

DANMARKS NATIONALBANK

Kvartalsoversigt - 4. 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 - 4. kvartal 1997

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene	1
De pengepolitiske instrumenter i fase tre	14
Fremtidige statistikpublikationer	18
Fastlåsning af valutakurserne, når ØMUen starter	
v/Winnie Jakobsen, Internationalt Kontor	23
<i>I foråret 1998 fastlægges de indbyrdes omvekslingsforhold mellem valutaerne fra de lande, som deltager i tredje fase af ØMU fra begyndelsen af 1999. Derimod kan omregningskursen til euro af traktatmæssige grunde ikke bestemmes før udgangen af 1998.</i>	
Nogle aspekter af Den Økonomiske og Monetære Union i forhold til omverdenen	
v/Ole Hollensen og Kristian Kjeldsen, Internationalt Kontor ..	27
<i>Med baggrund i det kommende euroområdes store økonomiske vægt ses der på nogle sider af forholdene til omverdenen, herunder euroens udbredelse og relationerne til Den Internationale Valutafond.</i>	
Valutakrisen i Sydøstasien	
v/Niels Peter Hahnemann, Internationalt Kontor og	
Lars Krogh Jessen, Kapitalmarkedsafdelingen	37
<i>Det indledende forløb af uroen på valuta- og aktiemarkederne i Sydøstasien beskrives. Uroen begyndte i lande med store betalingsbalanceunderskud, sårbart finansielt system og utilstrækkeligt finansielt tilsyn.</i>	
Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer	
v/Mads Gosvig, Kapitalmarkedsafdelingen	47
<i>Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer er udvidet i de senere år. Det afspejler en stejlere rentestruktur og det sidste års tid også en højere konverteringspræmie, mens andre forhold, herunder forskelle i likviditet og risikovurdering, snarere trækker i retning af et lavere rentespænd i 1997.</i>	
Pressemeddelelse	58
Tabel- og figurafsnit	

Seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene

Oversigten vedrører perioden fra september til midten af november 1997

Udviklingen på aktie- og valutamarkederne i store dele af verden har været præget af valutauroen i Sydøstasien. Påvirkningen af den økonomiske udvikling i industrilandene ventes at blive størst for Japans vedkommende, mens det på nuværende tidspunkt er vanskeligt at bedømme, om der bliver nævneværdige konsekvenser i Europa og USA.

I begyndelsen af oktober blev de officielle renter hævet i kernelandene i EU. Billedet af udviklingen i europæisk økonomi er ikke ændret væsentligt. Dansk økonomi er fortsat karakteriseret ved faldende ledighed, høj økonomisk vækst og faldende betalingsbalanceoverskud. En stor del af den finanspolitiske stramning for 1998 består af midlertidige foranstaltninger, og alene af den grund bliver der behov for igen at se på balancerne i dansk økonomi i løbet af det kommende år.

Hovedvalutaerne

I perioden frem til midten af november er D-mark blevet styrket i forhold til dollar, mens yen er blevet svækket. Sammenlignet med forholdene ved årets begyndelse var dollaren dog fortsat mærkbart stærkere, omkring 10 pct. i forhold til både D-mark og yen.

Den makroøkonomiske baggrund er en stærk amerikansk økonomi med en økonomisk vækst i 3. kvartal omkring $3\frac{1}{2}$ pct. omregnet til årsrate. Da inflationen i forlængelse af en vigende tendens har stabiliseret sig med årtil-år prisstigninger på 2,2 pct., er bekymringen for mulige fremtidige rentestigninger aftaget på de finansielle markeder. Den amerikanske nationalbankdirektør Alan Greenspan har dog advaret om, at der kan opstå løn- og inflationspres, hvis arbejdsløsheden fortsætter med at falde. Aktiekursfaldene i USA i forbindelse med uroen i Sydøstasien ventes dog at dæmpe løn- og inflationspresset lidt, og samtidigt er der tegn på, at produktivitetsvæksten er tiltaget på det seneste. Den 10-årige amerikanske statsobligationsrente udviste fortsat en vigende tendens frem til midten af november, hvor den var ca. 6 pct. imod 6,6 pct. i begyndelsen af året.

Mens tegnene på fornyet økonomisk vækst i Tyskland bliver flere og klarere, er situationen i Japan mere bekymrende. Efter tegn på fremgang mod slutningen af 1996 og begyndelsen af 1997 vendte udviklingen brat i foråret, hvor bruttonationalproduktet faldt kraftigt i 2. kvartal bl.a. som følge af højere forbrugsskatter. Det er primært den svage indenlandske efter-

spørgsel, herunder det private forbrug, som har været skuffende i forhold til forventningerne. Tilbageslaget i Sydøstasien vil desuden have en mere negativ betydning for Japan end for de fleste andre industrilande. Med en offentlig bruttogæld på mere end 80 pct. af bruttonationalproduktet og en pengepolitisk rentesats på 0,5 pct. anses mulighederne for en lempelse af finans- og pengepolitikken som meget begrænsede. Der er på den baggrund en stigende japansk interesse for at stimulere økonomien ved mere strukturelle reformer, især deregulering og reform af skattesystemet.

Uroen på aktiemarkederne

Valuta- og aktiekursuroen, som startede i Thailand og andre sydøstasiatiske lande i sommeren, bredte sig i oktober til Hong Kong. Hong Kong dollaren, som siden 1983 har ligget fast over for den amerikanske dollar, kom under kraftigt pres. Presset blev modgået ved interventioner på valutamarkedet, og den korte rente nåede kortvarigt op på mere end 250 pct. Hong Kong dollarens stærke binding til den amerikanske dollar blev ikke ændret i modsætning til en række andre lande i Sydøstasien. Uroen udløste også fald på aktiemarkedet, hvor det toneangivende aktiekursindeks faldt med næsten 40 pct. i løbet af to uger. Krisen påvirkede også valuta- og aktiemarkedet i de øvrige sydøstasiatiske lande, som allerede havde oplevet store fald. For en beskrivelse af krisens indledene forløb henvises til en artikel i denne Kvartalsoversigt¹⁾.

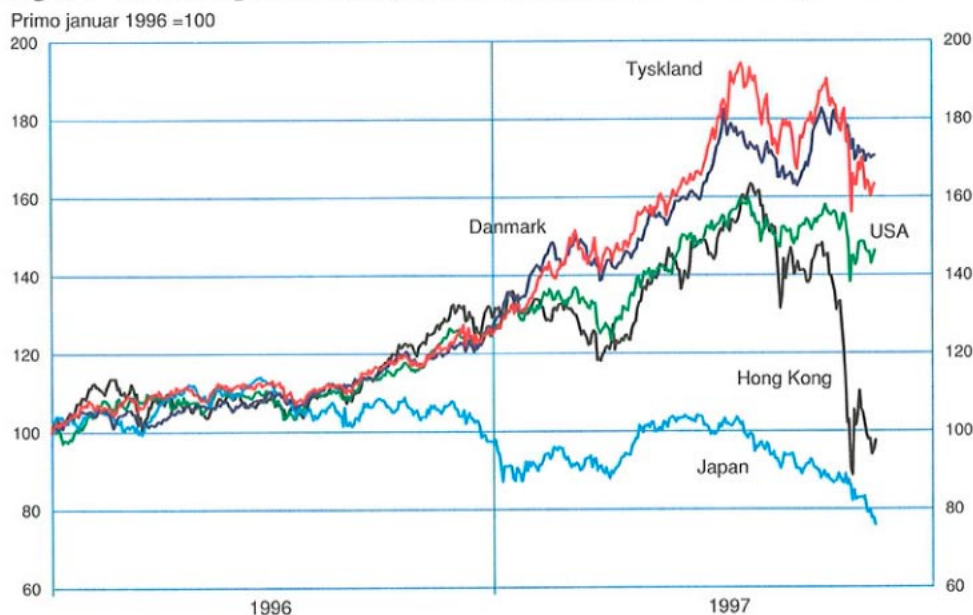
Uroen bredte sig til aktiemarkederne i resten af verden. Den 27. oktober faldt aktiekurserne i løbet af få timer så markant, at aktiehandelen på børsen i New York blev midlertidigt stoppet som følge af sikkerhedssystemer indført efter børskrakket i 1987. I et nervøst marked blev kurserne i USA og i Europa i de følgende dage stabiliseret på et niveau, som fortsat er væsentligt højere end ved årets begyndelse, jf. figur 1.

Opbremsningen i aktiekursernes himmelflugt i USA og Europa vil næppe i sig selv få nævneværdige negative konsekvenser for den økonomiske fremgang, men snarere modvirke tendensen til inflationært pres i nogle lande.

Konsekvenserne for industrilandene af krisen i Sydøstasien afhænger af handelssamkvemet samt af valuta- og aktiekursudviklingen i det enkelte land. Blandt OECD-landene er risikoen for en negativ påvirkning størst i Korea og Japan, mens det på nuværende tidspunkt er vanskeligt at bedøm-

¹⁾ Niels Peter Hahnemann og Lars Krogh Jessen "Valutakrisen i Sydøstasien", s. 37ff.

Figur 1 *Udviklingen i toneangivende aktiekursindeks i udvalgte lande*



me, om der vil blive tale om nævneværdige konsekvenser for Europa og USA.

I tilknytning til årsmødet i Den Internationale Valutafond, IMF, i Hong Kong i september godkendte Danmark sammen med en række andre lande et nyt lånearrangement til fordel for IMF kaldet New Arrangements to Borrow, NAB. Lånearrangementet omfatter i alt 25 lande, der tilsammen har givet lånetilsagn for 34 mia.SDR eller ca. 312 mia.kr. Danmarks tilsagn til ordningen er på 371 mill.SDR eller knap 3,4 mia.kr. Landenes lånetilsagn under ordningen er bestemmende for landenes stemmeandel; for Danmark vil denne udgøre knap 1,1 pct. af de samlede lånetilsagn under ordningen.

Låneordningen kan enten aktiveres til fordel for et af deltagerlandene eller til fordel for IMF, såfremt en krise truer det internationale betalingssystem. NAB er tænkt som en udvidelse af den eksisterende GAB-ordning (General Arrangements to Borrow), der kun omfatter de 11 største industrilande, som tilsammen har givet lånetilsagn for i alt 17 mia.SDR. GAB-ordningen kan i fremtiden først anvendes, såfremt den ny NAB-ordning ikke kan aktiveres, eller såfremt der trækkes til fordel for et andet GAB-land. Ordningen træder i kraft, når lande, der tilsammen repræsenterer 85 pct. af de samlede lånetilsagn samt de fem største medlemmer, har ratificeret den. I midten af november manglede flere af de store lande at ratificere aftalen.

NAB-aftalen har tidligere været beskrevet i Nationalbankens årsberetning 1996 s. 78-79.

Renteudviklingen

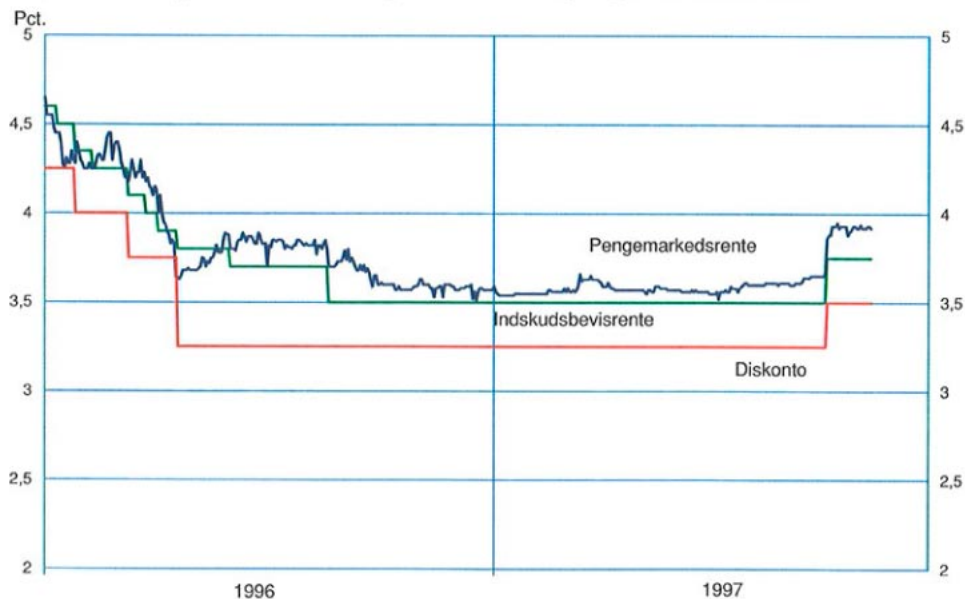
Med virkning fra den 10. oktober forhøjede Nationalbanken diskontoen og renten på pengeinstitutternes indskud på folio med $\frac{1}{4}$ pct. til $3\frac{1}{2}$ pct. p.a. Indskudsbevisrenten og renten på genkøbsforretninger blev ligeledes sat op med 0,25 pct. til 3,75 pct. p.a. Nationalbankens rentesatser havde forud herfor været uændrede i mere end et år, jf. figur 2. Som følge af Nationalbankens renteforhøjelse hævede pengeinstitutterne gennemgående ind- og udlånsrenterne tilsvarende.

Baggrunden for renteforhøjelsen var en stigning i det europæiske renteniveau udløst af, at Den Tyske Forbundsbank forhøjede renten på genkøbsforretninger (reporenten) fra 3,0 til 3,3 pct.

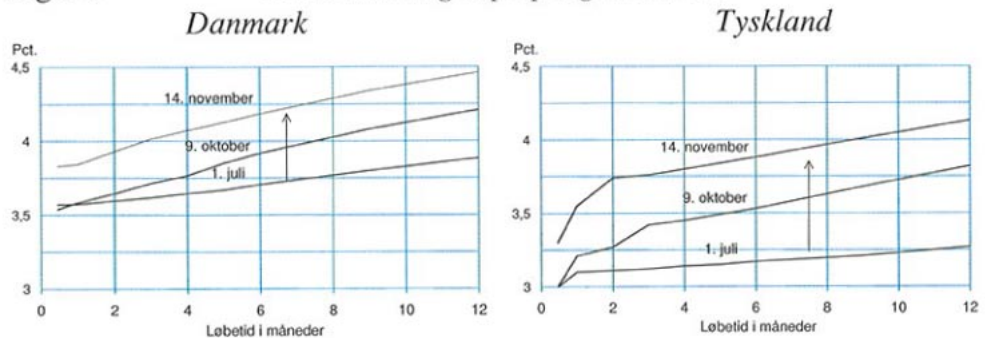
Rentestigningen markerede et skift i den tyske pengepolitik efter en lang periode med en historisk set lav reporente. Renteforhøjelsen i Tyskland blev begrundet med øget inflationspres, idet både forbruger- og importpriser var steget den seneste tid. Desuden bidrager svækkelsen af D-mark over for dollar indtil midten af året til at holde inflationen oppe i den kommende tid.

Også i de øvrige kernelande blev de officielle renter ændret kort efter meddelelsen om den tyske rentestigning. I Frankrig, Holland og Belgien

Figur 2 *Officielle renter og 3-måneders pengemarkedsrente*



Figur 3

Renteudviklingen på pengemarkedet

blev reporenten hævet til 3,3 pct., mens den østrigske centralbank forhøjede reporenten til 3,2 pct. I Belgien og i Holland hævdede centralbankerne også andre af de pengepolitiske rentesatser.

Både i Danmark og i Tyskland medførte rentestigningen, at rentekurven på pengemarkedet blev forskudt opad, jf. figur 3. Det tyder på, at markedet forventer yderligere rentestigninger.

I modsætning til rentenedsættelserne i Tyskland og Danmark i 1996, der var en fortsættelse af en tendens og dermed foruddiskonteret i markedsrenterne, markerede renteforhøjelsen i oktober et retningsskift i pengepolitikken. Sammenlignet med fx ændringen af den danske diskonto i april 1996 var reaktionen i markedsrenterne på forøgelsen af diskontoen den 10. oktober forholdsvis kraftig, jf. figur 4. Det tyder på, at renteændringen kom som en overraskelse for markedet, jf. en tidligere artikel om emnet.¹⁾

Renten på 10-årige statsobligationer har været faldende i store dele af året, og i midten af oktober nåede den 10-årige statsobligationsrente overgangsvist under 6 pct., hvilket var det laveste niveau siden begyndelsen af 1994. I modsætning til dengang har den lange rente i en længere periode været på et meget lavt niveau. Siden foråret er rentekurven på obligationsmarkedet blevet markant fladere på løbetider over 2 år.

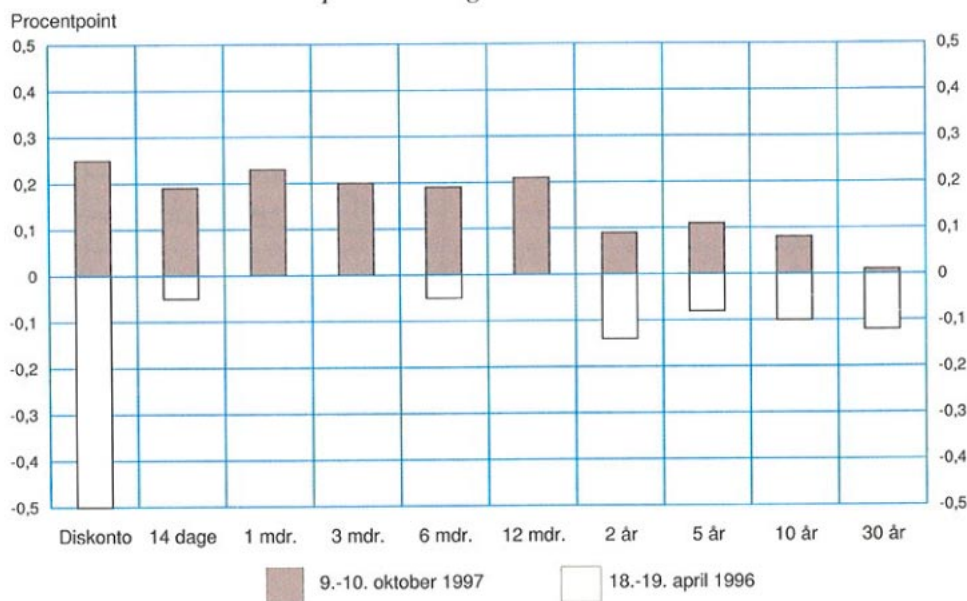
Rente- og valutakursudviklingen i EU

I løbet af 1997 er renteforskellen mellem EU-landene formindsket yderligere. I midten af november var det lange rentespænd faldet til ca. 0,5 pct. for de tidligere højrentelande, jf. figur 5. Især Italien og Spanien har haft en kraftig indsnævring af det lange rentespænd, mens indsnævringen har

¹⁾ Lisbeth Stausholm Pedersen "Markedsreaktioner ved ændringer i Nationalbankens diskonto", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 1997.

Figur 4

*Ændring i diskonto og markedsrenter,
april 1996 og oktober 1997*



været mindre i Danmark, Sverige og Storbritannien, som har meddelt ikke at deltage i ØMU i 1999.

