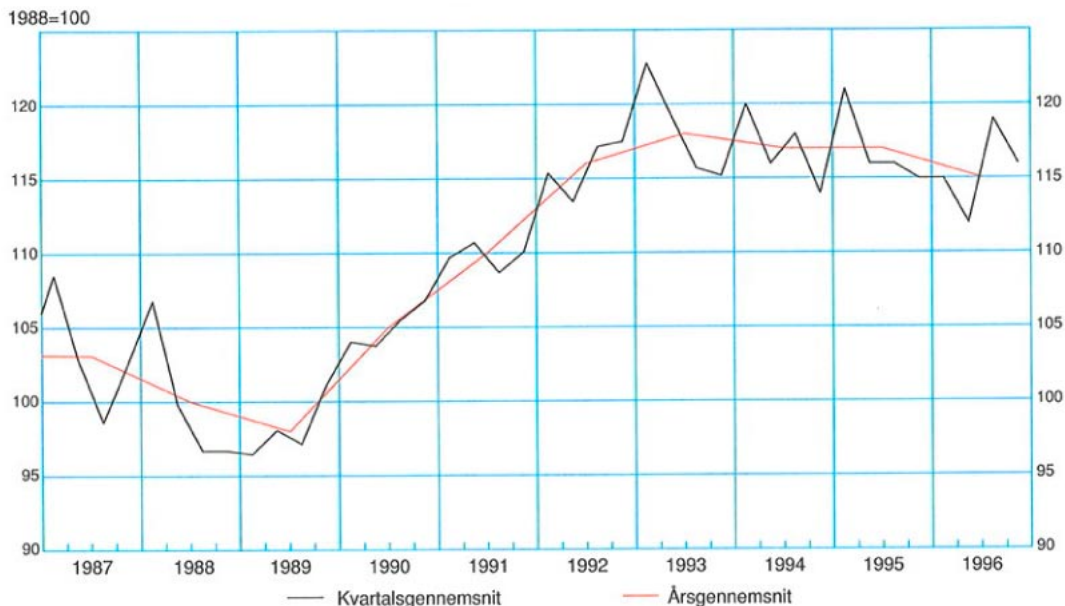
	Kvantumindeks		Indeks for enhedsværdier		Bytteforhold ¹⁾
	1985=100		1985=100		
	Eksport	Import	Eksport	Import	1985=100
1987	104	106	95	86	110
1988	110	104	94	87	108
1989	118	107	100	93	107
1990	125	111	98	90	110
1991	133	116	99	90	110
1992	139	121	97	87	111
1993	135	112	95	85	111
1994	145	127	96	86	112
1995	153	135	96	88	110
1996	155	135	98	88	112
1996 1. kvt.	153	134	99	90	110
2. -	154	130	99	89	111
3. -	151	131	98	88	112
4. -	161	140	99	88	112
1997 1. kvt.	156	136	100	90	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								
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	90	117
1995	152	92	113	137	117	110	87	117
1996	145	86	111	146	114	110	85	115
1994 1. kv.	166	94	113	118	115	111	96	120
2. -	155	91	112	126	113	108	94	116
3. -	156	92	107	131	118	113	83	118
4. -	149	95	105	116	118	115	88	114
1995 1. kv.	158	96	111	138	121	112	96	121
2. -	148	91	116	130	119	108	89	116
3. -	150	91	109	144	114	116	76	116
4. -	150	90	115	135	114	106	86	115
1996 1. kv.	143	84	112	149	114	111	88	115
2. -	146	81	112	139	106	101	91	112
3. -	150	91	111	151	120	118	80	119
4. -	141	89	108	146	117	109	81	116

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 databrud i oplysningerne om de enkelte delmarkeder.

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

Statsfinanserne
(Ifølge statsregnskab)

Finansår	Overskud på drifts-, anlægs- og udlåns-budgettet	Netto-udgifter på kapital-budgettet ¹⁾²⁾	Brutto-kasse-overskud ²⁾	Afviklet ved			
				Indenlandsk låntagning			Udenlandsk låntagning ³⁾
				Salg af statspapirer	Formindskelse af indestående i Nationalbanken	Andet	
Milliarder kroner							
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	140,2	- 171,5	137,2	21,7	- 0,1	12,7
1996	- 21,5	105,5	- 126,9	96,0	2,7	- 0,1	28,4
1997 ⁴⁾	3,7	93,3	- 89,6	...	...	...	...
1998 ⁴⁾	7,0	122,2	- 115,2	...	...	...	...

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 august 1997.