Konvergensens imod et fælles kort renteniveau i EU er fortsat i efteråret, og landenes valutakurser er kommet tættere på centralkursen over for D-mark, jf. figur 6. Siden begyndelsen af året er hollandske gyldens afvigelse fra centralkursen over for D-mark blevet indsnævret yderligere, og franske franc er siden midten af juli styrket og blev i begyndelsen af oktober stærkere end centralkursen i forhold til D-mark.

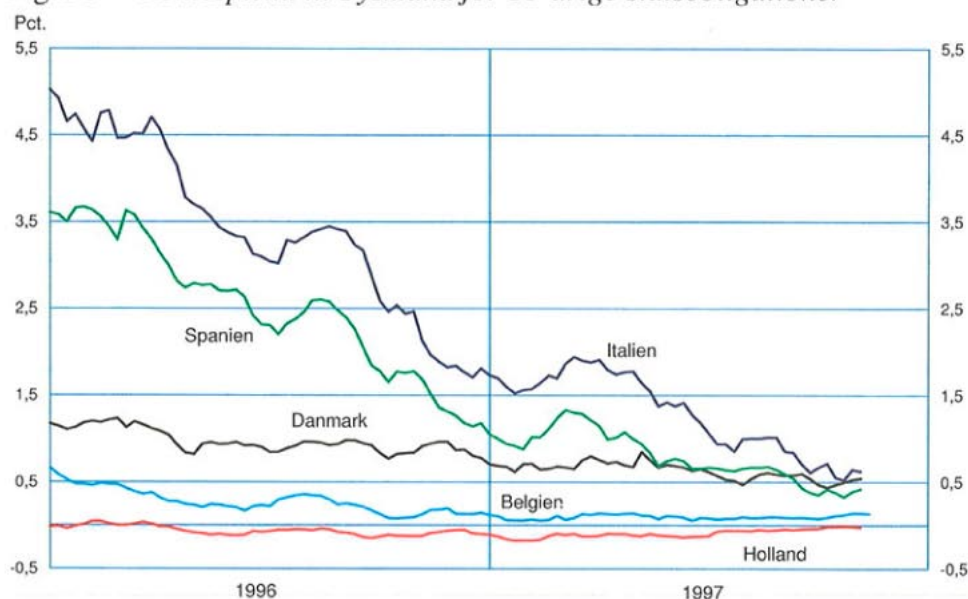
Også italienske lire og spanske pesetas var i midten af november kommet nærmere centralkursen over for D-mark end i begyndelsen af året, men valutakurserne var fortsat noget længere fra centralkursen end kernelandenes.

EUs Økonomi- og Finansministre (ECOFIN-rådet) blev på et uformelt møde i september enige om, at omvekslingsforholdet mellem ØMU-deltagerlandenes valutaer vil blive annonceret i foråret 1998, når det besluttes, hvilke lande der skal deltage i ØMUen fra 1. januar 1999. For en nærmere beskrivelse af fastlåsningen af valutakurserne, når ØMUen starter, henvises til en artikel i denne Kvartalsoversigt¹⁾.

¹⁾ Winnie Jacobsen "Fastlåsning af valutakurserne, når ØMUen starter", s. 23ff.

Den danske krone har i 1997 været stabil over for D-mark på et niveau tæt ved centralkursen. I perioder har der været behov for at købe valuta for at begrænse de daglige udsving i kursen, og valutareserven er blevet forøget. Valutakøbene modsvarer, at udlandet har købt betydelige mængder af danske obligationer i løbet af året uden at afdække kronepositionen. Valu-

Figur 5 *Rentespænd til Tyskland for 10-årige statsobligationer*



Figur 6 *Afvigelse i forhold til centralkursen over for D-mark*



tareserven var i slutningen af oktober 136,1 mia.kr. Af forøgelsen på 17,8 mia.kr. i løbet af oktober skyldes 10,9 mia.kr. imidlertid statens udstedelse af kortfristet gæld. Den kortfristede låntagning var foretaget for at sikre et positivt indestående på statens konto i Nationalbanken. Udsving i statens betalinger gør fra tid til anden sådanne udstedelser nødvendige. Forøgelsen af valutareserven som følge heraf vil være midlertidig, da den kortfristede gæld bliver afdraget i november.

Den svenske regering fremlagde den 10. oktober et lovforslag i Riksdagen om Sverige og ØMU, hvoraf det fremgår, at Sverige ikke bør indføre den europæiske fællesvaluta, euroen, når tredje fase af den økonomiske og monetære union indledes. Svensk økonomi er ifølge regeringen stærk og stabil nok til at kunne deltage i ØMUens tredje fase i 1999, men der er ikke tilstrækkelig folkelig opbakning dertil. Ifølge regeringen kan Sverige ikke deltage i ØMUens tredje fase, før der er afholdt en folkeafstemning eller et valg derom. Regeringen understreger, at kravene til den økonomiske politik bliver mindst lige så skrappe, når Sverige ikke deltager i den fælles valuta. Lovforslaget indeholder også en styrkelse af Riksbankens uafhængighed.

Den britiske regering annoncerede i slutningen af oktober, at Storbritannien ikke vil indføre euroen i 1999. Beslutningen begrundes især med, at den økonomiske udvikling i Storbritannien på nuværende tidspunkt er ganske anderledes end udviklingen i de øvrige EU-lande. Regeringen vurderer, at britisk deltagelse i 1999 derfor ikke vil give klare og utvetydige gevinster for erhvervslivet, hvilket er en betingelse for deltagelse i den fælles valuta. Samtidigt blev det meddelt, at det ikke er sandsynligt, at Storbritannien vil deltage i ØMUens tredje fase før efter næste parlamentsvalg, som senest finder sted i midten af 2002. Regeringen og erhvervslivet vil i de kommende år forberede deltagelse i den fælles valuta, så overgangen kan ske så hurtigt som muligt, hvis de økonomiske betingelser for deltagelse bliver opfyldt.

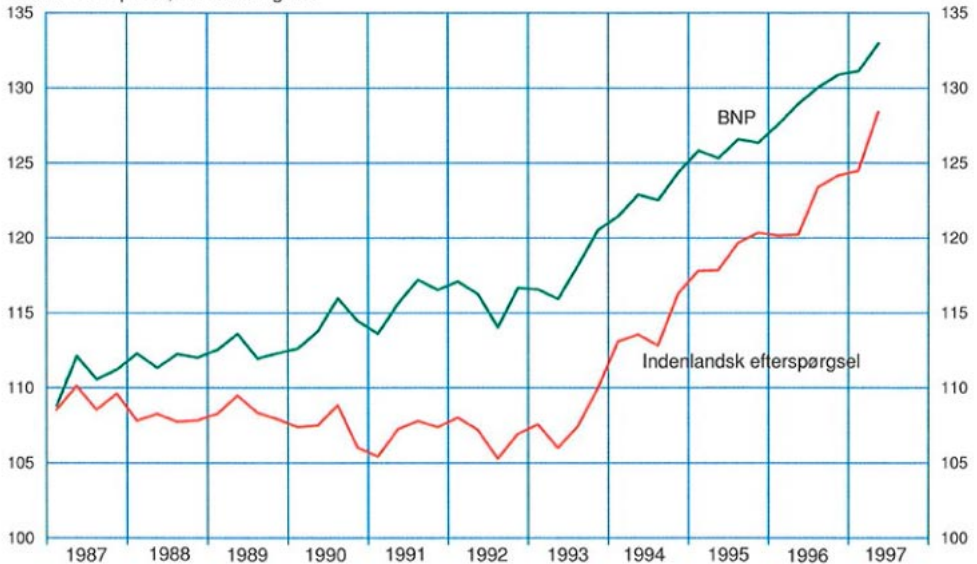
Bank of England hævede repoenten med 0,25 pct. til 7,25 pct. den 6. november. Renteforhøjelsen blev begrundet med, at forbrugerprisstigningerne havde været højere end ventet og arbejdsløsheden fortsat faldende.

Aktivitetsudviklingen

Det økonomiske opsving er fortsat i 1997. Arbejdsløsheden er faldet yderligere, og i september 1997 var den registrerede ledighed under 8 pct. af arbejdsstyrken imod 13 pct. i begyndelsen af 1994. De seneste kvartals-

Figur 7 *Produktion og efterspørgsel*

Mia.kr. 1980-priser, sæsonkorrigeret



vide nationalregnskabstal viser, at produktionen målt ved bruttonationalproduktet i faste priser i 2. kvartal var 3,1 pct. højere end året før og 1,4 pct. højere end kvartalet før i henhold til de sæsonkorrigerede tal. I 1. halvår var den årlige vækstrate i BNP ca. 3 pct.

Det er den indenlandske efterspørgsel, som har drevet den økonomiske vækst, jf. figur 7. Det private forbrug viste en stigende vækst i 1. halvår, hvor det steg med $2\frac{3}{4}$ pct. i forhold til 2. halvår 1996. Stigningen fordelte sig på alle forbrugskomponenter, men med størst stigning for de konjunkturfølsomme varige forbrugsgoder inklusiv biler. Da bilsalget var påvirket af en omlægning af bilafgifterne, imødeses en roligere forbrugsudvikling fra 2. til 3. kvartal. Forbrugsstigningen var dog også kraftig, når der ses bort fra bilkøb. Detailomsætningsindekset tyder på en mindre afdæmpning i juli og august, men indekset har de senere år systematisk været svagere end nationalregnskabstallene for forbruget af de samme varegrupper.

Efter en svag udvikling i 1. kvartal steg de faste bruttoinvesteringer mærkbart i 2. kvartal. Det er primært erhvervslivets konjunkturfølsomme investeringer i maskiner og inventar, som er forøget. Investeringerne ventes at stige pænt i resten af 1997. Det bekræftes af industriens konjunkturbarometer og investeringsundersøgelser.

Ejerboligmarkedet er fortsat præget af stigende aktivitet og priser. Efter faldende ejendomspriser i slutningen af 1980'erne er boligpriserne de sene-

ste 4 år steget langt mere end priserne generelt. I 3. kvartal var prisen på et parcel- og rækkehus steget med knap 12 pct. i forhold til samme tid sidste år, mens forbrugerpriserne var steget med 2,4 pct., jf. figur 8.

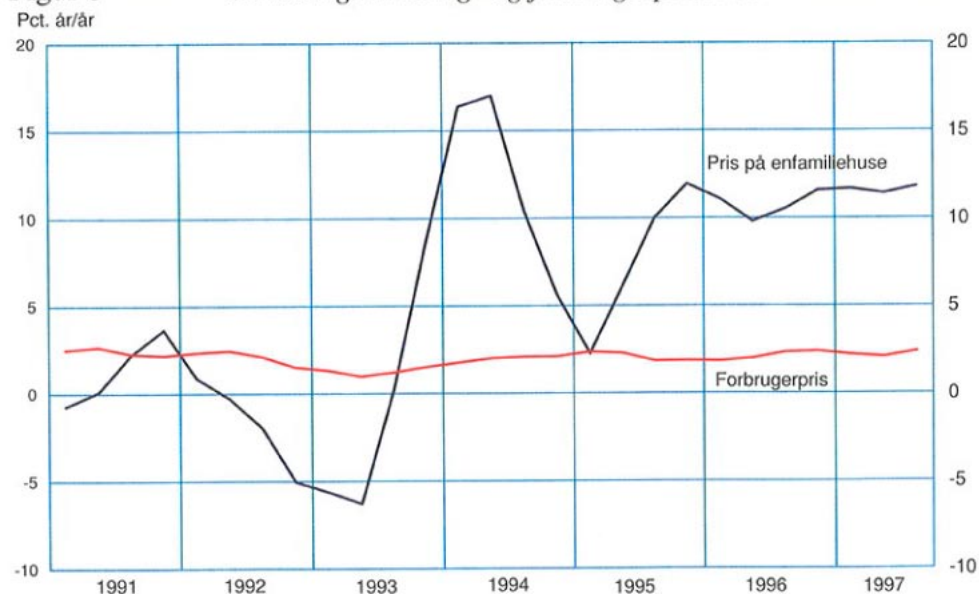
I 1997 har væksten i penge- og realkreditinstitutternes udlån været forholdsvis stærk. Udlånene til indlændinge var i september 7 pct. højere end samme tid sidste år. Siden begyndelsen af 1995 er husholdningernes låntagning steget med mere end 100 mia.kr., heraf er ca. 80 mia.kr. i realkreditinstitutterne, mens erhvervslivet har forøget låntagningen ca. 60 mia.kr. primært i pengeinstitutterne, jf. figur 9.

Som følge af den stærke økonomiske vækst og det faldende betalingsbalanceoverskud vedtog Folketinget i oktober en række foranstaltninger, som har til formål at dæmpe den stærke vækst i den indenlandske efterspørgsel. I 1998 opkræves et ekstraordinært pensionsbidrag, som indbetales til ATP, og stempelafgiften på tillægslån øges fra 1,5 pct. til 5 pct. Endvidere vil der blive gennemført besparelser i de statslige udgifter på 2 mia.kr. i forbindelse med vedtagelsen af finansloven for 1998.

En stor del af foranstaltningerne er dog midlertidige, og alene af den grund bliver der behov for at se på balancen i dansk økonomi i længere perspektiv i løbet af det kommende år.

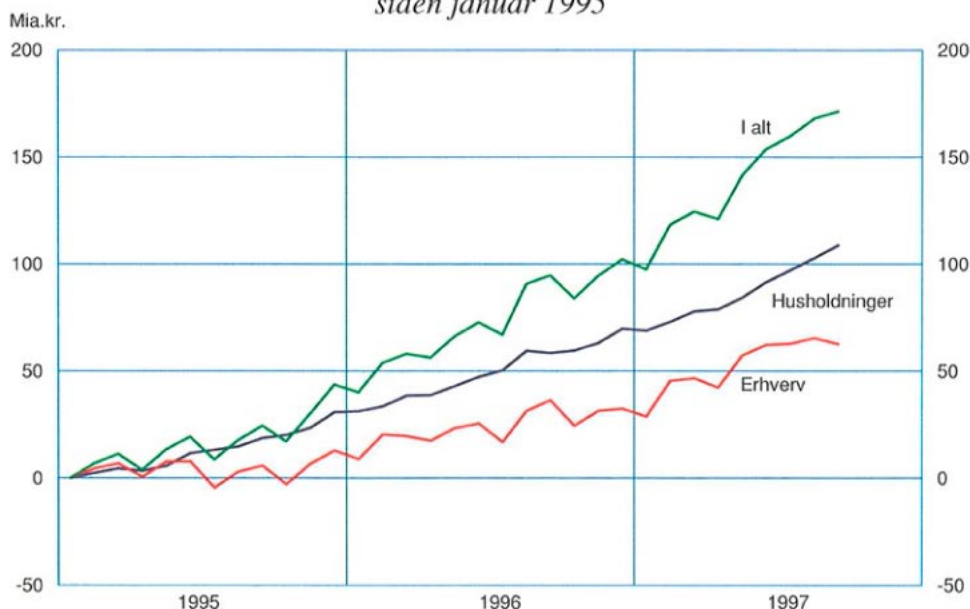
Figur 8

Udviklingen i bolig- og forbrugerpriserne



Anm.: Realkreditrådets statistik for væksten i boligpriserne i 2. og 3. kvartal 1997.

Figur 9 *Stigning i penge- og realkreditinstitutternes udlån siden januar 1995*



Anm.: Udlån til indlændinge i kroner og valuta. I alt indeholder ikke udlån til det offentlige.

Danmarks Statistik har offentliggjort et hovedrevideret nationalregnskab for årene 1988-96 i overensstemmelse med den nye nationalregnskabsmanual, ENS95. Revisionerne giver indtryk af en smule mere ekspansiv økonomisk udvikling i de senere år end i det hidtidige nationalregnskabssystem. Nationalregnskabstallene for 3. kvartal, som ventes offentliggjort i januar 1998, vil også følge de nye definitioner.

Betalingsbalancen

Som følge af den stærke vækst i produktionen og især den indenlandske efterspørgsel er overskuddet på betalingsbalancens løbende poster fortsat med at falde i 1997. Samtidig er de tidligere offentliggjorte tal dog blevet revideret, så overskuddet i 1996 nu vurderes som større end hidtil antaget. Det skyldes primært en korrektion af industrieksporten i opadgående retning. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster var i de første 8 måneder af året ca. 10 mia.kr. mindre end i 1996, hvilket især skyldes, at overskuddet ved handel med tjenester er faldet markant.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er nu så beskedent, at det forudsætter væsentligt større overskud i de kommende år for at opfylde målet om at få bragt udlandsgælden ud af verden i 2005.

Udviklingen i forbruger- og nettopriserne

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

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

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

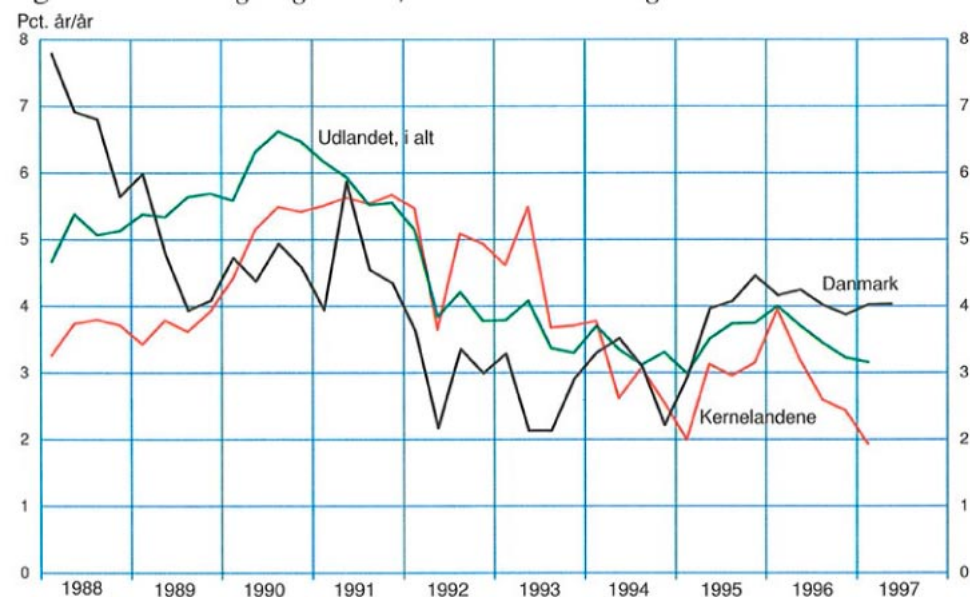
"Andre faktorer" er et udtryk for den indenlandske, markedsbestemte inflation. "Andre faktorer" stiger normalt hurtigere end nettoprisindekset som følge af et større indhold af tjenesteydelser, der typisk har en kraftigere prisudvikling end andre varer bl.a. på baggrund af en traditionelt lavere produktivitetsudvikling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

Pris- og lønudviklingen

Årsstigningstakten i forbrugerpriserne var i 3. kvartal end smule højere end i 2. kvartal, jf. tabellen. Stigningen skyldtes primært en kraftigere vækst i fødevarer- og energipriserne.

Nettopriserne, dvs. forbrugerpriserne fraregnet indirekte skatter og afgifter og tillagt pristilskud, har vist samme udvikling som forbrugerpriserne, jf. tabellen. Stigningen har været særlig udtalt for fødevarerpriserne vedkommende. Det kan i vid udstrækning tilskrives stigende kødpriser, da veterinære sygdomme i udlandet har øget efterspørgslen efter dansk kød betragteligt. Desuden er væksten i importpriserne steget, og denne udvikling ventes at fortsætte i den nærmest kommende tid som følge af, at den effek-

Figur 10 *Stigning i timelønnen i Danmark og udlandet*



Anm.: Lønstigninger i udlandet er sammenvæjet med kronekursvægte. Kernelandene er Tyskland, Frankrig, Holland, Belgien og Østrig.

tive kronekurs blev svækket frem til midten af august, og som et resultat af den stigende økonomiske aktivitet i udlandet.

Det er samtidigt bemærkelsesværdigt, at den indenlandske markedsmæssige inflation målt ved posten "Andre faktorer" har været faldende siden slutningen af 1996.

En prisstigningstakt på 2,2 pct. i det harmoniserede forbrugerprisindeks i september målt år-til-år er dog fortsat noget højere end i hovedparten af de øvrige EU-lande.

Lønøkonomierne er steget lidt mere end tidligere. Det har indtil videre ikke givet sig udslag i stigende underliggende inflation, hvilket må tilskrives lidt lavere avancer svarende til en stigende lønkvote. Siden begyndelsen af 1995 har lønstigningerne i dansk industri været en del højere end i de øvrige kernelande og højere end gennemsnittet af vores samhandelspartnere, jf. figur 10. Med fortsat faldende ledighed er der således udsigt til, at de danske lønstigninger også i det kommende år kan blive højere end udlandets. Det er forståeligt i betragtning af, at det danske opsving er på vej ind i sit 6. år, men ikke desto mindre uheldigt, hvis det fortsætter.

De pengepolitiske instrumenter i fase tre

Den Europæiske Centralbank, ECB, og de nationale centralbanker har et sæt af instrumenter til rådighed i udførelsen af pengepolitikken i fase tre. De overordnede rammer for disse instrumenter er tidligere omtalt i Kvar-
talsoversigten¹⁾. Siden er det forberedende arbejde med instrumenterne fortsat, og i september 1997 udgav Det Europæiske Monetære Institut, EMI, en rapport om instrumenter og procedurer for den fælles pengepoli-
tik.²⁾ I denne rapport fremgår det mere præcist, hvilke instrumenter det europæiske centralbanksystem, ESCB, har til rådighed, hvem der har adgang til instrumenterne, hvilken sikkerhedsstillelse der kan anvendes mv. Den endelige beslutning om, hvilke instrumenter, der skal anvendes, kan dog først tages i 1998, når ECB er etableret.

Generelt er instrumenterne fastlagt udfra et ønske om fuldkommen harmonisering og ens betingelser for alle modparter i hele euroområdet for at sikre, at der bliver tale om en fælles pengepolitik for hele euroområdet. Dette er i høj grad opnået taget nuværende forskelle i national lovgivning og praksis i betragtning. Det fælles sæt instrumenter ventes at danne grundlag for et fælles euro-pengemarked og vil bidrage til den fortsatte integration af de finansielle markeder.

Hvilke instrumenter har ESCB til rådighed i fastsættelsen af korte renter?

Helt overordnet kommer instrumentsættet til at bestå af markedsoperationer, dag til dag ind- og udlån og eventuelt reservekrav. Renten ved markedsoperationerne vil være retningsgivende for de korte markedsrenter, og renterne for ind- og udlånsfaciliteten kommer til at danne henholdsvis bund og loft heromkring. Endelig vil eventuelle reservekrav, der skal være opfyldt på månedsbasis og ikke dagligt, især have til formål at mindske volatiliteten i de korte renter. Med disse instrumenter bliver det således muligt for ECB at styre de helt korte renter med den grad af præcision, der ønskes. Samtidig ventes den udbredte anvendelse af genkøbsforretninger i pengepolitikken at danne grundlag for udviklingen af et fælles marked for sikre udlån i euroområdet. Korridoren mellem ind- og udlånsrenten vil motivere markedsdeltagerne til at være aktive i pengemarkedet ved indbyr-

¹⁾ Hugo Frey Jensen: "De pengepolitiske instrumenter i fase tre" Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, februar 1996.

²⁾ European Monetary Institute: "The Single Monetary Policy in Stage Three - General Documentation on Monetary Policy Instruments and Procedures", September 1997.

des handel med likviditet fremfor passiv anvendelse af ind- og udlånsfaciliteterne i ECB.

Det vigtigste instrument vil være faste ugentlige genkøbsforretninger med en løbetid på 14 dage. En noget mindre del af likviditeten vil blive tilført ved faste månedlige genkøbsforretninger med 3 måneders løbetid. Derudover kan det være nødvendigt at tilføre eller opsuge likviditet med øjeblikkelig virkning, fx ved pludselige uforudsete ændringer i likviditetsbehovet. Dette kaldes operationer til finjustering. Ved behov for likviditetstilførsel har ESCB her mulighed for at anvende genkøbsforretninger, valutaswaps og direkte køb af værdipapirer, mens der ved likviditetsopsugning kan anvendes tidsindskud, omvendte genkøbsforretninger, valuta-swaps samt direkte salg af korte værdipapirer. Endelig har ESCB mulighed for mere strukturelt at påvirke modparternes samlede nettostilling fx ved at udstede indskudsbeviser med en relativ lang løbetid. Behovet for denne type operationer skyldes, at instrumentsættet er designet til at holde modparterne i en gældsposition over for centralbanken, således at de altid har behov for tilførsel af likviditet ved de regelmæssige pengepolitiske operationer. Hyppighed og løbetid for operationer til finjustering og strukturelle operationer fastlægges efter behov.

Hvem er modparter ved de pengepolitiske operationer?

En bred kreds af finansielle institutioner vil få adgang til de pengepolitiske instrumenter i fase tre for at sikre gennemslagskraften af pengepolitikken. Kredsen af modparter afhænger dog af, om ECB beslutter at anvende reservekrav, og hvem der pålægges reservekrav.

- ♦ Hvis der ikke anvendes reservekrav, vil kredsen af modparter til de pengepolitiske instrumenter udgøre alle kreditinstitutter etableret inden for euroområdet.¹⁾
- ♦ Hvis der anvendes reservekrav, vil kredsen af modparter udgøre alle de institutter, der er underlagt reservekrav. ESCB har mulighed for at pålægge alle kreditinstitutter etableret inden for euroområdet reservekrav. Ideelt set bør alle institutter, der udsteder monetære passiver, og dermed bidrager til pengeskabelse, kunne underlægges reservekrav for at sikre lige vilkår. Der arbejdes derfor på at udvide beføjelserne, så ECB får mulighed for at pålægge en endnu bredere kreds reservekrav, herunder pengemarkedsfonde og andre monetære finansielle institutioner.

¹⁾ ECB kan dog vælge at ekskludere enkelte typer kreditinstitutter, som fx kreditkortselskaber, der i enkelte lande er kreditinstitutter, hvor de i andre lande ikke er det.

Alle modparter kan deltage i de faste markedsoperationer og anvende ind- og udlånsfaciliteterne i centralbanken i det land, hvor de er etableret. Ved markedsoperationer til finjustering, hvor bud, tildeling og afvikling skal foregå i løbet af ganske kort tid, opererer ESCB med en begrænset kreds af modparter udvalgt på basis af aktivitet i pengemarkedet.

Hvorledes udføres markedsoperationerne?

De faste markedsoperationer udføres efter et auktionsprincip i lighed med de danske skatkammerbevisauktioner. Auktionsformen bliver enten med fast eller variabel rente. Ved en *auktion med fast rente* annoncerer ECB renten på forhånd, og de deltagende modparter anmelder det beløb, de ønsker at handle til denne rente. ECB samler og aggregerer alle bud. Hvis de aggregerede bud overstiger det beløb, som ECB ønsker at tildele den samlede sektor, får hver modpart kun tildelt en vis procentdel af sit bud. Ved en *auktion med variabel rente* byder modparterne både på det beløb, de ønsker, og den rente, de ønsker at handle det til. ECB fastsætter en skæringsrente, og alle der har budt på og over skæringsrenten får tildelt likviditet enten til skæringsrenten eller til den rente, man har budt, alt efter om der anvendes hollandsk eller amerikansk auktionsmetode.

Hvilken sikkerhedsstillelse kan anvendes for kredit i ESCB?

Ifølge Maastricht-traktaten skal der stilles sikkerhed, når ESCB yder lån. For at sikre ensartede spilleregler for modparter i hele euroområdet har EMI udarbejdet nogle fælles udvælgelseskriterier for de værdipapirer, der kan anvendes som sikkerhedsstillelse. Der skelnes mellem to lister: En generel liste (tier 1) og en liste indeholdende papirer med mere nationale særpræg (tier 2). Papirerne på begge lister kan som hovedregel anvendes i hele euroområdet, og forskellen mellem de to lister er således kun af betydning for risikodelingen internt i ESCB. Accept af papirer på den fælles liste er således for regning og risiko af hele ESCB, mens accept af papirer på de nationale lister er for regning og risiko af den centralbank, der har sat papirerne på listen. Listerne bliver ens for de pengepolitiske operationer og intradag kredit inden for euroområdet.

På den *generelle liste* accepteres primært obligationer, skatkammerbeviser, indskudsbeviser og andre omsættelige gældsinstrumenter.¹⁾ Papirerne skal være af høj kreditstandard, udstedt i EØS-området, denomineret i euro og deponeret i elektronisk form i en værdipapircentral beliggende inden for euroområdet. Den høje kreditstandard vurderes primært ud fra kreditrating,

¹⁾ Ekskl. konvertible obligationer, ansvarlig kapital og andre hybride instrumenter.

men også enkelte institutionelle kriterier vil blive anvendt. Fx vil de fleste realkreditobligationer blive accepteret, uanset kreditrating.¹⁾ For almindelige obligationer eller certifikater udstedt af modparterne selv gælder der særlige krav, da accept af sådanne papirer giver modparterne mulighed for selv at udvide sektorens samlede sikkerhedsgrundlag. Således skal bankobligationer være individuelt højt rated, noteret på et reguleret marked og opfylde prospektkrav. Modparter kan heller ikke anvende papirer udstedt af modparten selv eller udstedt af enheder ejet af modparten, medmindre obligationsejeren er sikret på anden vis.²⁾

På *den nationale liste* kan optræde såvel omsættelige som ikke-omsættelige papirer. Der vil typisk være tale om aktier, veksler, ansvarlig kapital og evt. andre fysiske værdipapirer. Papirerne skal også være af høj kreditstandard, og de samme kriterier for udstedelse, denomination og deponeeringssted som ovenfor nævnt gælder også for de nationale lister. Hvis papirer udstedt i fremmed valuta er af stor betydning for et nationalt marked, kan der opnås dispensation herfor, men en sådan dispensation gælder ikke for grænseoverskridende anvendelse.

ESCB vil ikke påtage sig større risici i forbindelse med de pengepolitiske operationer. Sikkerhedsstillelsen kan derfor ikke belånes 100 pct., men kun op til en vis grænse alt afhængig af transaktionens og papirets løbetid. ESCB har endvidere mulighed for at opkræve ekstra sikkerhed i løbet af transaktionens løbetid, hvis prisen på den underliggende sikkerhed er faldet markant. Risikostyring af sikkerhedsstillelsen er et af de få områder, hvor praksis muligvis kommer til at divergere mellem landene ved starten af fase tre på grund af af forskelle i national lovgivning.

For yderligere information kan "The Single Monetary Policy in Stage Three - General Documentation on Monetary Policy Instruments and Procedures" rekvireres ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, på telefon nr. 33 63 60 40.

¹⁾ Alle obligationer, der opfylder kravene beskrevet i UCITS-direktivet artikel 22 (4) (88/220/EEC) accepteres uanset rating.

²⁾ Modparter kan godt anvende obligationer udstedt af dem selv, hvis disse obligationer opfylder betingelserne i UCITS-direktivets artikel 22 (4) (88/220/EEC).

Fremtidige statistikpublikationer

Indledning

Danmarks Nationalbank vil i den kommende tid revidere sine statistiske publikationer. Første skridt bliver udsendelsen af en ny publikationsserie i begyndelsen af januar 1998. Publikationsseriens navn vil være "Nyt", og serien vil fra starten bestå af følgende otte emnegrupper:

- ♦ *Sidste uges renter og kurser*
Nationalbankens officielle rentesatser, fastsatte valutakurser samt renter i Danmark og andre lande.
- ♦ *Balancestatistik for pengeinstitutter*
Udviklingen i pengeinstitutternes balancer og pengemængden.
- ♦ *Balancestatistik for realkreditinstitutter*
Udviklingen i realkreditinstitutternes balancer samt brutto- og netto-udlån på transaktionsmæssig basis.
- ♦ *Balancestatistik for Danmarks Nationalbank*
Udviklingen i Nationalbankens balance, herunder valutareserven og pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken.
- ♦ *Værdipapirstatistik*
Ejerfordeling af børsnoterede kroneobligationer og aktieemissioner fordelt på udstedende sektor.
- ♦ *Statsfinanser og statsgæld*
Statens netto- og bruttofinansieringsbehov samt gæld.
- ♦ *Betalinger over for udlandet*
Opgørelse af løbende og finansielle betalinger, herunder en specifikation af udlandets køb af danske kroneobligationer på papirtype.
- ♦ *Direkte investeringer over for udlandet*
Danske investeringer i udlandet og udenlandske investeringer i Danmark.

Publikationerne i de otte emnegrupper er opbygget efter samme princip med en kort tekst og nogle få ledsagende figurer, som beskriver den seneste udvikling i tallene. Herudover indgår tabeller med en række af de mest centrale data og som afslutning en beskrivelse af kilder og metoder samt en oversigt over fremtidige udgivelser i "Nyt". Indholdet vil primært være dags-, måneds-, og kvartalsdata, som udsendes, så snart statistikkerne er udarbejdet.

Udover "Nyt" planlægger Nationalbanken at udsende en revideret og udbygget Finansiell Månedssstatistik i løbet af foråret 1998.

Publikationerne vil udkomme på dansk med engelsk oversættelse af tabelteksterne.

Årsagen til nye publikationer

Først og fremmest ønsker Nationalbanken at kunne tilbyde en hurtigere og mere omfattende statistisk publicering, end det har været tilfældet hidtil. Dertil kommer, at Valutafondens internationale standard for publicering af økonomisk statistik (SDDS)¹⁾, som Nationalbanken og Danmarks Statistik har tilsluttet sig, indebærer krav om publikation af flere statistiske data, end det hidtil har været tilfældet.

Indhold af publikationerne

Publikationerne i "Nyt" indeholder data, hvor Nationalbanken enten er statistikproducent eller har dataansvaret i relation til SDDS. I appendiks A er givet en mere detaljeret beskrivelse af de enkelte publikationers indhold, ligesom det forventede udgivelsestidspunkt er anført. Der kan af produktionstekniske årsager være mindre variationer i de nævnte udgivelsestidspunkter.

Offentliggørelsen af statistik

Al førstegangsoffentliggørelse af statistik fra Danmarks Nationalbank vil fremover ske via publikationerne i "Nyt", som vil udkomme umiddelbart efter, at statistikkerne er færdiggjorte. Denne praksis betyder, at oplysningerne i tabelbilagene i Nationalbankens Årsberetning og Kvartalsoversigt, vil have været offentliggjort på anden vis. Udgivelsen af "Nyt" erstatter publikationen "Direkte investeringer", mens de detaljerede opgørelser af "Registrerede betalinger til og fra udlandet (3A og 3B)" vil blive udsendt i uændret form, indtil de kan integreres i den nye månedsstatistik.

Hvad koster det?

De enkelte publikationer i "Nyt" kan på udgivelsestidspunktet afhentes gratis i Nationalbankens forhal. Statistikken vil også blive offentliggjort på Nationalbankens Internet hjemmeside, som forventes etableret i løbet af foråret 1998. Ønskes publikationerne tilsendt, skal der betales en pris, som svarer til forsendelsesomkostningerne mv., på nuværende tidspunkt 700 kr. for et abonnement for hele 1998 (ca. 130 udsendelser). Der kan kun tegnes abonnement for hele publikationsserien.

¹⁾ Se artiklen "IMF's datapubliceringsstandard", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, november 1996.

Tilmelding og gratis prøveperiode

Et gratis prøveabonnement på "Nyt" kan fås ved at indsende den vedlagte tilmelding til Nationalbanken eller ved henvendelse til Nationalbankens bibliotek på telefon nr. 33 63 60 41 eller fax nr. 33 63 71 27. I løbet af året vil der blive udsendt en opkrævning. Såfremt abonnementet ikke ønskes, kan man blot undlade at betale.

Spørgsmål?

Spørgsmål om de nye publikationer kan rettes til Kim Andersen, Statistisk Kontor, telefon nr. 33 63 68 06.

Appendiks A

Sidste uges renter og kurser

"Sidste uges renter og kurser" indeholder Nationalbankens officielle rentesatser, pengemarkedsrenter, Cibor-satser, 3-måneders renter og 10-årige statsobligationsrenter i udvalgte lande, andre danske obligationsrenter, de af Nationalbanken fastsatte valutakurser samt aktiekursindeks.

Publikationen indeholder data for de sidste seks bankdage og udkommer den første bankdag i ugen kl. 15.00.

Balancestatistik for pengeinstitutter

"Balancestatistik for pengeinstitutter" indeholder uddrag af pengeinstitutternes aktiver og passiver, sektor- og valutafordeling af ind- og udlån, pengeinstitutternes beholdning af værdipapirer og pengeinstitutternes udlandsstilling samt en opgørelse af pengemængden.

Publikationen indeholder data på årsbasis for de to seneste år og data på månedsbasis for de tre seneste måneder. Publikationen udkommer kl. 11.00 den 14. bankdag i hver måned. Dog udkommer publikationen, som indeholder tal for december (årstal), først 14. bankdag i februar og publikationen med tal for januar først 24. bankdag efter afslutningen af januar.

Balancestatistik for realkreditinstitutter

"Balancestatistik for realkreditinstitutter" indeholder uddrag af realkreditinstitutternes aktiver og passiver, samlet udlånsbeholdning fordelt på sektorer samt realkreditinstitutternes brutto- og nettoudlån på transaktionsmæssig basis.

Publikationen indeholder data på årsbasis for de to seneste år og data på månedsbasis for de tre seneste måneder. Publikationen udkommer kl. 11.00 den 13. bankdag i hver måned. Dog udkommer publikationen, som indeholder tal for december, først 13. bankdag i februar og publikationen med tal for januar først 23. bankdag efter afslutningen af januar.