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-kelse af indestå-ende i National-banken ³⁾
					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 2. kv. ..	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
2. - ...	26,8	1,7	8,5	16,6	26,8	- 12,7	0,4	- 0,1	2,3

Anm.: Finansieringsbehovet er beregnet ud fra Nationalbankens balance. Ved beregningen er der til og med 1991 set bort fra ændring af postgiromidler. Fra og med 1989 eksklusive afdrag på kortfristet udenlandsk statsgæld (Commercial Paper). Fra og med 1990 eksklusive afdrag på kortfristet indenlandsk statsgæld (skatkammerbeviser). Ved opkøb af statspapirer indgår de opkøbte papirer i afdrag til transaktionsværdi. Når de opkøbte papirer forfalder, reduceres afdrag med papirernes 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 eksklusiv 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
1996	9,8	9,2	19,0	0,5	32,4	14,1	47,0
1995 3. kv. ..	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. ...	9,0	9,4	18,4	0,4	34,3	14,0	48,8
2. - ..	5,1	9,4	14,4	0,5	33,8	13,8	48,1

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 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
April ..	291,7	16,1	45,6	33,9	41,9	33,3	3,5	108,2	574,2
Maj ...	311,3	16,1	45,1	31,4	43,2	33,5	3,8	112,3	596,7
Juni ...	324,7	16,6	47,4	30,4	43,5	33,3	3,9	124,6	624,3

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

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

Pengeinstitutternes beholdning af obligationer og aktier

Ultimo		Indenlandske enheder					Udenlandske enheder ²⁾		I alt
		Obligationer			Aktier		Danske kroneobligationer	Andre obligationer og aktier	
		Danske		Udenlandske	Danske	Udenlandske			
		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	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
	April	93,5	74,6	37,0	15,5	9,0	0,6	51,1	281,3
	Maj	90,5	83,3	39,2	15,7	9,2	0,6	52,2	290,7
	Juni	88,9	86,2	37,6	16,0	9,4	0,8	53,1	292,1

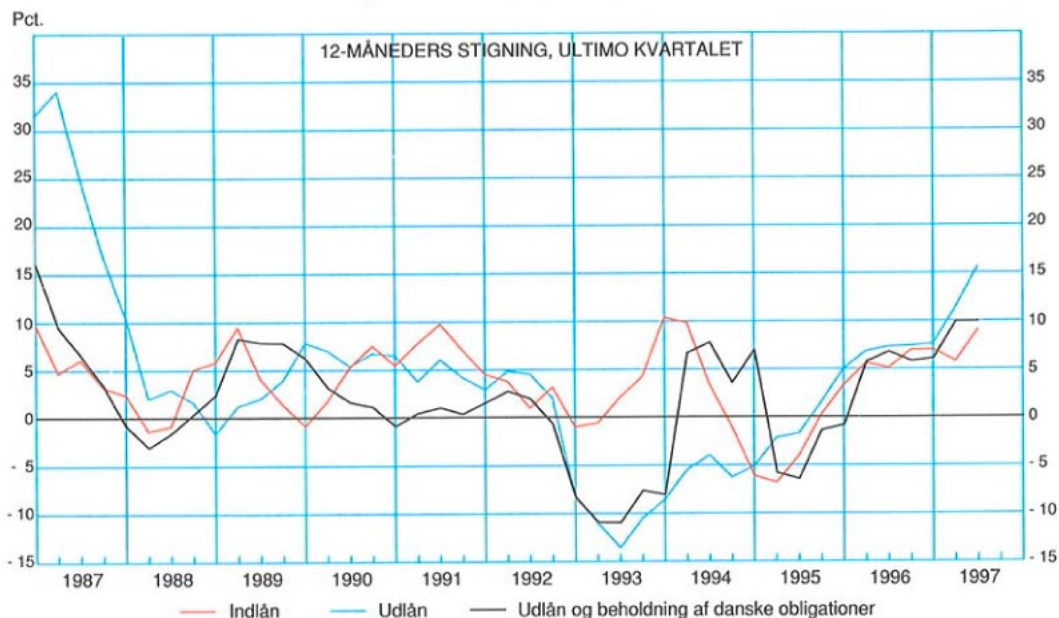
Anm.: I 1989 og 1990 er pengeinstitutternes obligationsbeholdninger påvirket af genkøbsforretninger med Nationalbanken. Fra og med 1991 eksklusive aktier i datterbanker mv.

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 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 ..	510,7	22,7	35,9	25,4	0,3	1,7	6,1	80,5	683,4
April ..	531,2	21,6	39,4	25,4	0,2	1,8	4,9	62,3	686,8
Maj ...	538,6	19,9	38,7	28,1	0,3	1,7	4,5	62,0	694,0
Juni ...	530,4	18,4	38,2	21,5	0,2	1,7	4,5	74,1	689,1

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

Ultimo		Erhvervsmæssige								Ikke-erhvervsmæssige		I alt
		Landbrug, fiskeri og råstofudvinding	Fremstillingsvirksomhed mv. ¹⁾	Bygge- og anlægsvirksomhed	Handel, transport mv.	Finansieringsvirksomhed, ejendoms-handel mv. ²⁾	Offentlig forvaltning og andre tjenesteydelser	Øvrige erhverv	I alt			
										Studielån 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
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
1997	Marts	16,9	31,2	7,5	50,9	67,7	16,3	4,3	194,7	•	124,0	318,8
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
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
1997	Marts	16,7	36,9	10,1	44,5	77,5	44,0	11,5	241,2	•	292,2	533,4

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 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	61,7	188,7	37,8	288,1	109,7
April ..	92,5	238,5	52,1	383,1	65,2	167,8	45,2	278,3	104,8
Maj ...	89,9	245,0	54,5	389,5	67,3	164,7	48,1	280,1	109,3
Juni ...	91,8	248,2	56,1	396,1	60,1	168,9	51,5	280,6	115,5

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

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

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

Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling

	Inddækning af			Ud- og indlånsforretninger i kroner med udlændinge	Andre faktorer, herunder pengeinstitutternes positioner for egen regning	Samlet ændring af udlandsstillingen
	Ud- og indlånsforretninger i valuta med danske kunder	Valutaterminsforretninger med				
		indenlandske kunder	udlændinge			
	Milliarder kroner					
1992	2,4	- 6,9	49,9	1,8	7,3	54,6
1993	10,2	14,9	66,7	61,5	- 12,7	140,6
1994	- 1,0	7,1	- 72,3	- 6,7	- 11,3	- 84,2
1995	1,2	- 11,8	5,4	- 1,5	11,8	5,1
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	3,3	- 12,4	- 26,1
2. -	- 3,2	6,3	1,4	- 12,8	14,1	5,8

*Valuta- og landefordeling
af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender*

Ultimo	Aktiver			Passiver		
	September 1996	December 1996	Marts 1997	September 1996	December 1996	Marts 1997
	Milliarder kroner					
Valutafordeling						
<i>I danske kroner</i>						
med egne enheder	32,6	35,8	46,2	2,7	1,5	5,0
med andre banker mv.	77,0	71,1	72,7	46,5	41,1	40,4
med ikke-banker	37,1	42,3	47,4	28,8	26,3	34,7
I alt danske kroner	146,7	149,1	166,3	78,1	69,0	80,0
<i>I fremmed valuta</i>						
med egne enheder	60,1	65,4	61,6	31,3	27,6	45,2
med andre banker mv.	64,4	69,1	79,3	97,4	114,3	128,2
med ikke-banker	63,3	59,6	59,2	22,8	19,6	24,3
I alt fremmed valuta	187,8	194,1	200,1	151,5	161,5	197,8
I alt	334,4	343,2	366,4	229,6	230,4	277,8
Landefordeling						
Belgien	15,0	12,3	14,8	10,3	12,7	12,3
Tyskland	15,5	13,4	15,6	12,5	12,6	16,2
Finland	11,6	8,3	12,2	2,0	3,5	6,7
Frankrig	18,8	23,1	15,9	17,5	16,3	11,5
Grækenland	0,6	0,5	0,4	0,2	1,1	0,9
Holland	9,5	7,0	11,0	12,4	8,7	8,6
Irland	11,3	13,8	14,1	3,5	3,0	2,8
Italien	6,0	4,8	6,0	1,7	2,5	2,4
Luxembourg	28,1	20,9	25,6	18,8	15,2	14,3
Portugal	0,8	0,4	0,6	0,7	0,6	1,0
Spanien	4,2	2,1	1,7	2,8	1,8	1,9
Storbritannien	80,5	98,3	107,5	55,1	61,7	81,7
Sverige	33,3	38,6	46,3	19,1	20,2	23,8
Østrig	0,9	1,9	1,6	1,8	2,1	2,4
EU-lande i alt	236,1	245,3	273,1	158,3	162,0	186,5
Norge/Island	6,8	7,0	14,3	2,0	1,9	2,6
Canada	0,2	0,5	0,9	0,9	0,4	1,3
Japan	3,6	3,3	2,1	0,9	0,5	0,9
Schweiz	4,7	5,5	6,0	7,7	5,4	7,3
USA	21,7	21,1	13,0	10,2	5,7	13,0
Australien/New Zealand	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2
OECD-lande i alt	273,4	282,7	309,5	180,3	176,0	211,8
Cayman Islands	18,2	12,5	12,6	1,4	2,8	8,9
Hong Kong	4,1	4,2	5,1	1,2	0,6	1,5
Singapore	29,0	33,3	27,3	3,1	2,7	1,1
Øvrige "Offshore Banking" centre	0,3	0,3	0,4	1,1	1,0	0,8
Øvrige Europa ¹⁾	6,6	7,0	7,5	4,6	4,8	6,2
Øvrige Latinamerika	0,3	0,5	0,6	0,8	1,5	2,0
Øvrige Mellemøsten	0,8	0,9	1,0	1,7	2,1	2,1
Øvrige Afrika	0,1	0,1	0,2	0,5	0,4	0,6
Øvrige Asien	1,2	1,2	1,4	0,8	0,9	0,9
Uoplyst mv.	0,4	0,5	0,8	3,5	5,9	5,3
International udstedelse af værdipapirer	•	•	•	30,5	31,7	36,7
I alt	334,4	343,2	366,4	229,6	230,4	277,8