Balancestatistik for Danmarks Nationalbank

"Balancestatistik for Danmarks Nationalbank" indeholder de vigtigste aktiver og passiver fra Nationalbankens balance, sektorfordeling af Nationalbankens udlån samt beholdning af værdipapirer, pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken samt valutareserven.

Publikationen indeholder data på årsbasis for de to seneste år og data på månedsbasis for de tre seneste måneder. Publikationen udkommer kl. 11.00 den 4. bankdag i hver måned.

Værdipapirstatistik

"Værdipapirstatistik" indeholder den samlede nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer og placeringen heraf fordelt på investorer. Herudover præsenteres også aktieudvidelser på Københavns Fondsbørs fordelt på erhvervsgrupper.

Publikationen indeholder data på årsbasis for de to seneste år og data på månedsbasis for de tre seneste måneder. Publikationen udkommer kl. 11.00 den 18. bankdag i hver måned.

Statsfinanser og statsgæld

"Statsfinanser og statsgæld" indeholder statens netto- og bruttofinansieringsbehov samt statens inddækning af nettofinansieringsbehovet. Desuden indeholder publikationen en opgørelse af statsgælden og statens bruttogæld fordelt efter forrentningsform, løbetider og valuta.

Publikationen indeholder data på årsbasis for de to seneste år og data på månedsbasis for de fem seneste måneder. Tabellerne vedrørende statsgælden og statens bruttogæld indeholder årstal for de tre seneste år og månedstal for de tre seneste måneder. Publikationen udkommer kl. 11.00 den 20. bankdag i hver måned.

Betalinger over for udlandet

"Betalinger over for udlandet" indeholder en opgørelse af de løbende betalinger (vare- og tjenestebetalinger) og finansielle betalinger fordelt på sektorer samt på instrumenter. Publikationen indeholder en særlig specifikation af udenlandske investeringer i danske værdipapirer og danske investeringer i udenlandske værdipapirer.

Publikationen indeholder data på årsbasis for de to seneste år og data på månedsbasis for de fire seneste måneder. Publikationen udkommer kl. 11.00 den 6. bankdag i næstfølgende måned.

Direkte investeringer over for udlandet

"Direkte investeringer over for udlandet" indeholder danske investeringer i udlandet og udenlandske investeringer i Danmark opdelt på egenkapitaloverførsler og ydelser af koncernlån. Egenkapitaloverførsler (brutto) samt ydelser af koncernlån (netto) er herudover vist fordelt på brancher og på lande.

Publikationen indeholder data på årsbasis for de to seneste år og data på kvartalsbasis for de fem seneste kvartaler. Publikationen udkommer kl. 11.00 den 1. bankdag i 3. måned efter kvartalsafslutningen.

Fastlåsningen af valutakurserne, når ØMUen starter

v/Winnie Jakobsen, Internationalt Kontor

Når tredje og sidste fase af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU, starter den 1. januar 1999, bliver deltagerlandenes valutakurser låst i et fast forhold til hinanden, og euroen indføres som en selvstændig valuta. Allerede i foråret 1998, når der træffes beslutning om hvilke af EU-landene, der skal deltage fra start, vil *de indbyrdes valutakurser for deltagerlandenes nationale valutaer* (fx D-mark i forhold til franske franc) - som vil gælde fra 1. januar 1999 - blive forudannonceret. Det besluttede EUs økonomi- og finansministre på deres møde i Mondorf, Luxembourg, den 12.-13. september 1997.

Nedenfor forklares betydningen af denne forudannoncering og den senere fastlåsning af valutakurserne. Først præciseres imidlertid udgangspunktet og slutmålet for ØMU-landene.

Udgangspunktet for ØMU-landene

Alle EU-lande har i dag egen valuta og egen centralbank.¹⁾ De fleste deltager i valutakursmekanismen i EMS - kun svenske kroner, britiske pund og græske drakmer er ikke med - og tilstræber nogenlunde stabile indbyrdes valutakurser. Men de indbyrdes valutakurser varierer i et vist omfang fra dag til dag.

Derudover findes der en slags EU-valuta, den officielle ECU²⁾, der er en såkaldt valutakurv, hvor kursen påvirkes af valutakursbevægelser i de 12 komponentvalutaer. Finlands, Sveriges og Østrigs valutaer er ikke inkluderet, for de blev først EU-medlemmer, efter at Maastricht-traktaten var trådt i kraft og sammensætningen af ECU-kurven låst fast. I ECU-kurven indgår der således valutaer, der ikke deltager i tredje fase fra starten (fx kroner og britiske pund), men alligevel påvirker ECU-kursen frem til ØMUens start. Modsat er der valutaer, der må påregnes at deltage i ØMU fra starten (finke mark og østrigske schilling), men som ikke påvirker ECU-kursen.

¹⁾ Belgien og Luxembourg har i mange år haft en monetær union med fælles centralbank.

²⁾ European Currency Unit, dvs. en europæiske regningsenhed. ECU er sammensat af faste mængder af 12 EU-landes valutaer. ECU-kurvens nuværende sammensætning blev fastlåst ved Maastricht-traktatens ikrafttrædelse 1. november 1993. Derfor er Finlands, Sveriges og Østrigs valutaer ikke med. ECU handles også i det private marked, hvor der ikke er nogen direkte forbindelse til den officielle ECU, men hvor markedskursen bestemmes ved udbud og efterspørgsel på valutamarkedet. Præmien på markeds-ECUen i forhold til ECU-kurven har svinget, men er nu nærmest elimineret (- 0,01 pct. pr. 3. november 1997).

Slutmålet for ØMU-landene

Når ØMU er endelig etableret, vil der i deltagerlandene kun findes én valuta, euro. I Maastricht-traktaten er navnet på den fælles valuta ECU, men det var der utilfredshed med i Tyskland. Det er derfor besluttet, at den fælles valuta fra 1. januar 1999 skal hedde euro, og at forholdet mellem ECU og euro ved overgangen til tredje fase skal være 1:1. Beslutningen om at ændre navnet indebærer således blot, at man i traktaten udskifter betegnelsen ECU med euro.¹⁾

Der vil endvidere være en fælles centralbank for eurolandene - eller rettere et centralbanksystem, ESCB - bestående af en fælles centralbankinstitution, ECB, og deltagerlandenes nationale centralbanker.

Overgangen fra udgangspunktet til slutmålet

Da de fælles sedler og mønter i euro ikke vil være færdige, når ØMUen starter, vil det ikke være muligt at erstatte deltagerlandenes nationale sedler og mønter med eurosedler og -mønter fra starten. Der vil derfor ske en trinvis overgang, hvor man i en overgangsperiode fortsat vil kunne anvende de nationale valutaer, selvom de principielt ophører med at være selvstændige valutaer. De vil - frem til de fælles sedler og mønter introduceres senest 1. januar 2002 - fortsætte som såkaldte denominationer (underenheder) af euro, på samme måde som øre er en denomination af kroner. Først herefter vil deltagerlandenes valutaer blive inddraget og fuldstændig erstattet af euro.

Når ØMUen starter 1. januar 1999 sker der følgende:

- ♦ ECUen ophører med at eksistere og erstattes af den selvstændige valuta euro. Euroen vil kunne svinge frit, idet dens værdi i forhold til fx dollars og yen og principielt set også danske kroner bliver bestemt på sædvanlig vis på valutamarkedet.
- ♦ Deltagerlandenes valutakurser bliver låst i et fast forhold til hinanden. Hver enkelt deltagerlands valuta får således en helt fast omregningskurs i forhold til de øvrige deltagerlandes valutaer, de såkaldte "bilaterale omregningskurser" (fx D-mark i forhold til franske franc), som vil gælde i hele perioden frem til introduktionen af de fælles sedler og mønter. Der bliver tale om et omregningsforhold og dermed ikke en valutakurs, der bestemmes på valutamarkedet.
- ♦ Deltagerlandenes valutaer bliver låst i et fast forhold til euro og får dermed også en fast omregningskurs til euro.

¹⁾ For at skabe juridisk sikkerhed om omregningsforholdet fra ECU til euro er det i en rådsforordning fastlagt, at navnet på den fælles valuta er euro, og at ECU fra den 1. januar bliver erstattet af euro i forholdet 1:1, så ECU-fordringer fortsætter i euro efter den 1. januar 1999. Der fastlægges i forordningen også regler for afrunding ved omveksling mellem euroen og eurolandenes nationale valutaer.

I henhold til Maastricht-traktaten er det EUs stats- og regeringschefer, der fastsætter omregningskurserne på startdatoen. Det sker på forslag fra Kommissionen og efter høring af ECB.

I Mondorf blev det som ovenfor nævnt besluttet allerede i foråret 1998 at offentliggøre - eller forudannoncere - *de bilaterale valutakurser, der vil danne grundlag for fastlæggelsen af omregningskurserne til euro fra 1. januar 1999*. Mondorf-beslutningen om at offentliggøre - eller forudannoncere - de indbyrdes kurser for deltagerlandenes nationale valutaer vedrører kun de "bilaterale omregningskurser" fx mellem D-mark og franske franc. Omregningskurserne til euro (fx D-mark i forhold til euro) kan ikke forudannonceres - de kan først fastlægges 31. december 1998, når ECU overgår til euro. Her er man bundet af det såkaldte "kontinuitetskrav" i traktaten, der fastslår, at ECUens værdi udadtil ikke må påvirkes af fastlåsningsen. I praksis betyder det, at værdien af ECU målt i fx dollars 31. december 1998, når markederne lukker, skal være den samme som værdien af euro målt i dollars, når markederne åbner efter starten på ØMUen. Det indebærer, at omregningskurserne mellem de nationale valutaer og euro skal låses fast ved markedskurserne 31. december 1998.¹⁾

Det forhindrer som nævnt ikke, at omregningskurserne mellem deltagerlandenes valutaer indbyrdes bliver forudannonceret. Når stats- og regeringscheferne i foråret 1998 forudannoncerer, til hvilke kurser deltagerlandenes indbyrdes valutaer vil blive låst fast, når ØMUen starter, så må valutamarkedet også forventes at sikre, at de indbyrdes markedskurser ved udgangen af 1998 er særdeles tæt på de forudannoncerede kurser, hvilket kan understøttes af centralbankerne.

Hvis alle valutaer, som indgår i ECUen - og dermed påvirker ECU-kursen frem til ØMUens start - skulle deltage i ØMU fra start, ville det også være muligt at forudannoncere omregningskurserne til euro. I så tilfælde ville alle valutaerne få et fast omregningsforhold indbyrdes og i forhold til euro, og valutaerne ville bevæge sig parallelt i forhold til tredjelandes valutaer, som fx dollars.

Nu indgår der som nævnt i ECUen valutaer, der ikke deltager i ØMUen fra start (fx kroner og britiske pund). Disse valutaer får ikke en fast omregningskurs i forhold til deltagerlandenes valutaer, men kan variere i større eller mindre omfang, og vil derved påvirke ECU-kursen frem til ØMUen starter. Det er årsagen til, at omregningskurserne til euro for de nationale

¹⁾ Når fastlåsningsen af omregningskurserne mellem euro og eurolandenes valutaer baseres på værdien af ECUen bestemt ved markedskurserne af både deltagende valutaer og ikke-deltagende valutaer undgås eventuelle ændringer i værdien af ECUen på det tidspunkt, hvor fastlåsningsen foretages. Det gælder, selvom ikke alle lande vil deltage i tredje fase.

valutaer ikke kan fastlægges før 31. december 1998, når ECU overgår til euro. Hvis man fx forsøgte at forudannoncere omregningskursen mellem D-mark og euro i foråret 1998, og britiske pund efterfølgende blev svækket over for D-mark, så vil også ECU-kursen blive svækket i forhold til D-mark. Og da ECU erstattes af euro i forholdet 1:1, vil også omregningskurserne til euro ændres. Hvis man modsat fastholdt omregningskurserne til euro, så ville værdien af ECU målt i fx dollars 31. december 1998, når markederne lukker, adskille sig fra værdien af euro målt i dollars, når markederne åbner efter starten på ØMUen, hvilket som omtalt ville være et brud med traktatens bestemmelse om, at selve fastlåsningen ikke må ændre ECUens værdi udadtil.

Det er imidlertid mindre væsentligt, at omregningskurserne til euro ikke kan forudannonceres. Det er fastlæggelsen af de bilaterale omregningskurser, der har realøkonomisk betydning.

Den endelige afrunding af omregningskurserne mellem de nationale valutaer kan først ske, når eurokurserne er fastlagt. Ved den endelige fastlåsning skal der først fastlægges kurser til euro, der afrundes til mindst tre decimaler, hvorefter der "regnes baglæns" til de nationale valutaer. Der kan derfor principielt ved den endelige fastlåsning af omregningskurserne blive tale om en marginal justering af de sidste decimaler på de forudannoncerede kurser.

Nogle aspekter af Den Økonomiske og Monetære Union i forhold til omverdenen

v/Ole Hollensen og Kristian Kjeldsen, Internationalt Kontor

Tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU, indledes efter planen 1. januar 1999 med en væsentlig del af EU-landene som deltagere. Overgangen til tredje fase får ikke blot betydning for de deltagende lande og de øvrige EU-lande, men også for de europæiske lande uden for EU og for resten af verden. Med indførelsen af euroen skabes et valutaområde, der i størrelsesorden omtrent vil svare til USA på en række økonomiske områder. I denne artikel belyses forskellige eksterne økonomisk-politiske aspekter af indførelsen af euroen.

Først gennemgås euroområdet forventede økonomiske betydning i verdensøkonomien. Herefter ses der på euroens forventede betydning som international valuta, og afslutningsvis beskrives eurolandenes forventede relationer til de vigtigste internationale organisationer, herunder især Den Internationale Valutafond, IMF.

Euroområdets forventede økonomiske vægt

Beslutningen om, hvilke lande der opfylder betingelserne for deltagelse i euroområdet, ventes truffet af EUs stats- og regeringschefer i maj 1998. Euroområdet vil få en betydelig international økonomisk vægt. EU-landenes andel af det samlede BNP i OECD er lidt større end USA's, jf. figur 1, og EU-landenes andel af verdenshandelen er omtrent som USA's. Hvis euroområdet fra starten kommer til at bestå af 11 lande (EU11), dvs. alle EU-lande med undtagelse af Danmark, Storbritannien, Sverige og Grækenland, vil euroområdet udgøre ca. 31 pct. af det samlede OECD-område (en anelse mindre end USA).

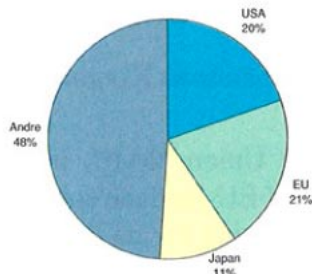
EU-landene opfattes ofte som mere åbne med hensyn til handel end fx USA, hvilket primært skyldes EU-landenes store indbyrdes samhandel. Udelades denne intra-EU-handel, udgør EU-landenes eksport omkring 10 pct. af EUs samlede BNP, hvilket er samme størrelsesorden som eksportens andel af BNP i USA og Japan.

Det kommende euroobligationsmarked vil få en betydelig størrelse. Alene redenomineringen af udestående obligationer til euro vil medføre, at obligationsmarkedet i euroområdet formentlig bliver verdens næststørste. Dette betyder, at markederne bliver mere likvide, og dermed styrkes udviklingen af en række afledte finansielle instrumenter. Euroområdets aktie-

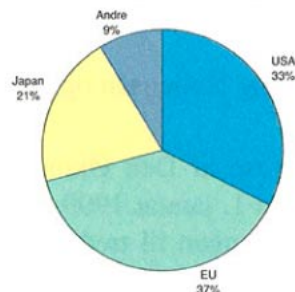
Figur 1

EU's økonomiske vægt

Andel af verdenshandelen i 1996 (ekskl. intra-EU-handel)



Andel af BNP i OECD i 1996



Kilde: EU-Kommissionen, 1997. "External aspects of Economic and Monetary Union", Staff Working Paper, SEC(97) 803.

markeder ventes at gennemgå samme udvikling. Integrationen af de europæiske finansielle markeder vil yderligere blive forstærket af etableringen af et effektivt betalingsformidlingssystem mellem landene og et standardiseret sæt af pengepolitiske instrumenter for euroområdet. Det kan derfor forventes, at eurodenominerede værdipapirer efterhånden vil komme til at udgøre en betragtelig del af internationale finansielle investorers porteføljer.

Euroen blandt hovedvalutaerne

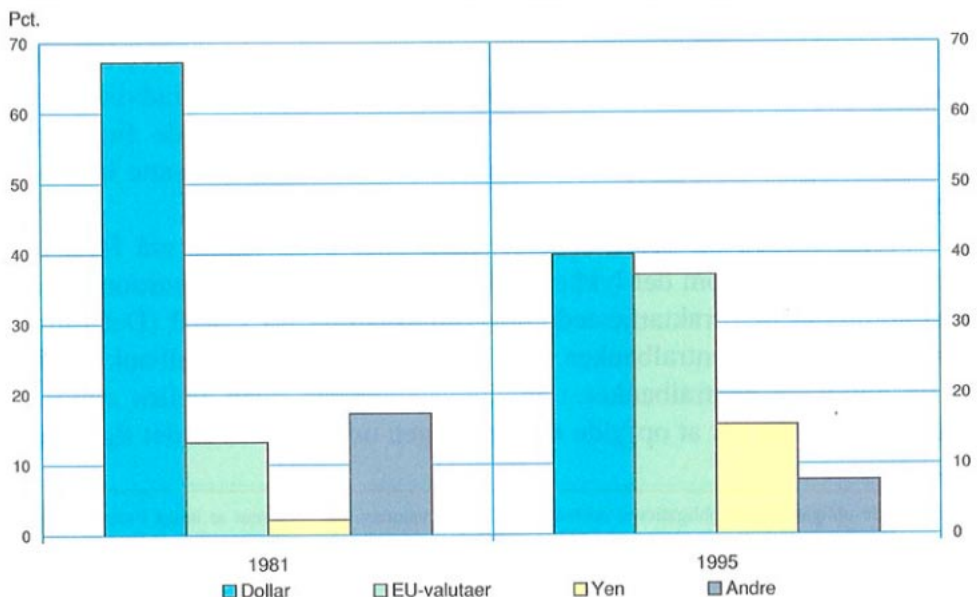
Omfanget af euroens anvendelse som *international valuta* afhænger primært af, hvor meget den vil blive anvendt som internationalt betalingsmiddel og internationalt værdiopbevaringsmiddel. Brugen af euro som internationalt *betalingsmiddel* afhænger af en række faktorer. Selvom dollarens anvendelse som handelsvaluta har været aftagende i de senere år, er det i dag fortsat langt den største del af den internationale handel, der faktureres i dollar (når der ses bort fra intra-EU-handel). Dette skyldes til dels historiske faktorer med dollarens dominerende placering i efterkrigstiden. Det må imidlertid forventes, at en betydelig del af den internationale handel vil blive faktureret i euro, alene fordi euroområdet bliver et betydeligt handelsområde. Mange råvarer, fx olie, må dog fortsat forventes at blive faktureret i dollar. Handel mellem euroområdet og lande udenfor må ligeledes antages i betydelig grad at blive faktureret i euro. Dette forventes især at gælde for de central- og østeuropæiske lande og middelhavsområdet. Hertil kommer, at en del lande må antages at binde deres valuta til euroen. Ud over de EU-lande, som vil deltage i den kommende valutakursmekanisme, ERM II, forventes det på længere sigt, at en række central- og østeuropæiske lande

vil knytte deres valutaer til euroen. Dette gælder særligt for de lande, EU indleder optagelsesforhandlinger med.