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

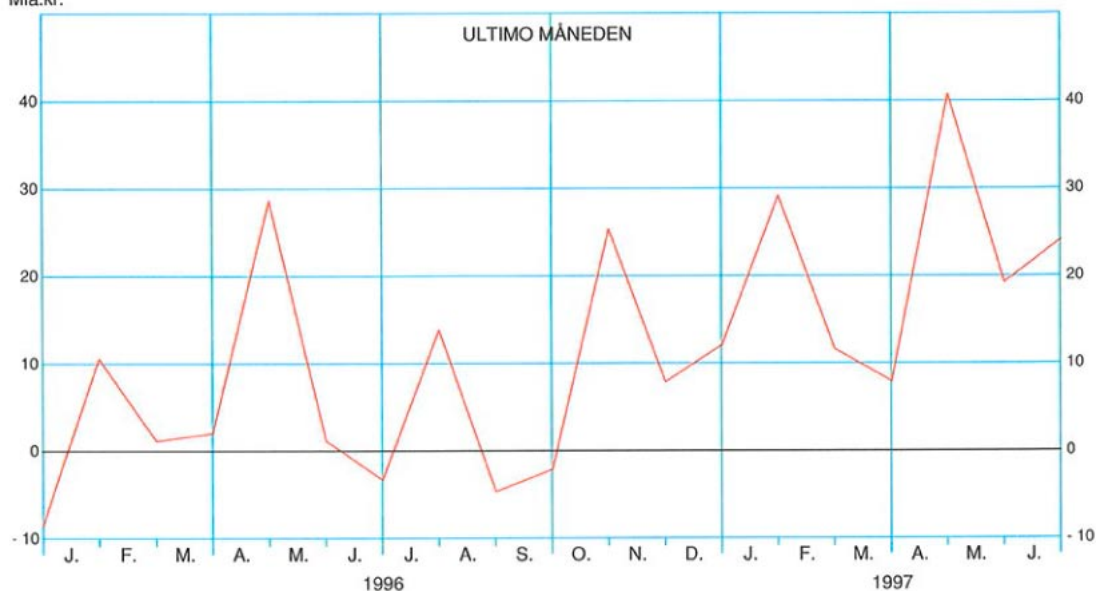
Ultimo	Juni 1995	December 1995	Juni 1996	December 1996
	Milliarder kroner			
Belgien	12,8	9,1	10,4	12,4
Tyskland	12,2	16,8	18,1	20,6
Finland	12,7	10,6	14,5	17,9
Frankrig	13,1	12,6	16,6	18,9
Grækenland	1,3	1,4	1,4	1,3
Holland	11,7	7,5	6,5	6,6
Irland	8,5	8,7	6,1	9,3
Italien	6,0	5,3	4,5	7,1
Luxembourg	6,3	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
EU-lande i alt	212,3	201,7	261,2	277,7
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 valutaindlånende samt udenlandske enheders fordringer på lokale kunder i lokal valuta. Eksklusive garantier og aktier.

1) Inklusive Gibraltar.

Mia.kr.



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 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	•	•
April ...	53 126	17 601	29 944	40 783	1 341	•	•
Maj	47 257	1 452	29 442	19 267	1 473	•	•
Juni	41 715	9 108	26 695	24 128	1 393	•	•

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

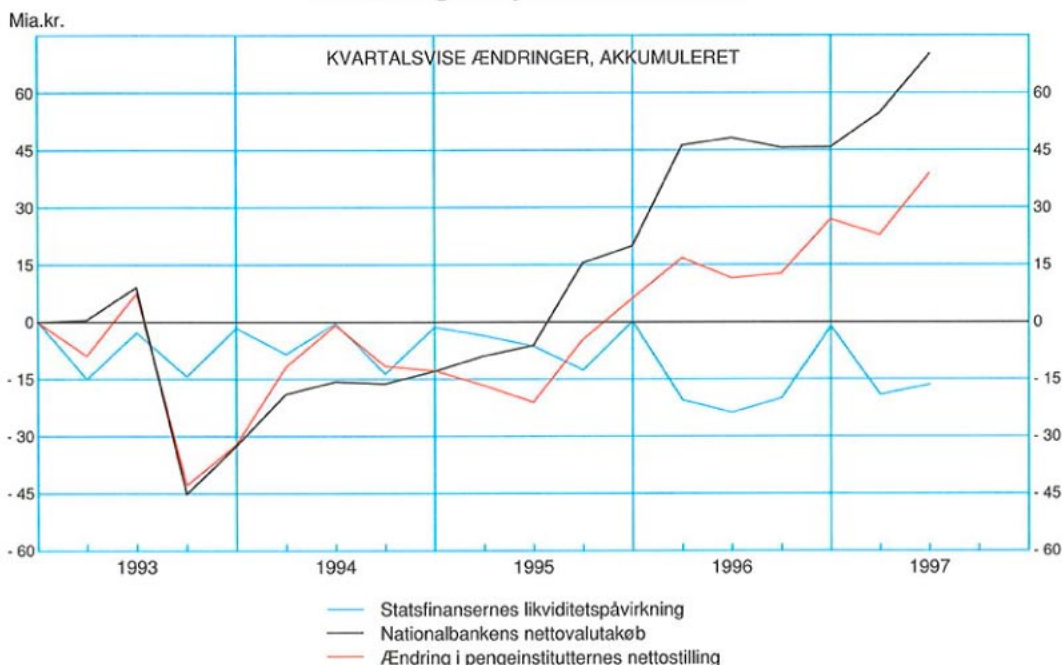
2) Nominel værdi. I 1986 indlænsbeviser.

3) Eksklusive VP-afviklingskonti.

4) Omfatter lån på indlænsbeviser (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 indlænsovervågnings-systemet fastsatte basisstigningstakt for de enkelte pengeinstitutters indenlandske indlån. Indlænsovervågningsystemet 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.



	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 3. kv. .	32,5	- 38,7	- 6,2	21,7	0,3	0,6	16,4	- 19,3
4. - .	34,8	- 22,0	12,7	4,4	- 1,1	- 5,2	10,8	- 8,5
1996 1. kv. .	21,1	- 41,6	- 20,6	26,4	0,6	4,1	10,6	2,1
2. - .	19,3	- 22,6	- 3,3	1,9	- 0,6	- 3,3	- 5,3	- 3,3
3. - .	22,9	- 19,1	3,8	- 2,5	0,0	- 0,1	1,2	- 2,1
4. - .	31,5	- 12,6	18,8	0,1	- 0,1	- 4,6	14,2	12,1
1997 1. kv. .	14,9	- 32,8	- 17,9	9,0	0,1	4,6	- 4,1	8,0
2. - .	25,1	- 22,5	2,6	15,4	- 0,3	- 1,5	16,2	24,1

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

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

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

4) Ændring i valutaservens eksklusive statens nettolåntagning i udlandet og statens nettosalg af ECU-obligationer.

5) Eksklusive Nationalbankens handel med ECU-obligationer.

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

Ultimo	Sedler og mønt ¹⁾	Indskud i pengeinstitutterne ²⁾			Pengemængden	Stigning i pengemængden i forhold til samme tidspunkt året før
		Anfordring	Opsigelse	Tidsindskud ³⁾		
	Milliarder kroner					Procent
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 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	273,5	32,5	108,1	445,5	6,1
April	31,6	290,5	32,1	111,7	465,9	2,9
Maj	32,4	297,0	36,5	107,6	473,5	8,4
Juni	32,3	293,1	36,9	101,1	463,4	8,4

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 gevinstopsparende.

- 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⁾	Obligationsskøb ³⁾⁴⁾	Stigning (-) i indskud på særlige indlånsformer mv. ⁵⁾	Stigning (-) i nettoindskud fra realkreditinstitutter mv. ⁶⁾	Ændring i pengeinstitutternes udlånsstilling	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 2. kv. ...	- 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. kv. ...	- 17,9	16,0	8,3	0,7	6,1	- 26,1	9,0	9,5	5,7
2. - ..	2,6	22,5	- 12,6	1,3	- 14,8	5,8	15,5	- 2,4	17,9

- 1) Forøget med statens nettolåntagning i udlandet og statens netto salg 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 gevinstopsparende 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 netto salg 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 indlånende.

	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	43,2	- 0,4	- 5,3	51,4
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	- 2,8	7,5
2. -	22,6	- 3,3	19,3	8,9	- 1,4	7,8	0,2	- 0,9	14,6
3. -	- 0,3	3,8	3,6	- 0,1	- 2,1	23,1	0,8	- 2,2	19,6
4. -	- 19,0	18,8	- 0,2	9,7	- 3,3	2,0	0,5	0,7	9,6
1997 1. kv.	2,5	- 17,9	- 15,4	16,6	- 3,1	17,4	- 4,3	- 1,0	25,7
2. -	14,0	2,6	16,6	23,5	1,2	17,0	- 3,9	- 0,2	37,6

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 korregeret for anslåede ordinære afdrag. Fra og med 1994 er for realkreditinstitutterne benyttet nettoudlån inklusive løbetidsopskrivning.

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

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

3) Se side 14 nederst.

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

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

*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 3. kv.	122,5	43,4	114,6	102,9	390,7	774,2
4. -	122,0	44,3	113,8	103,9	399,7	783,8
1996 1. kv.	125,2	45,6	117,8	105,2	408,0	801,6
2. -	124,7	46,0	115,0	104,4	415,3	805,3
3. -	126,8	47,4	118,8	106,0	428,8	827,9
4. -	125,9	47,4	115,9	106,0	434,9	830,1
1997 1. kv.	128,0	48,6	116,7	107,0	442,3	842,6
2. -	126,9	49,5	116,1	107,5	454,1	853,9
Beregnet kontantsaldo²⁾						
1995 3. kv.	122,5	44,2	116,3	103,5	391,2	777,7
4. -	121,6	45,4	116,1	104,4	399,9	787,4
1996 1. kv.	125,3	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. kv.	128,6	48,3	115,2	106,5	441,0	839,6
2. -	127,2	49,6	114,7	107,2	452,6	851,3
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 3. kv.	2,4	0,7	1,2	1,0	5,1	10,4
4. -	- 0,9	1,3	- 0,2	0,9	8,7	9,7
1996 1. kv.	3,4	1,1	- 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. kv.	3,0	1,0	- 0,5	0,8	6,9	11,2
2. -	- 1,4	1,3	- 0,4	0,7	11,5	11,7

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.