EU-Kommissionen har udarbejdet et groft skøn over valutasammensætningen af private finansielle porteføljer. Som det fremgår af figur 2, er dollarens andel af internationale private porteføljer mindsket betydeligt siden begyndelsen af 1980'erne, bl.a. som følge af liberaliseringen af kapitalbevægelserne og udbygningen af de europæiske finansielle markeder. D-marcken anvendes som *værdiopbevaringsmiddel* i store dele af Central- og Øst-europa, og euroen må formodes at overtage denne rolle. I dag anvendes rentebærende fordringer i langt højere grad end rede penge til værdiopbevaring. Euroens rolle som værdiopbevaringsmiddel afhænger derfor i høj grad af investorenes villighed til at holde eurodenominerede aktiver.

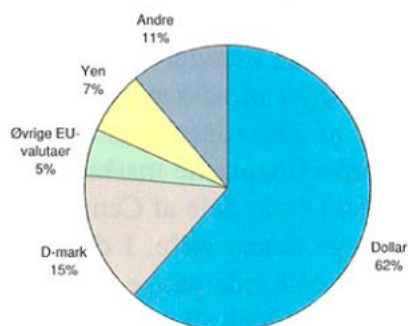
Eftersom euroen vil repræsentere et stort valutaområde, må en række internationale investorer alene af den grund antages at ville se fordele i at omlægge en del af deres porteføljer til euroaktiver. Disse omlægnings vil formentlig ske gradvist, efterhånden som euroen i stadig højere grad får status som international valuta. Den seneste udvikling på de internationale obligationsmarkeder, hvor nogle større udstedere opbygger potentielt store euroobligationsserier ved at udstede såkaldte "eurorettede" (euro-fungible)

Figur 2 Valutasammensætningen af private porteføljer



Kilde: EU-Kommissionen, 1997. "External aspects of Economic and Monetary Union", Staff Working Paper, SEC(97) 803.

Figur 3 *International valutareserve-sammensætning i 1995*



Kilde: IMF Annual Report 1996 tabel I.2.

obligationer¹⁾, vil, såfremt det får et større omfang, kunne bidrage til, at euroobligationsmarkedet hurtigt vil blive stort og likvidt.

Euroens betydning som international valuta afhænger også af, i hvilket omfang den vil blive anvendt som *reservevaluta*. Figur 3 viser valutaforholdingen af de officielle reserver i verden i 1995. Det fremgår, at dollaren helt dominerer billedet. D-mark og andre

valutaer udgør tilsammen en tredjedel af dollarens vægt. Hvorvidt eurolandene vil foretage større tilpasninger af deres dollarreserver ved overgangen til tredje fase er tvivlsomt. Selvom de lande, der indgår i euroområdet, ikke længere vil have behov for at stabilisere de indbyrdes valutakurser²⁾, vil dette ikke nødvendigvis lede til en nedbringelse af eurolandenes dollarreserver. Eurolandene ønsker formentlig fortsat at holde en del reserver i dollar, og en eventuel tilpasning af EU-landenes valutareserver vil næppe give anledning til uro på de internationale kapitalmarkeder. Først og fremmest vil eurolandenes centralbanker kun gradvist omlægge deres reserver netop for ikke at skabe uro på de finansielle markeder. Større private porteføljeomlægninger forventes som nævnt også kun at ske gradvist. Den øgede globalisering og skabelsen af ét verdensomspændende finansielt marked vil ligeledes medvirke til at understøtte dollarens fortsatte internationale vægt.

Hvorvidt euroen bliver en såkaldt stærk eller svag valuta må først og fremmest måles på, om det lykkes at fastholde prisstabilitet i euroområdet. Prisstabilitet er den traktatfæstede hovedmålsætning for ESCB (Det Europæiske System af Centralbanker, dvs. Den Europæiske Centralbank, ECB, og de nationale centralbanker i medlemslandene)³⁾. Den fælles centralbanks muligheder for at opfylde målsætningen understøttes af det ligeledes

¹⁾ Eurorettede obligationer er obligationer udstedt i forskellige valutaer, der forventes at indgå i euroområdet. Disse obligationer adskiller sig alene ved, hvilken valuta de er udstedt i. Når valutaerne indgår i euroområdet, omdannes obligationerne til én obligationsserie med en stor cirkulerende mængde denomineret i euro. Denne type obligationer udstedes bl.a. af Den Europæiske Investeringsbank.

²⁾ Dollaren er vigtig som interventionsvaluta i det nuværende EMS, da man ønsker at kunne undgå at påvirke den tyske pengemængde ved interventioner.

³⁾ Jf. Statuttens artikel 2.

traktatfæstede krav om centralbankuafhængighed¹⁾ samt af kravene til en stabilitetsorienteret økonomisk politik i traktatens konvergenskriterier og i stabilitets- og vækstpagten.

Mens ESCB er eneansvarlig for pengepolitikken for euroområdet, vil eurolandenes økonomi- og finansministre i henhold til Traktaten²⁾ have mulighed for at udstede såkaldte generelle retningslinjer for valutakurspolitikken over for tredjelandes valutaer, fx dollar. De hidtidige drøftelser tyder imidlertid på, at man kun undtagelsesvis agter at benytte sig af denne mulighed. Det forventes med andre ord ikke, at man vil søge at styre aktivt og vedholdende efter en bestemt valutakurs mellem euro og fx dollar.

Generelt vil valutakursudviklingen mellem euro og dollar ikke kunne tages som udtryk for euroens styrke, idet kursudviklingen vil afhænge af en lang række faktorer, herunder især forskel i konjunkturudviklingen mellem Europa og USA.

Historisk er nye valutaer blevet internationale valutaer på bekostning af andre. Dette gælder fx dollar, der i vid udstrækning overtog det britiske pounds rolle som international valuta som følge af Storbritanniens svækkede økonomiske betydning især efter den anden verdenskrig. Noget tilsvarende synes ikke umiddelbart at ville ske som følge af skabelsen af euro. Der vil derfor snarere blive tale om, at det fremtidige monetære system bliver et bipolært eller tripolært system, hvor dollaren og euroen sammen med yen vil udgøre de betydelige internationale valutaer.

Eurolandenes relationer til IMF og andre internationale organisationer

Alle EU-landene er medlemmer af internationale organisationer såsom IMF, OECD og BIS, der mere eller mindre direkte beskæftiger sig med landenes penge- og valutakurspolitik. Spørgsmålet opstår derfor, i hvilken udstrækning Fællesskabets institutioner skal have adgang til disse internationale organisationer. Dette spørgsmål kompliceres yderligere af, at mens det ifølge Maastricht-traktaten er ESCB/ECB, der får tillagt al kompetence med hensyn til fastlæggelse af den fælles pengepolitik, er ECOFIN-rådet tildelt en rolle i fastlæggelse af euroområdets valutapolitik i forhold til tredjelande.

Spørgsmålet om fællesskabsinstitutioners adgang til internationale fora,

¹⁾ Jf. Maastricht-traktatens artikel 107.

²⁾ Jf. Maastricht-traktatens artikel 109, stk. 2: "Såfremt der ikke findes noget valutakurssystem i forhold til en eller flere ikke-fællesskabsvalutaer, kan Rådet, der træffer afgørelse med kvalificeret flertal enten på grundlag af en henstilling fra Kommissionen og efter høring af ECB eller på grundlag af en henstilling fra ECB, udarbejde generelle retningslinjer for valutakurspolitikken i forhold til disse valutaer. Disse generelle retningslinjer berører ikke ESCB's hovedmålsætning om at fastholde prisstabilitet."

som ikke alle EU-landene er medlemmer af, såsom G7/8¹⁾ samt G10²⁾, bliver også på ny aktuelt som følge af indførelse af euro. I disse fora drøftes valuta- og pengepolitik, men her kan der ikke træffes bindende operative beslutninger, og det er derfor ikke sandsynligt, at samarbejdet i disse fora vil komme i konflikt med de forpligtelser, der gælder for eurolandene. Det samme gælder samarbejdet gennem OECD og BIS; de forpligtelser, der følger heraf, er ikke særlig vidtrækkende, idet disse organisationer først og fremmest er fora for diskussioner af generelle økonomiske - herunder også penge- og valutapolitiske - spørgsmål. Egentlige operative funktioner i relation til penge- og valutapolitik har de pågældende organisationer ikke.

EU-landene som medlemmer af Valutafonden

Interessen samler sig derfor primært om relationerne til IMF, hvor medlemslandene i kraft af fondens artikler har påtaget sig en række forpligtelser, særlig med hensyn til at stille deres valuta til rådighed for fondens transaktioner samt at føre en valutapolitik, der er i overensstemmelse med fondens målsætninger. Herudover definerer fondens artikler og regulativer de krav og betingelser, der skal opfyldes, såfremt et land ønsker at låne fra fonden.

Fondens artikler bygger på eller har som forudsætning, at det enkelte medlem har sin egen valuta, og det enkelte medlemslands rettigheder og forpligtelser over for Valutafonden er helt afgørende knyttet til det enkelte medlemsland. Blandt sine medlemslande har fonden dog allerede medlemmer, der deler en fælles valuta, fx landene i CFA-området (overvejende tidligere franske kolonier i Vestafrika) samt Belgien/Luxembourg. Uanset fonden således har erfaring med at håndtere lande, der er medlemmer af monetære unioner, vil skabelse af et euroområde have større og til dels uvante konsekvenser, fordi eurolandene samlet vil få langt større betydning i den internationale økonomi, end hvad der gælder for de monetære unioner, der hidtil har eksisteret blandt IMF's medlemslande. De hidtidige erfaringer, som IMF har med lande, der er medlemmer af økonomiske unioner, kan derfor ikke umiddelbart anvendes på eurolandene. Som følge heraf drøftes i øjeblikket både i EU samt i IMF, hvorledes man vil indrette de fremtidige relationer.

Fondens artikler pålægger medlemslandene en række forpligtelser med hensyn til tilrettelæggelsen af især deres valutapolitik. De vigtigste opera-

¹⁾ G7/8 består af de syv største industrilande: USA, Japan, Tyskland, Frankrig, Italien, England og Canada. Rusland er senere blevet tilknyttet det politiske samarbejde.

²⁾ G10 består foruden G7-landene af Belgien, Holland, Sverige og Schweiz. Landene mødes som regel i tilknytning til IMF/Verdensbankens årsmøder på minister- og centralbankchefniveau. Herudover mødes G10-landenes centralbankchefer ca. en gang om måneden i BIS.

tionelle spørgsmål, man diskuterer i Valutafonden, er først og fremmest fondens finansiering samt hvilke betingelser, fonden skal stille, når den yder lån til medlemslandene. Maastricht-traktaten, og de øvrige regler, der vil gælde for samarbejdet mellem eurolandene, omhandler ikke bestemmelser, der pålægger medlemslandene at koordinere deres holdning i disse spørgsmål.

Fondens muligheder for at påvirke den globale økonomiske udvikling udspringer først og fremmest af de vilkår, den stiller for at give lån, samt af, at den er et vigtigt forum for debat mellem medlemslandene.

EU-landene er i fondens bestyrelse repræsenteret i ni forskellige valgkredse. Tyskland, Frankrig og Storbritannien har hver deres eget bestyrelsesmedlem, mens de øvrige lande er medlemmer af valgkredse eller såkaldte sammensatte konstitutioner. Disse valgkredse kan EU-landene ikke ensidigt ændre på, og Tyskland, Frankrig og Storbritannien er som tre af de fem lande med størst kvote direkte forpligtet i fondens artikler til at udnævne deres eget bestyrelsesmedlem.

De sammensatte valgkredse er kun delvist dannet under hensyntagen til geografisk nærhed eller graden af fælles holdning til fondpolitiske spørgsmål. Danmark er i Valutafonden medlem af den nordisk-baltiske valgkreds omfattende både EU-medlemmer (Danmark, Finland og Sverige) samt ikke EU-medlemmer (Island, Norge samt de baltiske lande). Erfaringerne - senest da man optog de tidligere republikker i Sovjetunionen samt de baltiske lande som medlemmer af Valutafonden - har vist, at det skaber betydelige politiske vanskeligheder at ændre på sammensætningen af disse valgkredse, og som nævnt ovenfor er der ingen bestemmelser i Maastricht-traktaten, der direkte pålægger landene at optræde med fælles repræsentation i internationale organisationer.

EU-landene har tilsammen ca. 30 pct. af de samlede kvoter og næsten den samme andel af det totale antal stemmer. Såfremt EU-landene kunne og ville lade sig repræsentere ved en enkelt konstitution, ville de kunne kræve, at fondens hovedsæde blev flyttet fra Washington til et af medlemslandene¹⁾. Det vil imidlertid gælde, at EU-landenes kvoter og dermed stemmeandel i fremtiden vil falde i forhold til andre lande, især USA, såfremt man ved kvoteberegningerne skal se bort fra den andel af deres reserver, disse holder på andre EU-lande, eller man ikke længere betragter EU-landenes indbyrdes handel som udenrigshandel, jf. ovenfor.

¹⁾ Art. XIII, Section 1, foreskriver, at Valutafondens hovedsæde skal være placeret i det land, der har den største kvote.

I de spørgsmål, der beskrives nedenfor, er det blevet forudsat, at EU og eurolandene fortsat vil være repræsenteret som individuelle medlemmer af Valutafonden.

Valutafondens overvågning

Ifølge fondens artikel IV skal medlemslandene give fonden mulighed for at overvåge deres valutakurspolitik. Dette sker først og fremmest ved de såkaldte Art. IV-konsultationer, hvor repræsentanter fra IMF's stab udarbejder rapporter om det enkelte lands økonomiske udvikling og dets økonomiske politik. Disse rapporter drøftes herefter i fondens bestyrelse og indeholder bl.a. anbefalinger om indretningen af det enkelte lands valutapolitik, men også af dets penge- og finanspolitik samt strukturpolitikken. Endvidere diskuteres især udviklingen i verdensøkonomien i forbindelse med de halvårlige rapporter om de verdensøkonomiske udsigter, World Economic Outlook, der fremlægges i forbindelse med Interimskomiteens møder. Interimskomiteen er IMF's politikstyrende organ og består af et medlem fra de forskellige konstitutioner, næsten altid på ministerniveau.

Det er først og fremmest i relation til denne overvågning, at man skal skabe mulighed for, at IMF-staben kan konsultere primært ESCB/ECB, så staben kan drøfte fastlæggelse af euroområdet fælles penge- og valutapolitik. Endvidere diskuterer man, hvorledes repræsentanter fra henholdsvis ESCB/ECB og Kommissionen kan være til stede - måske som observatører eller med en mere formel status - når euroområdet økonomiske politik drøftes i fondens bestyrelse eller/og i Interimskomiteen.

Fondens overvågning af euroområdet fælles penge- og valutapolitik skal ske sideløbende med, at staben drøfter det enkelte lands øvrige økonomiske politik, fordi denne jo forbliver det enkelte lands ansvar også efter starten på ØMUens tredje fase.

Adgang til Valutafondens ressourcer

Som udgangspunkt er det meget usandsynligt, at de enkelte eurolande eller euroområdet samlet vil have behov for at låne af Valutafonden, fordi industrilande i dag normalt ikke har behov for særlig betalingsbalancefinansiering (Portugal er det land i EU, der sidst har lånt af Valutafonden, og dette skete helt tilbage i 1984). Industrilande har nem adgang til de internationale kapitalmarkeder og kan derfor lade et eventuelt betalingsbalanceunderskud finansiere ved privat kapitalimport eller ved offentlig låntagning fra private institutioner i udlandet.

Definition af individuelt medlemskab er imidlertid tæt forbundet med retten til at bruge fondens ressourcer, og det bliver derfor især af principielle grunde vigtigt, at man definerer legalt, hvorledes enten et enkelt

euroland eller euroområdet samlet kan låne af Valutafonden. Problemet er igen knyttet til, at kompetencen med hensyn til et lands penge-, valuta- og finanspolitik efter starten af tredje fase ikke længere vil ligge samlet hos det enkelte lands myndigheder, men vil være delt mellem henholdsvis ESCB/ECB, Rådet samt de nationale myndigheder. Det har således været drøftet, om man ved en ændring af IMF's artikler eksplicit skulle definere monetære unioners rettigheder og forpligtelser i forhold til IMF.

IMF stiller altid økonomisk-politiske betingelser, når dets udlån til et land sker i de højere kredittrancher og dermed overstiger et bestemt beløb i forhold til det enkelte lands kvote. Det må derfor afklares, hvilke krav IMF-staben kan stille, og hvorledes et program kan udformes, hvor der er delt kompetence mellem det enkelte medlemslands egne myndigheder og Fællesskabets institutioner.

Fundamentalt for et IMF-medlemslands ret til at låne af Valutafonden er, at dette kun kan ske som følge af et betalingsbalancebehov. Teoretisk er det derfor spørgsmålet, om et enkelt land fra euroområdet kan få et betalingsbalancebehov.

Der har været rejst tvivl om det enkelte eurolands mulighed for at trække på Valutafonden uden at bringe sig i konflikt med bestemmelserne i Maastricht-traktaten om forbud mod monetær finansiering eller om forbud mod at give den offentlige sektors institutioner privilegeret adgang til kredit. Et træk på fonden sker ved, at landet køber valuta af fonden mod at betale med sin egen valuta. Et euroland kan normalt ikke egenhændigt udstede euro til at købe valutaen af fonden. Imidlertid er det i en rådsforordning af 13. december 1993 (3603/93) bestemt, at ECBs samt de nationale centralbankers finansiering af de forpligtelser, som den offentlige sektor har over for Valutafonden, ikke betragtes som en kreditfacilitet. Man kan derfor fortolke direktivets bestemmelser som, at fordringer, den nationale centralbank holder på den offentlige sektor til finansiering af IMF træk, ikke skal betragtes som monetær finansiering.

Kvoteberegning og SDRs værdiansættelse

Landenes kvoter i Valutafonden fastsættes ud fra nogle beregninger, der søger at tage højde for landenes relative betydning for verdenshandelen og de internationale kapitalmarkeder.

I den udstrækning, man i disse beregninger ikke tager hensyn til eurolandenes indbyrdes handel eller de reserver landene holder på hinanden, vil euroområdets relative indflydelse falde.

SDR værdiansættes som en sammensat enhed bestående af de 5 største medlemslandes valutaer. De enkelte komponentvalutaers vægt afgøres

også her af landenes relative betydning for verdensøkonomien via udenrigshandel og andele af medlemslandenes valutareserver mv.