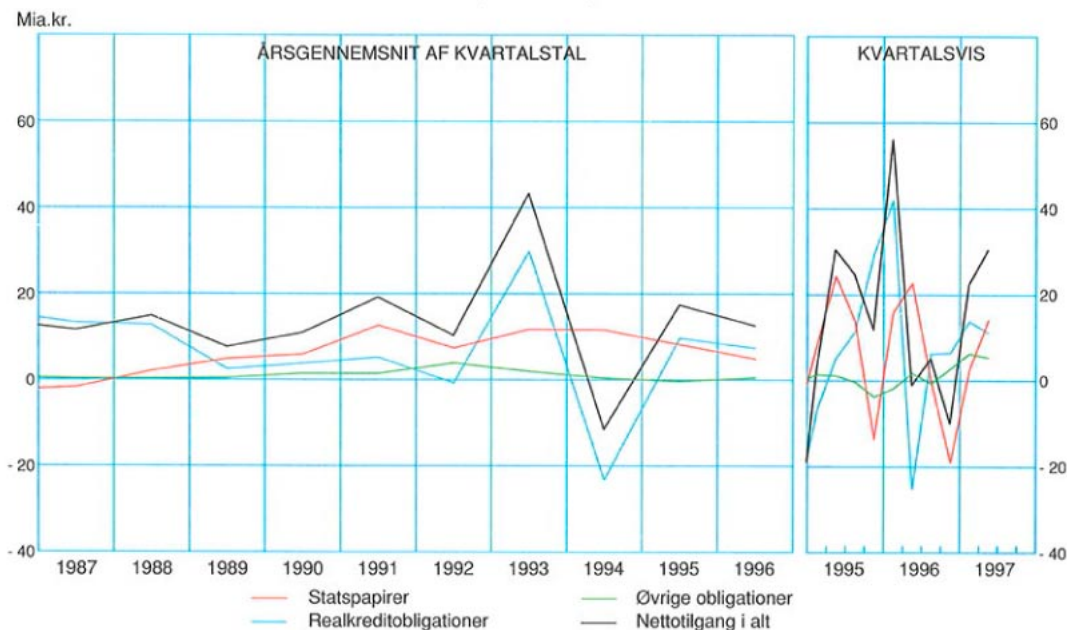
*Realkreditinstitutternes indenlandske udlån,
nyudlån, indfrielse og afdrag*

27

	Støttet byggeri	Erhvervsjendomme			Ejerboliger og fritidshuse	I alt
		Privat boligud- lejning	Byerhverv	Landbrug		
Bruttonydlån						
1994	22,2	13,9	46,7	34,8	141,6	259,1
1995	9,1	8,4	23,9	14,2	83,5	139,0
1996	10,2	14,4	50,5	24,0	115,7	214,8
1995 3. kvt.	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
2. -	0,6	3,5	9,6	6,5	35,8	55,9
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 3. kvt.	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
2. -	0,1	1,7	8,1	4,9	21,4	36,1
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 3. kvt.	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
2. -	2,6	0,6	1,9	1,1	2,9	9,0
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 3. kvt.	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
2. -	- 2,0	1,3	- 0,5	0,6	11,5	10,8

Anm.: Se anmærkning til side 26.

Nettøtilgang af børsnoterede kroneobligationer (Kursværdi)



		Nettøtilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi				Placeret hos				
		Inden-landske stats-papirer ¹⁾	Real-kredit-obliga-tioner	Øvrige børs-noterede krone-obliga-tioner	I alt	National-banken ²⁾	Penge-institut-terne ²⁾	Sociale fonde ³⁾ og Hypotek-banken ⁴⁾	Øvrige inden-landske aftagere ⁵⁾	Udlan-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	2,7	51,4	- 0,1	- 4,7	6,4	19,3	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	3,5	- 9,1	- 0,1	- 6,2	- 2,0	- 27,0	26,3
1997	1. kvrt.	2,5	13,7	6,2	22,5	0,1	7,7	5,2	14,3	- 4,8
	2. -	14,0	11,2	5,3	30,5	- 0,3	- 13,5	4,7	15,5	24,1

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

2) Korrigeret for genkøbsforretninger mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

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

4) Inklusive Postgiroen.

5) Beregnet residualt.

6) Se side 11.

Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer
(Nominel værdi)

29

Ultimo	Indenlandske statspapirer				Realkreditobligationer	Andre obligationer	I alt
	Obligationer	Statsgældsbeviser	Skatkammerbeviser	I alt			
	Milliarder kroner						
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	96,2	1 712,1
1996 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	94,8	1 708,3
Nov.	532,6	84,8	51,8	669,3	932,9	96,9	1 699,0
Dec.	534,8	84,5	51,2	670,5	945,4	96,2	1 712,1
1997 Jan.	537,5	89,8	49,8	677,1	929,7	97,4	1 704,2
Feb.	541,9	71,6	55,1	668,7	944,5	101,7	1 714,8
Marts	544,2	70,8	59,0	674,0	961,3	103,7	1 738,9
April	551,2	70,3	48,1	669,7	941,2	106,0	1 716,8
Maj	558,1	67,2	53,3	678,6	954,3	107,9	1 740,8
Juni	563,2	67,7	57,8	688,7	974,7	109,8	1 773,2

Anm.: For indeksobligationer er nominel værdi inklusive indeksering.