I SDR indgår såvel D-mark som franske franc foruden dollar, yen og britiske pund¹⁾. Såfremt D-marken og den franske franc erstattes af euroen, skal denne optages som en selvstændig valuta i SDR-kurven, og man skal tage stilling til både med hvilken vægt, denne skal indgå, samt om der i SDR-kurven skal optages nye valutaer. En mulighed er, at euroen skal indgå med en relativ andel svarende til summen af D-markens og franske francs vægt, og at SDR-kurven derved - i hvert fald midlertidigt - kan komme til at bestå af kun 4 komponentvalutaer. Beslutning herom kræver ikke en ændring af fondens artikler, fordi værdiansættelsen af SDR ikke er defineret i disse, men er fastsat i en almindelig IMF-beslutning.

Medlemslandenes deltagelse på fondens operationelle budget

Fondens artikler forpligter medlemslandene til at stille deres valuta til rådighed for fondens transaktioner. Eurolandene skal derfor aftale med hinanden, hvorledes euroen kan anvendes af fonden, og hvilken institution der skal stille denne til fondens rådighed, enten ECB eller den enkelte medlemscentralbank.

Dannelsen af ESCB/ECB skaber en række praktiske problemer i forhold til IMF. Som skitseret ovenfor vil det være muligt at finde løsninger på disse problemer, uden at dette grundlæggende vil ændre det enkelte medlemslands rettigheder og forpligtelser i forholdet til IMF.

¹⁾ Vægtfordelingen fremgår af Danmarks Nationalbanken, *Årsberetning*, 1996, Tabel 38.

Valutakrisen i Sydøstasien¹⁾

v/Niels Peter Hahnemann, Internationalt Kontor
og Lars Krogh Jessen, Kapitalmarkedsafdelingen

Valutakrisen i Sydøstasien blev udløst den 2. juli med Thailands de facto opgivelse af fastkurspolitikken over for US dollar. Ud over Thailand blev Indonesien, Malaysia og Philippinerne umiddelbart påvirket af uroen. Disse landes valutaer er deprecieret med mellem 25 og 40 pct., jf. figur 1. Områdets stærke økonomi, Singapore, er blevet påvirket i mindre omfang. Singapore dollar er deprecieret med ca. 10 pct. I løbet af oktober bredte krisen sig først til valuta- og aktiemarkederne i andre lande og områder i Asien og siden til de europæiske og amerikanske markeder.

I det følgende beskrives nogle centrale sider af valutakrisens forløb i Sydøstasien, herunder forsøgene fra Den Internationale Valutafond, IMF, på at begrænse de negative konsekvenser. Spørgsmålet om eventuelle afledte effekter af krisen på industrilandenenes aktiekurser og betydningen heraf kan endnu ikke besvares.

Valutakrisen viser, at en fastkurspolitik, der er i modstrid med fundamentale økonomiske forhold, er vanskelig at opretholde. Samtidigt kan store udsving i valutakursen være skadelig for økonomien. Dette gælder specielt for lande med en stor valutaeksponering.

Situationen i Sydøstasien er blevet fulgt med international opmærksomhed på grund af dens negative konsekvenser for de finansielle sektors stabilitet og for kapitalbevægelserne til regionen. For at genskabe normale forhold på kapitalmarkederne er IMF trådt til med finansiell assistance og betingelser til landenes økonomiske politik.

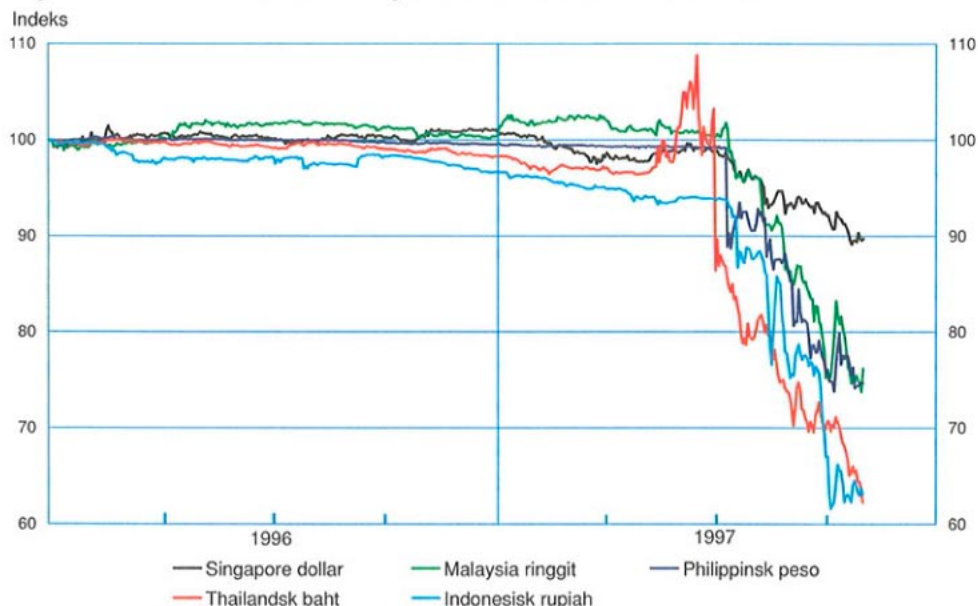
I juli fik Philippinerne forlænget og forøget et eksisterende låneprogram med IMF. Kort efter fulgte den store finansielle hjælpepakke til Thailand, som var bygget op omkring et låneprogram med IMF. Senest har Indonesien fået et stort lån i IMF som del af en større finansiell hjælpepakke.

Baggrund

Landene i Sydøstasien har gennem en årrække haft en relativ god konkurrenceevne og meget høje vækstrater uden store balanceproblemer. Væksten i regionen tog særlig fart fra midten af 1980'erne, hvor landenes valutaer fulgte dollarens depreciering over for de andre hovedvalutaer.

¹⁾ Redaktionen afsluttet den 31. oktober 1997.

Figur 1 *Valutakurser over for dollar. Januar 1996=100*



Kilde: Bloomberg.

Et af problemerne for Sydøstasiens økonomier har været en tendens til overophedning og dermed et underliggende inflationspres. Der har samtidig været en betydelig kapitalindstrømning, som til dels aflejrerede sig som øgede valutareserver, da myndighederne søgte at undgå en stigning i valutakursen og dermed en umiddelbar svækkelse af konkurrenceevnen.

Modstykket til kapitaltilstrømning fra udlandet og deraf følgende overskud på kapitalbalancen er underskud på den løbende betalingsbalance. I kraft af de sydøstasiatiske landes høje opsparingskvote blev landenes betalingsbalanceunderskud ikke anset for noget problem. Forudsætningen for en sådan vurdering var naturligvis, at de store investeringer i landene på sigt måtte antages at vende de eksterne løbende underskud til overskud.

Landene i Sydøstasien har generelt ført en fast valutakurspolitik, typisk i forhold til en kurv af valutaer, hvor dollar indgik med en betydelig vægt. Hertil kommer finanspolitisk konsolidering. Fra slutningen af 1980'erne vendte Thailand for eksempel et budgetunderskud på 4 pct. af BNP til et overskud på 5 pct. fire år efter. Konsolideringen var et resultat af både diskretionær finanspolitik og automatiske budgetforbedrende effekter af væksthøjden. Den økonomiske politik var så succesfuld i Thailand, at landet indtil midten af 1990'erne undgik, at den reale effektive valutakurs steg, og konkurrenceevnen dermed blev forværret. Fra midten af 1990'erne begyndte en række problemer at melde sig, og politikken synes brudt endeligt sammen i 1997.

Sydøstasien, nøgletal

	1994	1995	1996	1997
<i>BNP i faste priser (pct. stigning i forhold til året før)</i>				
Thailand	8,8	8,7	6,4	2,5
Malaysia	9,2	9,5	8,2	7,5
Singapore	10,1	8,8	7,0	6,0
Indonesien	7,5	8,2	7,8	7,0
Philippinerne	4,4	4,8	5,5	5,3
<i>Forbrugerpriser (pct. stigning i forhold til året før)</i>				
Thailand	5,0	5,8	5,9	7,0
Malaysia	3,7	3,4	3,5	3,9
Singapore	3,1	1,7	1,4	2,2
Indonesien	8,5	9,4	6,6	7,3
Philippinerne	9,0	8,1	8,4	6,5
<i>Betalingsbalance (pct. af BNP)</i>				
Thailand	-5,6	-8,0	-7,9	-5,0
Malaysia	-6,3	-8,5	-5,2	-5,8
Singapore	17,0	16,9	15,0	15,0
Indonesien	-1,7	-3,4	-3,5	-3,5
Philippinerne	-4,6	-4,4	-4,3	-4,3
<i>Budgetbalance (pct. af BNP)</i>				
Thailand	2,0	1,5	1,5	-1,0
Malaysia	1,8	-3,5	-0,5	0,0
Singapore	8,7	7,0	7,0	6,0
Indonesien	-0,4	1,0	0,0	0,2
Philippinerne	-0,5	-1,4	-0,2	-0,5

Kilde: IMF, budgetbalancer dog JP Morgan.

Som fælles elementer bag den aktuelle krise i Sydøstasien kan nævnes:

- ♦ Landenes fastkurspolitik i forhold til dollar har efter de seneste års apreciering af dollar over for yen forværret deres konkurrenceevne. Hertil kommer stigende konkurrence fra Indien og Kina, som er begyndt at gøre sig gældende inden for lavtlønsområdet af fremstillingssektoren.
- ♦ Store udlandslån i den private ikke-finansielle sektor, hvor man i tillid til fastkurspolitikken har udnyttet renteforskellen og delvist finansieret sig i relativt lavt forrentede dollarlån uden at tage hensyn til valutakursrisikoen. Når fastkurspolitikken må opgives, starter en kædereaktion, hvor den private ikke-finansielle sektors profitter falder i takt med, at udlandsgælden målt i indenlandsk valuta stiger. Problemet ender op i bankerne i form at misligholdte (nødlidende) lån. Krisen peger på svagheder i såvel det finansielle system som i myndighedernes tilsyn hermed i regionens lande.
- ♦ Landenes store betalingsbalanceunderskud gennem en del år.

Efterhånden som markedsdeltagerne i stigende grad opfattede valutakurserne som ude af trit med de fundamentale økonomiske forhold, begyndte et pres mod valutaerne. Målet for spekulatøren var i første omgang Thailand, men valutakrisen her smittede hurtigt af på de øvrige sydøstasiatiske lande. Senere fulgte andre lande og områder i Asien.

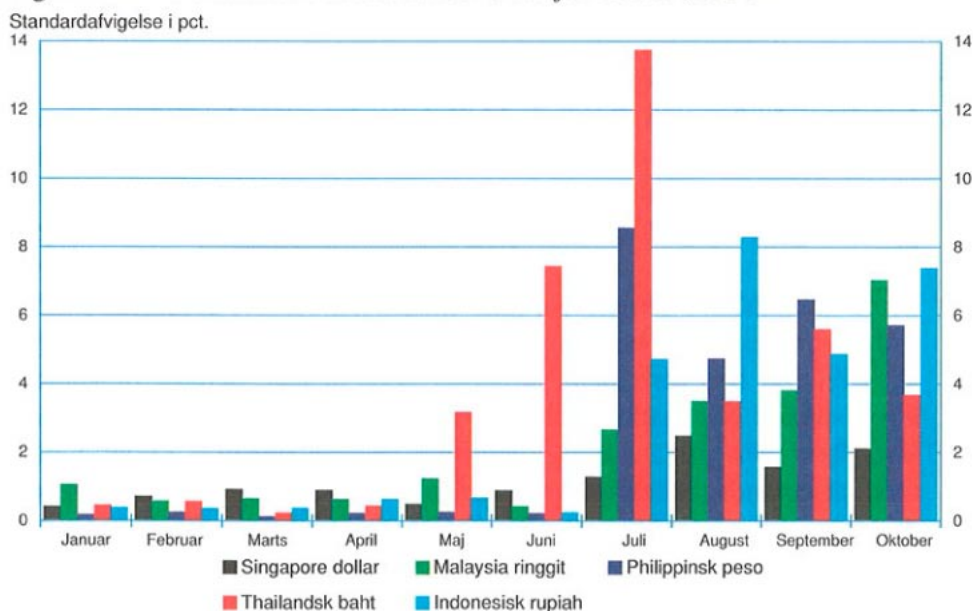
Krisens forløb

Landenes strategi og valg af instrumenter i håndteringen af krisen har ikke været ens, og det har gjort krisens forløb forskellig i de enkelte lande.

Thailand var det første land, der blev ramt af valutakrisen. Allerede i februar og igen i maj blev landet udsat for valutauro, men det lykkedes myndighederne at intervenere sig ud af problemerne gennem spot- og forwardkøb af thailandske baht, samt indførelse af valutarestriktioner i maj, der midlertidigt førte til en styrkelse af baht på valutamarkedet. Det umiddelbare resultat af presset var større volatilitet i valutakursen, jf. figur 2, og højere pengemarkedsrenter, jf. figur 3.

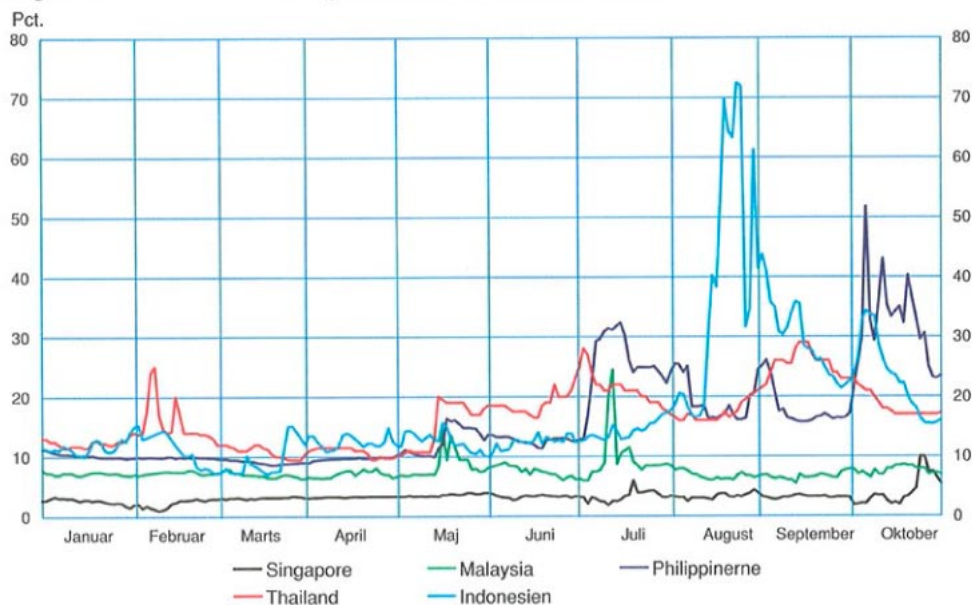
Et forhold, der bidrog til at bevare presset mod baht, var usikkerhed blandt markedsdeltagerne om, hvor store beløb centralbanken havde interverneret for. Brugen af forwardintervention, som ikke fremgår af de offentliggjorte balancer, var med til at øge denne usikkerhed. Et yderligere for-

Figur 2 Volatilitet i valutakurser over for dollar, 1997



Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

Figur 3 *1-uges interbank renter, 1997*



Kilde: Bloomberg.

hold, der bidrog til usikkerheden, var, at størrelsen af landets samlede gæld til udlandet, og dermed den direkte eksponering over for valutakursændringer, ikke blev offentliggjort.

Det højere renteniveau, som er forårsaget af valutakrisen, er et problem for banksektoren, som i stigende grad har konstateret tab på udlån, bl.a. som følge af tab på byggeprojekter. I de senest offentliggjorte opgørelser fra midten af 1996 udgjorde andelen af nødlidende lån i banksektoren ikke mindre end 9 pct. af de totale udlån, men andelen må siden antages at være steget.

Efter opgivelsen af fastkurspolitikken den 2. juli er thailandske baht deprecieret med i alt ca. 40 pct. I slutningen af juli bad man om hjælp hos IMF. IMF-låneprogrammet er beskrevet i boks 1. Efter at låneprogrammet blev aftalt, har man kunnet konstatere en markant reduktion i valutakursvolatiliteten for thailandske baht, jf. figur 2, men ikke nogen egentlig stabilisering af kursniveauet. Renten er heller ikke reduceret til niveauet fra før krisen, jf. figur 3.

Philippinerne tillod den 11. juli større fleksibilitet i valutakursen over for dollar. Trods renteforhøjelser blev peso svækket betydeligt. Den 18. juli anmodede myndighederne om en forlængelse og udvidelse af det løbende låneprogram med IMF. Den 7. oktober indførte centralbanken - i et forsøg på at stabilisere valutamarkedet og normalisere renterne - et system

Boks 1

Thailands IMF-låneprogram

Den 20. august fik Thailand godkendt et lån i IMF på 3,9 mia.US dollar. Lånet er det fjerdestørste, IMF har ydet. IMF's lån er en del af en international finansiell hjælpepakke til Thailand på i alt 17,2 mia.dollar. Deltagerne er Japan med 4 mia.dollar, og de øvrige lande i regionen, herunder Kina, med mellem ½-1 mia.dollar. Verdensbanken og Den Asiatiske Udviklingsbank deltager også.

Der er tre hovedelementer i det program IMF har planlagt:

1. Thailand skal stramme finanspolitikken svarende til 3 pct. af BNP gennem en momsforhøjelse og udgiftsbesparselser. Målsætningen for den finansielle stramning er at nedbringe betalingsbalanceunderskuddet fra 8 til 3 pct. af BNP i 1998.
2. Der skal føres en fleksibel valutakurspolitik.
3. Restrukturering af den finansielle sektor. 58 finansielle institutter, repræsenterende to tredjedele af den finansielle sektors samlede aktiver, er blevet lukket. Den thailandske stat har annonceret, at man vil optage et lån på 10 mia.dollar på de internationale kapitalmarkeder som indskud i et finansieringsinstitut, der skal indkapsle de 58 finansielle institutters nødlidende lån. Også den private sektor skal bidrage med finansiering. Myndighederne har endvidere besluttet at etablere et tilsyn, som skal overvåge restruktureringen af den finansielle sektor. Tilsynet får til opgave at afgøre, hvor mange af de 58 institutter, der skal lukkes permanent. Tilsynet skal overtage institutternes sunde aktiver og bortauktionere dem i løbet af et år. Samtidig er det besluttet at lempe gældende restriktioner på udenlandske investeringer i Thailands finansielle sektor.

med grænser for tilladte udsving for peso over for dollar i forhold til kursen den foregående dag, og centralbanken genoptog sine valutamarkedsinterventioner. Forholdsreglerne synes ikke hidtil at have haft den ønskede effekt. Renteniveauet er endnu ikke normaliseret, og pesoen er fortsat med at falde.