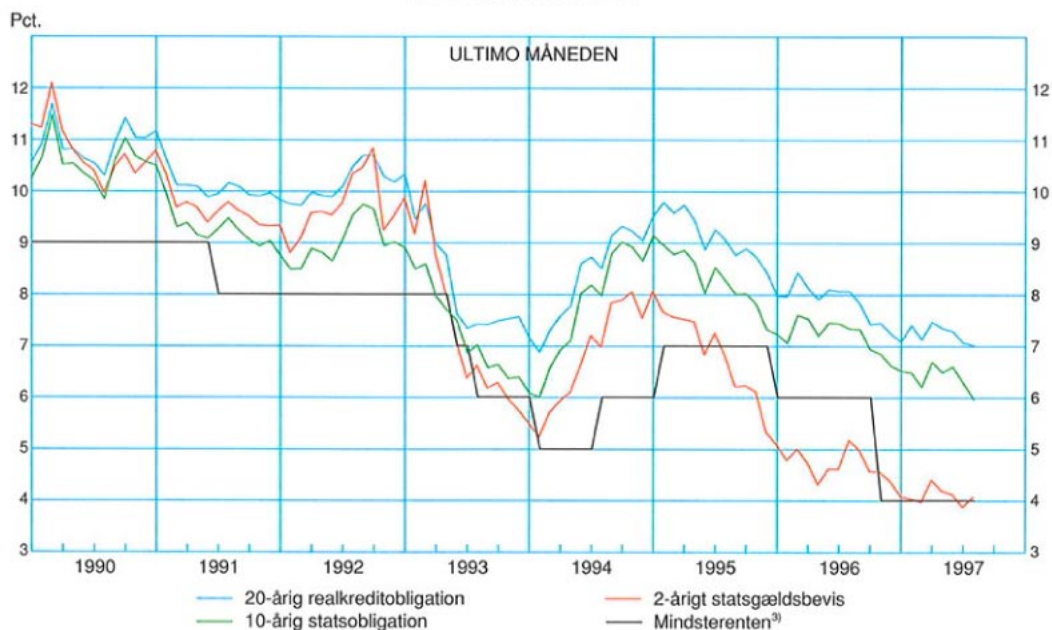
Aktieudvidelser opdelt efter erhvervsgrupper
(Kursværdi)

	Pengeinstitutter ¹⁾	Forsikring	Handel og service	Rederier	Industri	Investerings-selskaber	I alt
	Milliarder kroner						
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
2. - ..	0,1	-	0,2	-	0,7	-	1,0

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 obligations- rente ²⁾	Mindste- renten 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	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
	Maj	6,60	5,12	4,12	7,78	7,29	5,47	6,41	4
	Juni	6,29	4,81	3,87	7,58	7,07	5,20	6,20	4
	Juli	5,97	4,76	4,07	7,40	7,02	5,21	6,10	4

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

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

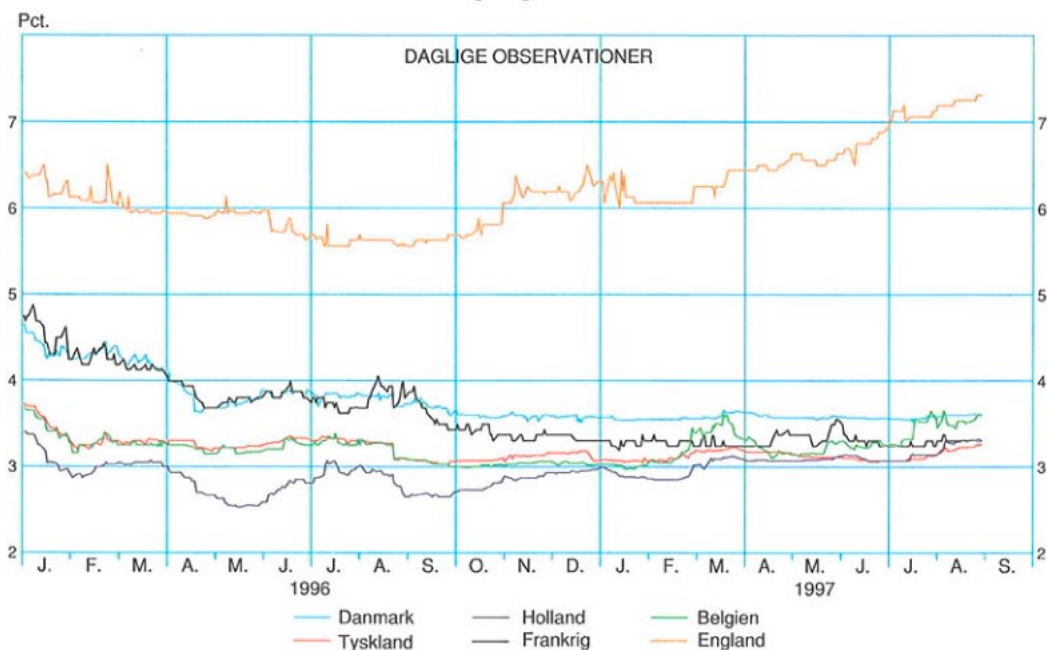
2) I beregningen indgår samtlige statsobligationer og et udvalg af realkreditobligationer. Gennemsnitsrenten er sammenvejet på grundlag af kursværdien af de cirkulerende beløb.

3) I henhold til kursgevinstloven.