Malaysia har prioriteret en normalisering af det indenlandske renteniveau højere end stabilisering af valutakursen. Dette skyldes bl.a. en relativ lille udlandsgæld, der gør den private sektor mindre eksponeret over for valutakursudsving. Den 14. juli blev interventionen til støtte for valutaen indstillet, og de korte renter faldt til niveauet fra før krisen. Resultatet af denne politik kan konstateres i form af stigende valutakursvolatilitet, jf. figur 2.

De malaysiske myndigheders reaktioner på krisen har været modsigelsesfyldte og har i realiteten forstærket usikkerheden blandt markedsdelta-

gerne. I et forsøg på at kontrollere valutauroen indførtes restriktioner på størrelsen af valutaswaps med udlændinge, forbud mod at tage korte positioner i aktier, og der blev etableret en statslig fond til at støtte aktiemarkedet. Restriktionerne vedrørende aktiesalg og planerne om statslige aktieopkøb er siden opgivet. Den 17. oktober fremlagde myndighederne et finanslovforslag, hvor stramningerne på udgiftssiden af markedet blev vurderet som utilstrækkelige til at rette op på landets betalingsbalanceunderskud med fornyet uro om malaysiske ringgit til følge.

Indonesien reagerede på valutakrisen med en forhøjelse af de korte renter og dernæst en udvidelse af udsvingsbåndene for valutaen. Udsvingsbåndene måtte den 19. august opgives. Der er siden kun i begrænset omfang interveneret til støtte for valutaen. Som led i en finanspolitisk stramning er offentlige investeringsplaner blevet udskudt. Dilemmaet for den indonesiske regering har været, at høje korte renter ville skade den skrøbelige indenlandske finansielle sektor. Omvendt ville et fald i valutaen medføre en stigning i den udenlandske gældsbyrde. Andelen af nødlidende lån i banksektoren udgjorde 8,8 pct. af de totale udlån i 1996.

Indonesien anmodede i begyndelsen af oktober om støtte fra IMF. En international finansiel hjælpepakke fra multilaterale institutioner på i alt 18 mia. US dollar, heraf 10 mia. fra IMF, er blevet tilvejebragt. Hertil kommer 5 mia. fra Indonesiens egne ekstraordinære reserver, således at pakken i alt beløber sig til 23 mia. dollar, samt tilsagn fra en række lande, herunder USA, om yderligere finansiering i tilfælde af "uforudsete og ugunstige eksterne omstændigheder".

Lånet fra IMF er det næststørste, IMF har ydet (overgås kun af lånet i 1995 til Mexico). Hovedelementerne i IMF-programmet er stram penge- og finanspolitik, restrukturering af den finansielle sektor, samt handelsliberaliseringer og foranstaltninger til deregulering af økonomien. Efter fremlæggelse af den finansielle hjælpepakke og IMF-programmet er indonesiske rupiah stabiliseret.

Singapore blev kun i mindre omfang ramt af krisen. De korte renter har været stort set uændrede og valutakursvolatiliteten lille. Når man har tilladt en depreciering af valutakursen på ca. 10 pct., skyldes det formentlig hensynet til den betydelige samhandel med de øvrige sydøstasiatiske lande.

Konsekvenser af krisen

Valutakrisen har resulteret i højere renter og afdæmpning af den indenlandske efterspørgsel og eksportvækst i hele Sydøstasien. Der må forventes lavere vækstrater allerede i indenværende år, men især i 1998, og inflationen i regionen må forventes at stige som følge af de deprecierede valutakurser.

Dette tilsiger en stram pengepolitik, mens finanspolitikken vil være bundet af hensynet til konsolidering af de offentlige budgetter. Væksttilbageslaget vil formentlig blive særlig markant i Thailand. På sigt må de svagere valutaer forventes at trække økonomierne i gang igen i kraft af en forbedret konkurrenceevne. Det skal dog i den forbindelse understreges, at deprecieringen af de reale effektive valutakurser er mindre, end udviklingen over for dollar antyder. Årsagen er den betydelige samhandel i regionen.

Svage finansielle sektorer i en række af de sydøstasiatiske lande udgør et selvstændigt problem, som vil medvirke til at forlænge effekterne af valutakrisen. Generelt højere renteniveauer vil øge antallet af nødlidende lån i de i forvejen hårdt pressede banksektorer. Effekten kan blive en solvens- og likviditetskrise, der kan ramme bankerne bredt. Dette vil sandsynligvis føre til en opstramning i bankernes kreditgivning, hvad der vil lægge en yderligere dæmper på vækstmulighederne.

I løbet af oktober opstod der et pres mod Taiwans og Koreas valutaer. I Taiwan opgav man udsvingsbåndene, og valutaen blev svækket. Svækkelsen af den koreanske won er foregået mere gradvist over hele året. Når myndighederne har tilladt en svækkelse af valutaerne, skyldes det formentlig først og fremmest hensynet til landenes konkurrenceevne.

Den sydøstasiatiske valutakrise så i begyndelsen ud til kun i mindre omfang at påvirke valutamarkedene i andre regioner. Med den stadig tættere sammenknytning af de internationale kapitalmarkeder har der været en tendens til, at investorer har betragtet de nye vækstmarkeder (emerging markets) under ét. Efter udbruddet af krisen i begyndelsen af juli var der derfor frygt for, at krisen ville sprede sig til andre valutamarkeder uden for Sydøstasien. I en længere periode var det ikke muligt at konstatere nogen betydelig afsmitning på fx den tjekkiske koruna eller den mexicanske peso, der direkte kunne henføres til krisen i Sydøstasien. I slutningen af oktober kom den mexicanske peso dog under voldsomt pres. Den brasilianske real har ligeledes været berørt.

Der har i oktober været afsmitning til mange aktiemarkeder, særlig markant i Hong Kong. Faldet på aktiemarkedene kan dog primært betragtes som en korrektion af de seneste års markante stigninger.

De makroøkonomiske effekter af valutakrisen for OECD-området afhænger af krisens påvirkning af OECD-landenes nettoeksport til området samt den bytteforholdsforbedring, der følger af, at OECD-områdets valutaer er blevet styrket over for de sydøstasiatiske valutaer. Blandt OECD-landene er det især Japan, Australien og New Zealand, som er eksponerede i kraft af deres relativ store samhandel med området. I 1995 udgjorde Japans handel med Thailand, Malaysia, Singapore, Hong Kong og Taiwan 28 pct.

af den samlede udenrigshandel mod 16 pct. for USA og 4 pct. for EU. For Japan kommer problemerne på et tidspunkt, hvor der efter flere års stagnation fortsat kun er svage tegn på begyndende vækst.

Et særligt problem er knyttet til den japanske banksektor. Japanske banker har ydet en række lån til bl.a. byggesektoren i Thailand. Det kan forstærke de problemer, som den japanske banksektor i forvejen har med nødlidende udlån. De nødlidende udlån i den japanske banksektor er af BIS anslået til 3,4 pct. af samtlige udlån i 1996 mod 1,1 pct. i USA.

Fra japansk side har man efter lånepakken til Thailand rejst spørgsmål om behovet for at styrke det økonomisk-politiske samarbejde og for at etablere et større finansielt beredskab i hele regionen, jf. boks 2.

Nogle konklusioner af udviklingen

Krisen i Sydøstasien har i lighed med EMS-krisen i 1992 og krisen i Mexico i 1994-95 vist, at troværdighed og et vist mål af åbenhed er essentielt i et regime, hvor der føres en fast valutakurspolitik.

Krisen har generelt været håndteret famlende og modsigelsesfyldt. Det har medført øget usikkerhed og frygt blandt markedsdeltagere. Resultatet har været, at en lang række tiltag, iværksat for at stabilisere valutakurserne, i stedet har medført yderligere svækkelse.

Med opgivelsen af fastkurspolitikken står de sydøstasiatiske lande nu i en situation uden noget nominelt anker i valutakurspolitikken. Frie kapitalbevægelser og flydende valutakurser indebærer større volatilitet i de eksterne balancer. Da de sydøstasiatiske økonomier er meget åbne, er det vanskeligt at undvære et nominelt anker i valutakurspolitikken. Det må derfor

Boks 2

En regional fond for Asien?

På IMF's seneste årsmøde i Hong Kong fremsatte Japan et forslag om en regional fond for Asien. Japan er eksponeret på valutakrisen i Sydøstasien gennem betydelige banklån til asiatiske lande. Man har talt om en gensidig låneordning mellem de deltagende landes monetære myndigheder, som kan aktiveres i konkrete tilfælde og under givne betingelser, fx i forbindelse med et lån i IMF. Der er omtalt en beløbsramme på helt op til 100 mia. US dollar. Planerne kan vanskeligt ses som andet end et mistillidsvotum til IMF, både hvad angår størrelsen af institutionens ressourcer og de betingelser, som knyttes til lån i IMF. Forslaget støttes af landene i regionen, men er blevet afvist af G7. Forslaget drøftes på et topmøde i november 1997 mellem landene i Stillehavsregionen, herunder USA.

Boks 3

Korea i 1980'erne, Sydøstasien i 1990'erne?

I begyndelsen af 1980'erne var Korea i en tilsvarende krise, som man nu ser i Sydøstasien. Valutakursen var bundet til US dollar, der var meget høje vækstrater, et betydeligt betalingsbalanceunderskud, relativ høj inflation, voksende budgetunderskud og stigende kortfristet udlandsgæld. Understøttet af et låneprogram fra IMF strammede myndighederne den økonomiske politik og gik over til at styre valutakursen efter en bredt sammensat valutakurv. Resultatet blev depreciering af den nominelle effektive valutakurs med 35 pct. og en kortvarig recession. BNP i faste priser faldt i 1980 med 2,2 pct. Herefter kom Korea hurtigt tilbage på høje vækstrater. I 1981 steg BNP med 6,7 pct. Hvad der blev opfattet som dyb krise, viste sig at være relativt kortvarigt.

anses for sandsynligt, at landene efterhånden atter vil overgå til en eller anden form for fastkurspolitik, nok defineret bredere end hidtil.

Hovedopgaven for de sydøstasiatiske lande synes i første omgang at være en stabilisering af de finansielle sektorer, herunder etablering af effektive finanstilsyn.

De sydøstasiatiske landes meget store opsparings- og investeringskvoter betyder, at de på længere sigt må formodes at returnere til høje vækstrater. Korea var i begyndelsen af 1980'erne i en tilsvarende krise, jf. boks 3, som de relativt hurtigt overvandt. Det er dog et åbent spørgsmål, om problemerne har taget et sådant omfang, at det vil tage længere tid, før landene igen kan udnytte deres store vækstpotentiale.

Krisen udvikler sig imidlertid fortløbende, og det er svært at drage håndfaste konklusioner. Fællesnævner for landene, der er hårdest ramt af valutakrisen, er:

- ♦ Store underskud på betalingsbalancens løbende poster;
- ♦ Svage finansielle sektorer og utilstrækkelige finanstilsyn;
- ♦ Et vist element af inkonsistens i myndighedernes indgreb.

Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer

v/Mads Gosvig, Kapitalmarkedsafdelingen

Indledning

Ved rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer forstås forskellen i den effektive rente på realkreditobligationer og statsobligationer¹⁾. Ofte opgøres rentespændet på basis af den toneangivende realkreditobligation henholdsvis den toneangivende statsobligation. Det indebærer, at der sammenlignes effektive renter på en 30-årig konverterbar realkreditobligation og en 10-årig inkonverterbar statsobligation. Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer opgjort på denne måde er vist i figur 1.

Rentespændet bevægede sig omkring et niveau på ca. 1 procentpoint indtil slutningen af 1995, hvorefter det steg til et niveau på ca. 2 procentpoint i midten af 1997. Generelt skyldes rentespændet forskelle i betalingsprofil, herunder løbetid og kuponrente, konverteringsegenskab samt forskelle i likviditet, kreditrisiko og investorpræferencer. En væsentlig del af udvidelsen af rentespændet kan forklares ud fra forskellen i betalingsprofil på henholdsvis den 30-årige realkreditobligation og den 10-årige statsobligation, hvilket vil fremgå af det følgende.

Formålet med denne artikel er at vurdere udviklingen i rentespændet over tid. Det beskrives, hvorledes forskellene i betalingsprofil og konverteringsegenskab kan isoleres som selvstændige komponenter af rentespændet, og udviklingen i de forskellige dele af rentespændet vurderes over tid²⁾.

Det konkluderes, at det er forholdsvis simpelt at isolere den del af rentespændet, der skyldes forskelle i betalingsprofil. Forskelle i betalingsprofil har siden midten af 1994 udgjort en voksende del af forklaringen på rentespændet som følge af den stejlere rentekurve³⁾.

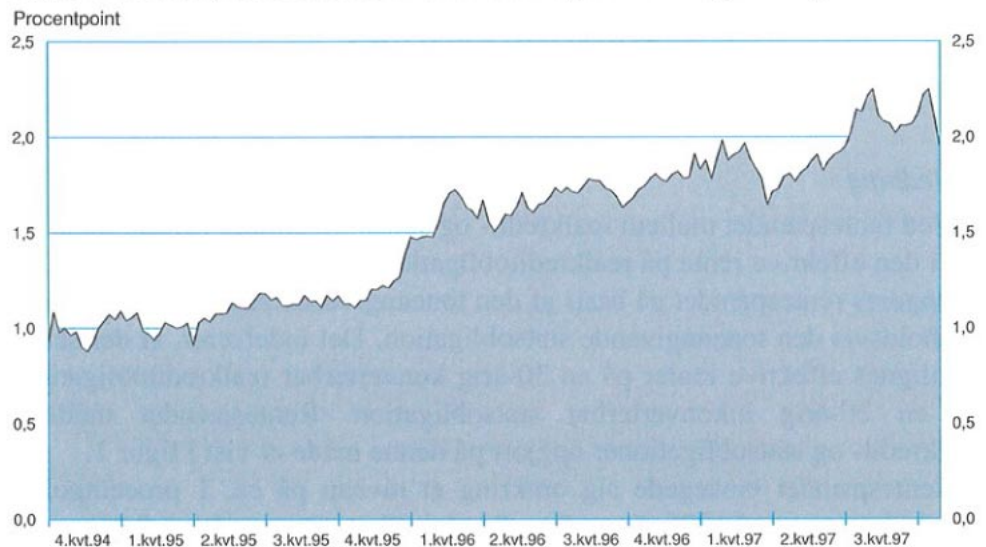
Den del af rentespændet, der skyldes forskelle i konverteringsegenskab, er væsentlig mere kompliceret at isolere. Det er nødvendigt at anvende en

¹⁾ Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer er tidligere behandlet i Kvartalsoversigten, jf. Bjarne Graven Larsen "Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, august 1993 og Tonny Lybek "Årsager til renteforskelle mellem realkredit- og statsobligationer", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, maj 1992.

²⁾ Analysen dækker perioden oktober 1994 til juli 1997.

³⁾ Betalingsprofilen for en realkreditobligation er ofte en 20- eller 30-årig annuitet, dvs. summen af rente- og afdragsbetaling er den samme ved hver termin i obligationens løbetid, mens en 10-årig statsobligation er et stående lån, dvs. at der kun forfalder rentebetalinger på obligationen indtil den sidste termin, hvor hele obligationens pålydende værdi tilbagebetales. Fordelingen af obligationernes betalinger over tid er således forskellig. Det medfører, at værdien af obligationerne påvirkes forskelligt, når rentestrukturens form ændres.

Figur 1 *Rentespændet mellem realkredit 8 pct. 2026 og stat 7 pct. 2004*



Anm.: Obligationerne har ikke været toneangivende i hele den betragtede periode. For bedre at illustrere artiklens pointer er der anvendt en realkreditobligation med en forholdsvis høj kupon. Dermed bliver det viste rentespænd i perioder større end spændet mellem de faktiske toneangivende obligationer.

model for låntagernes adfærd¹⁾ for at beskrive konverteringsegenskaben tilstrækkeligt præcist. Den anvendte model for låntagernes adfærd er repræsentativ for de modeller, der anvendes på det danske obligationsmarked. Forskelle i konverteringsegenskab udgør en varierende del af rentespændet og er meget afhængig af renteniveau og kuponrente.

Likviditets- og kreditrisikopræmien har været nogenlunde konstant over tid med en lille tendens til indsnævring i 1997. Præmien viser sig ikke at variere nævneværdigt mellem de forskellige realkreditinstitutter.

Modellen for låntagernes adfærd er følsom over for ændringer i valget af modelparametre. Det belyses ved en følsomhedsanalyse af modellen, der illustrerer de begrænsninger, der bør lægges på anvendelsen af modellens beregningsresultater.

Realkreditobligationers betalingsprofil

Låntagernes almindelige terminsbetaling består dels af en kuponrentebetaling, dels af en ordinær afdragsbetaling. Typisk vil et lån være et annuitetslån, hvor summen af rente- og afdragsbetaling er konstant gennem lånets løbetid.

¹⁾ Den anvendte model er udviklet af Svend Jakobsen og er implementeret under navnet RIO Optikon. Modellen er nærmere beskrevet i Svend Jakobsen "En empirisk model for konverteringsadfærd", *Finansinvest* 8/92 og Svend Jakobsen, "Vurdering af danske realkreditobligationer 1988-1992", *Finansinvest* 1/93.

Låntagernes ordinære afdragsbetalinger betales tilbage til investorerne i form af udtrækninger. Hvis der ses bort fra konverteringsmuligheden, og hvis obligationen er fra en realkreditobligationsserie baseret på annuitetslån, kan en investor med en beholdning af en vis størrelse betragte betalingerne fra obligationen som svarende til betalingerne på en annuitet med samme antal terminer pr. år som lånene. Det afspejler, at andelen af udtrukne obligationer i investors beholdning vil svare til den andel af det udestående beløb i obligationsserien, som låntagernes afdrag udgør.

Korrektion for forskel i betalingsprofil

Hvis der ses bort fra konverteringsmuligheden, kan nutidsværdien af obligationen beregnes som summen af de tilbagediskonterede forventede betalinger på en annuitetsobligation, jf. boks 1. Annuitetsobligationen har samme betalingsrække som realkreditobligationen, hvis der ikke konverteres.

Ved at sammenligne den effektive rente på den 30-årig annuitetsobligation og den 10-årig statsobligation kan den del af rentespændet, som skyldes forskellen i betalingsprofilen, således isoleres. Det er vist i figur 2 som den grønne del, mens den blå del udgør de øvrige faktoreres andel af rentespændet.