Ultimo	3-måneders eurorente					
	Danmark ¹⁾	England	Frankrig	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1995 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
Maj	3,58	6,50	3,53	4,18	3,08	5,69
Juni	3,56	6,75	3,28	4,17	3,04	5,78
Juli	3,56	7,00	3,28	4,35	3,10	5,69
Ultimo	Effektiv rente af 10-årige statsobligationer ²⁾					
	Danmark	England	Frankrig	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1995 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
Maj	6,60	7,32	5,82	7,04	5,93	6,78
Juni	6,29	7,22	5,58	6,62	5,71	6,61
Juli	5,97	7,07	5,44	6,36	5,53	6,10

1) 3-måneders pengemarkedsrente. Usikret.

2) Stående lån.



Pengemarkedsrenter

		Tomorrow/next ¹⁾			3 måneder ²⁾					
					Usikret			Sikret ³⁾		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
		Procent p.a.								
1995	Juli . . .	•	•	•	6,42	6,63	6,23	6,23	6,42	6,05
	Aug. . .	•	•	•	5,94	6,23	5,65	5,79	6,03	5,55
	Sept. . .	•	•	•	5,63	6,05	5,50	5,50	5,70	5,40
	Okt. . .	•	•	•	5,58	5,75	5,50	5,41	5,53	5,34
	Nov. . .	•	•	•	5,27	5,50	5,05	5,12	5,33	4,88
	Dec. . .	•	•	•	4,88	5,05	4,65	4,72	4,90	4,48
1996	Jan. . .	•	•	•	4,40	4,65	4,25	4,28	4,46	4,14
	Feb. . .	•	•	•	4,33	4,45	4,25	4,18	4,29	4,11
	Marts . .	•	•	•	4,21	4,30	4,10	4,10	4,22	4,00
	April . .	•	•	•	3,80	4,10	3,63	3,74	3,92	3,59
	Maj . . .	•	•	•	3,75	3,89	3,68	3,69	3,79	3,59
	Juni . . .	•	•	•	3,85	3,89	3,79	3,74	3,82	3,71
	Juli . . .	•	•	•	3,83	3,87	3,70	3,71	3,74	3,69
	Aug. . .	•	•	•	3,79	3,85	3,70	3,65	3,71	3,52
	Sept. . .	•	•	•	3,70	3,80	3,59	3,53	3,56	3,48
	Okt. . .	•	•	•	3,59	3,65	3,57	3,49	3,54	3,47
	Nov. . .	•	•	•	3,59	3,63	3,53	3,53	3,55	3,51
	Dec. . .	•	•	•	3,57	3,60	3,51	3,51	3,52	3,50
1997	Jan. . .	3,46	3,70	3,30	3,55	3,59	3,54	3,49	3,51	3,47
	Feb. . .	3,53	3,75	3,30	3,55	3,57	3,55	3,50	3,51	3,50
	Marts . .	3,53	3,79	3,31	3,60	3,66	3,56	3,57	3,64	3,52
	April . .	3,42	3,73	3,30	3,59	3,63	3,57	3,55	3,61	3,51
	Maj . . .	3,54	3,81	3,30	3,57	3,59	3,55	3,51	3,52	3,49
	Juni . . .	3,45	3,62	3,30	3,57	3,58	3,56	3,50	3,52	3,48
	Juli . . .	3,45	3,85	3,29	3,56	3,59	3,52	3,50	3,52	3,48

1) Beregnet på grundlag af daglige omsætningsgennemsnit.

2) Rente tilbudt for pengemarkedsindskud.

3) Genkøbsforretninger i statspapirer.

		1 måned			2 måneder			3 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
1996	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
	Maj . . .	3,58	3,58	3,57	3,60	3,61	3,60	3,63	3,64	3,63
	Juni . . .	3,57	3,58	3,57	3,60	3,62	3,59	3,62	3,64	3,62
	Juli	3,57	3,58	3,57	3,59	3,61	3,58	3,62	3,64	3,60
		4 måneder			5 måneder			6 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
1996	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
	Maj . . .	3,66	3,68	3,65	3,70	3,73	3,68	3,73	3,77	3,71
	Juni . . .	3,65	3,68	3,64	3,68	3,71	3,67	3,72	3,74	3,70
	Juli	3,65	3,67	3,63	3,68	3,71	3,65	3,72	3,76	3,68
		9 måneder			12 måneder					
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest			
1996	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			
	Maj . . .	3,83	3,87	3,80	3,92	3,96	3,90			
	Juni . . .	3,80	3,82	3,79	3,90	3,92	3,89			
	Juli	3,78	3,82	3,75	3,87	3,90	3,84			

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 (31. august)	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	2,4	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	2,0	2,5
1997 1. kv.	<u>5,4</u>	<u>6,6</u>	<u>10,3</u>	<u>7,8</u>	<u>3,0</u>	<u>3,0</u>	<u>2,0</u>	<u>2,6</u>
2. - ²⁾	2,9	6,5	10,3	7,6	2,6	2,9	2,4	2,6

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

1) Eksklusive puljeordninger.

2) På grund af ændret opgørelsesmetode er tallene påvirket i nedgående retning. Dette gør sig især gældende for offentlige myndigheder.