Boks 1

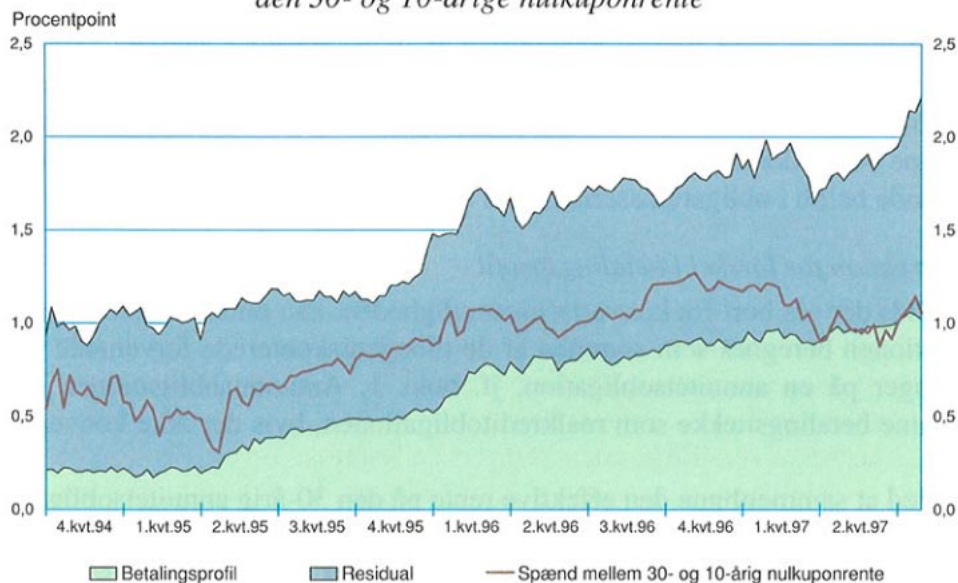
Beregning af effektiv rente

Nutidsværdien af en betalingsrække beregnes som summen af de tilbagediskonterede betalinger. Den effektive rente på en obligation beregnes som den diskonteringsrente, der præcis giver obligationen en nutidsværdi, der er lig med obligationens pris, dvs. kursen tillagt vedhængende rente. Den effektive rente er således en gennemsnitsrente, der ikke tager højde for forskellen i betalingernes forfaldstidspunkt.

Til beregning af en obligations effektive rente bruges altså obligationens betalingsrække samt obligationens pris. Såvel forventet betalingsrække som kurs på obligationer noteret på Københavns Fondsbørs A/S (KF) offentliggøres af KF.

Annuitetsobligationen har samme betalingsrække som realkreditobligationen, hvis der ikke konverteres. Annuitetsobligationen har derimod ingen noteret kurs/pris. For at finde en "pris" diskonteres de enkelte betalinger i betalingsrækken med renten på den nulkuponobligation, der har præcis den samme løbetid som tiden til den givne betaling. Summen af de diskonterede betalinger er den teoretiske pris. Den teoretiske pris kan nu bruges i stedet for den noterede pris til at beregne en effektiv rente.

Figur 2 *Rentespændet mellem annuitetsobligationen og den 10-årige statsobligation samt spænd mellem den 30- og 10-årige nulkuponrente*



Betalingsprofilens andel udgør en væsentlig del af forøgelsen af rentespændet siden 1995. Det er den øgede stejlhed af rentestrukturen, der betyder, at betalingsprofilen er blevet vigtigere. Den øgede stejlhed af rentestrukturen er i figur 2 illustreret ved udviklingen i spændet mellem den 30- og den 10-årige nulkuponrente.

For obligationer med forskellig kupon er der ingen forskel i størrelsen af betalingsprofilens andel af rentespændet. Niveauet for den grønne kurve i figur 2 er altså repræsentativt for 30-årige obligationer med forskellige kuponrenter. For 20-årige obligationer er niveauet for betalingsprofilens andel lavere, men betalingsprofilens betydning er ligeledes øget væsentligt.

Konverteringsegenskaben

Konverteringsegenskaben indebærer, at låntager har ret til at indfri sin restgæld til pari ved en vilkårlig termin i lånets løbetid. Det medfører, at investor risikerer at få udtrukket en større andel af sin beholdning ved hver fremtidig termin end den andel, som låntagernes ordinære afdragsbetalinger udgør af det udestående beløb i obligationsserien. I det følgende forklares, hvordan prisen på den konverterbare realkreditobligation kan beskrives som prisen på annuitetsobligationen minus prisen på låntagers ret til at indfri sit lån til pari.

Låntagers konverteringsret kan beskrives på følgende vis: Hvis kursen på de obligationer, som ligger til grund for lånet, er over pari, vil låntager, hvis der ses bort fra omkostninger, med fordel kunne udnytte konverteringsretten og indfri sit lån til pari. Herved opnår låntager nemlig en gevinst svarende til forskellen mellem markedskursen og pari. Gevinsten vil komme låntageren til gode gennem en lavere terminsydelse, hvis låntager finansierer indfrielsen af det gamle lån ved at optage et nyt, lavere forrentet lån.

Konverteringsretten kan således betragtes som svarende til, at investorerne har skrevet (solgt) en call-option på de obligationer, som ligger til grund for lånet¹⁾. En skrevet call-option giver indehaveren af optionen (låntager) retten til at købe det aktiv, optionen er skrevet på (obligationerne) af investorerne på et fastsat fremtidigt tidspunkt (den kommende termin) og til en på forhånd fastsat pris (strikepris).

Anskues konverteringsretten som en call-option, findes der forskellige metoder til at beregne værdien af konverteringsretten. I boks 2 er givet et eksempel på en beregning ved hjælp af Black-Scholes formel, der er en ofte benyttet metode til at prissætte optioner.

Ved anvendelse af Black-Scholes formel tages der dog ikke højde for en række vigtige forhold vedrørende danske realkreditobligationer. Eksempelvis antages, at hele obligationsserien udtrækkes/konverteres, såfremt kursen på annuitetsobligationen er over pari, eller såfremt kursen er under pari, at ingen konverteringer finder sted. Dette er ikke i overensstemmelse med virkeligheden, hvor det typisk kun er en del af låntagerne, der konverterer.

Optionens strikekurs vil med den ovennævnte beskrivelse være pari. Omkostninger ved at konvertere betyder dog, at låntager reelt har en højere strikekurs. I eksemplet i boks 2 er brugt kurs 102 for at kompensere for dette.

For investor er det ikke tilstrækkeligt kun at betragte konverteringsrisikoen ved den førstkomende termin. Hvis investors obligationer ikke udtrækkes, vil der ved den følgende termin være en tilsvarende risiko for ekstraordinær udtrækning og så fremdeles. Derfor må konverteringsegenskaben betragtes enten som en række af optioner, som successivt udløber ved terminerne i obligationens løbetid, eller som en option med flere mulige udløbstidspunkter.

For at kunne tage højde for de nævnte faktorer er det nødvendigt at inddrage information om låntagernes adfærd.

¹⁾ Mere præcist er optionen skrevet på de inkonverterbare annuitetsobligationer omtalt ovenfor.

Boks 2 *Eksempel på anvendelse af Black-Scholes optionsprisformel*

En ofte benyttet metode til at prissætte optioner er Black-Scholes formel. Formlen kan benyttes til at finde værdien af konverteringsretten (optionspræmien) til førstkomende termin for en 7 pct. realkreditobligation med udløb i 2026 den 28/7/97 (valørdato).

Låntagers option er en europæisk option skrevet på den tilsvarende annuitetsobligation med tid til udløb lig tiden indtil førstkomende termin, hvor konvertering er mulig. Strikeprisen er 102, altså lidt over pari, for at kompensere for omkostningerne ved konverteringen. I formelen skal også den korte rente og volatiliteten angives. Volatiliteten angiver, hvor meget den korte rente kan forventes at ændre sig over en periode.

Optionspræmien kan nu findes til at være 5,68. Ud fra nulkuponrentestrukturen og KF's ydelsesrække for obligationen findes nutidsværdien af annuitetsobligationen til 106,48, hvilket vil sige, at den optionsjusterede kurs på obligationen er lig med 100,28. Den optionsjusterede kurs svarer til en effektiv rente på 7,16 pct.

Ifølge kurslisten handlede obligationen til kurs 99,55, svarende til en effektiv rente på 7,23 pct. Forudsat at modellen er korrekt, handles obligationen altså til underkurs.

Låntageradfærden

For at opnå en bedre beskrivelse af konverteringsegenskaben inddrages information om låntageradfærden¹⁾. Da den enkelte låntagers adfærd ikke er kendt, og det heller ikke er muligt i en model at inkludere alle låntagere, må der gøres forenkende antagelser om låntagernes konverteringsadfærd, så adfærden kan vurderes i aggregeret form for den enkelte obligation. I det følgende er beskrevet en række af de faktorer, der spiller ind på låntagernes konverteringsadfærd.

Gevinsten ved at konvertere kan opgøres på mange måder. Eksempelvis kan låntagers besparelse på terminsydelserne i det første år efter konverteringen benyttes. Gevinsten afhænger generelt af kuponrente, restgæld og restløbetid på både det nye og det gamle lån, samt af renteniveau, omkostninger, skat mv.

Formaliseringen af låntagernes vurdering af gevinsten ved at konvertere bør afspejle disse faktorer. De objektive størrelser, såsom kuponrente, restløbetiden og renteniveauet er ens for alle låntagere med lån baseret på en

¹⁾ Jf. Svend Jakobsen "En empirisk model for konverteringsadfærd", *Finans/invest* 8/92.

given obligationsserie. Restgældens størrelse, omkostninger og skat er derimod individuelle fra låntager til låntager.

Låntagerens præferencer eller subjektive vurdering af gevinsten ved at konvertere har ligeledes betydning. Eksempelvis vil to låntagere, der rent økonomisk vil få den samme gevinst ved at konvertere deres lån, ikke nødvendigvis have det samme incitament til at konvertere. En ældre låntager vil måske i højere grad foretrække at betale sit lån ud, mens en yngre blot vil være interesseret i at konvertere til det lån, der giver den størst mulige gevinst.

Tidligere var det op til låntageren at følge med i renteutviklingen og selv beregne en eventuel gevinst ved konvertering. I dag har de fleste realkreditinstitutter tilbud om lånovervågning for den enkelte låntager. Lånovervågningen er en formaliseret proces, der lader forskellige objektive parametre afgøre, hvor stor gevinsten ved at konvertere er. Låntagernes gevinst bliver på denne måde opgjort på en mere ensartet måde, der i mindre grad end tidligere afhænger af låntagernes egen evne til at beregne gevinsten. Nu skal låntager blot vurdere gevinsten ved at konvertere i forhold til sine præferencer.

Den formaliserede beregning af låntagernes gevinst fra realkreditinstitutternes lånovervågningsmodeller kan anvendes som generel opgørelsesmetode for låntagerne. Herved opnås, at modellen for låntagernes adfærd i høj grad afspejler virkeligheden. Det er dog stadig nødvendigt at tillade en vis heterogenitet blandt låntagerne for at give plads til individuelle præferencer.

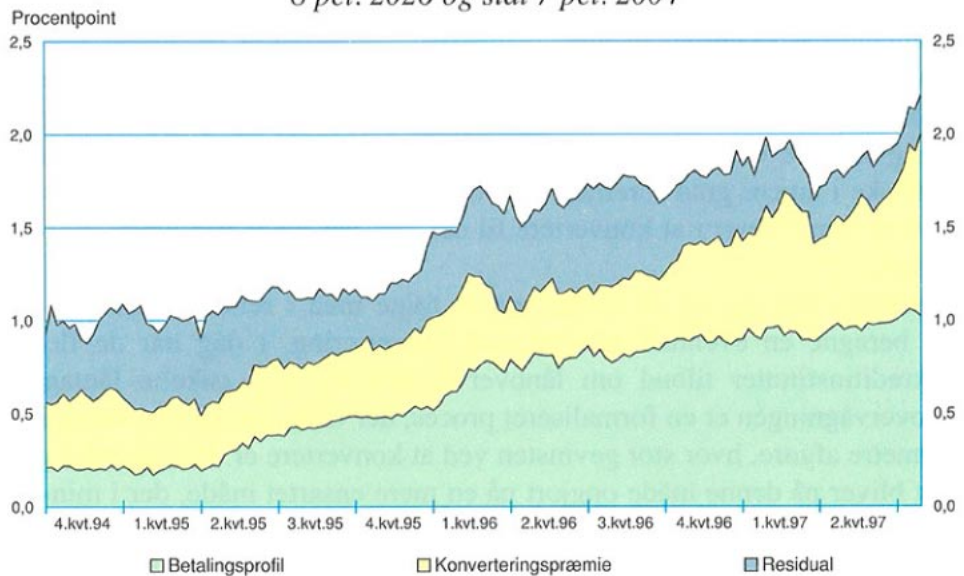
Resultater

Den del af rentespændet, der skyldes forskelle i konverteringsegenskab, kaldes konverteringspræmien. Den empiriske analyse af konverteringsegenskaben har til formål at isolere konverteringspræmiens andel af rentespændet. Det er endvidere af selvstændig interesse også at vurdere følsomheden af den anvendte model. Resultaterne af analysen præsenteres derfor i to afsnit.

Konverteringspræmiens andel af rentespændet

I figur 3 er konverteringspræmiens andel af rentespændet kvantificeret. Det gøres ved at beregne værdien af konverteringspræmien og trække den fra den teoretiske pris på den inkonverterbare annuitetsobligation. Herved er den teoretiske kurs konverteringsjusteret, og der kan beregnes en konverteringsjusteret effektiv rente. Nedenfor er forskellen mellem den effektive rente på den konverterbare realkreditobligation og den effektive rente

Figur 3 *Dekomponering af rentespændet mellem realkredit
8 pct. 2026 og stat 7 pct. 2004*

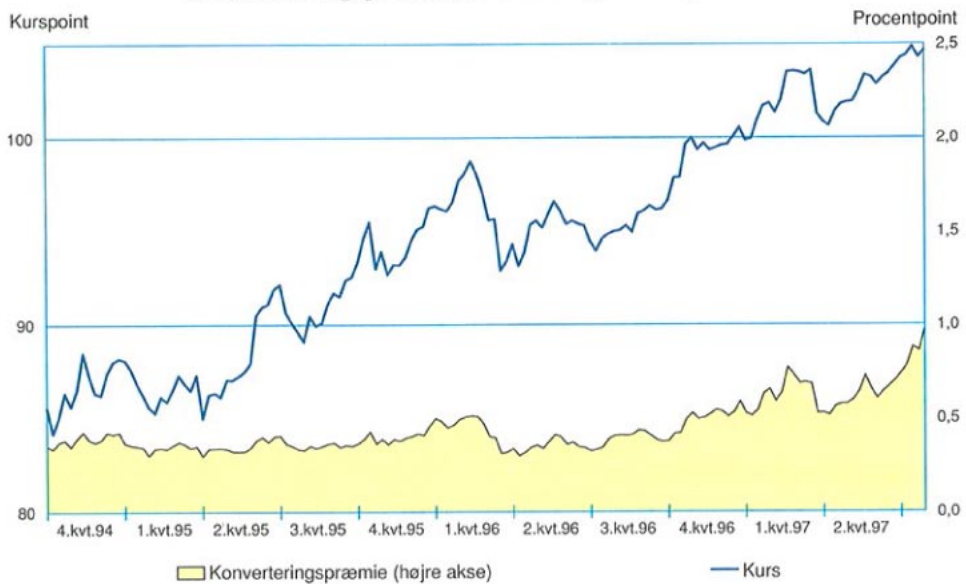


på den 10-årige statsobligation opdelt i den del, der kan forklares ved hjælp af betalingsprofilen, en anden del, der kan forklares ved hjælp af konverteringsegenskaben og endeligt en residual. Residualen indeholder en likviditets- og kreditrisikopræmie, samt øvrige forhold såsom forskellige investorinteresser, skatteforhold og eventuelle afvigelser, der skyldes beregningsmetoden.

Den del af rentespændet i figur 3, der skyldes konverteringsegenskaben, er nogenlunde uændret over perioden, bortset fra omkring årsskiftet 1995/96 og fra november 1996 og frem. Det skyldes, at renteniveauet generelt ikke har været tilstrækkeligt lavt til, at det har kunne betale sig for flertallet af låntagerne at konvertere, når lånene er baseret på den viste 8 pct.-obligation. Dette er afspejlet i figur 4, hvor udviklingen i kursen på 8 pct.-obligationen er vist sammen med konverteringspræmiens andel af rentespændet.

Konverteringspræmiens størrelse og stabilitet over tid er stærkt afhængig af kuponstørrelsen. Det viser sig, at den del af rentespændet, der skyldes konverteringsegenskaben, ikke uventet stiger med kuponstørrelsen. Konverteringspræmierne på 5 pct.- og 6 pct.-obligationerne er estimeret til under 0,1 procentpoint og er stabile gennem hele perioden. Konverteringspræmien på 9 pct.-obligationen varierer mere og ligger over 0,5 procentpoint, mens konverteringspræmien på 10 pct.-obligationen er over 1 procentpoint gennem perioden. Rentefaldet i perioden september 1995 til

Figur 4 *Udviklingen i kursen på realkredit 8 pct. 2026 og konverteringspræmiens andel af rentespændet*



januar 1996 slår især igennem på 9 pct.- og 10 pct.-obligationerne, hvor konverteringspræmien for 9 pct.-obligationen hhv. 10 pct.-obligationen vokser til et niveau lige under 1 procentpoint hhv. ca. 1,8 procentpoint mod slutningen af 1995. Fra slutningen af 1996 til midten af 1997 udvides konverteringspræmierne på 9 pct.- og 10 pct.-obligationerne endnu mere som følge af det lave renteniveau i perioden. Konverteringspræmierne på 9 pct.- og 10 pct.-obligationerne er estimeret omkring 2 henholdsvis 3 procentpoint i juli 1997.

Residualen af dekomponeringen varierer mellem 0,3 og 0,5 procentpoint over det meste af den betragtede periode med en tendens til indsnævring i løbet af 1997. Det stemmer overens med en forventning om, at likviditets- og kreditrisikopræmien set over en længere periode er nogenlunde konstant. Indsnævringen i 1997 kan ses i sammenhæng med udlandets øgede interesse for danske realkreditobligationer, der igen kan hænge sammen med, at flere realkreditinstitutter har fået en internationalt anerkendt rating.

For de højtforrentede obligationer er der en tendens til større afvigelser fra intervallet 0,3-0,5 procentpoint end for lavere forrentede obligationer. Det kan skyldes, at forudsigelsen af konverteringsomfanget bliver mindre præcis, når konverteringsomfanget øges meget.

Når opsplitningen af rentespændet gennemføres for obligationer udstedt af forskellige realkreditinstitutter viser det sig, at der ikke er nogen nævneværdig forskel mellem residualen for institutterne. Det tyder på, at likvidi-

tets- og kreditrisikopræmien ikke afviger mellem obligationer udstedt af forskellige institutter. Det skyldes, at det, trods den øgede udenlandske interesse, primært er indenlandske investorer, der køber de konverterbare realkreditobligationer. Så længe de indenlandske investorer betragter obligationer udstedt af forskellige institutter som nære substitutter, vil renten på obligationerne blive den samme.

Sammenfattende er konklusionen på analysen af dekompositionen, at den udvidelse af rentespændene mellem 20- og 30-årige realkreditobligationer og den 10-årige statsobligation, der er sket i 1994-97, fortrinsvis skyldes den stejlere rentestruktur og dermed forskelle i betalingsprofil. For de højt forrentede realkreditobligationer har forskelle i konverteringsegenskab mellem stats- og realkreditobligationer haft større betydning for variationen i rentespændet end for de lavere forrentede realkreditobligationer.

Følsomheden af modellen

Analysen af følsomheden af den anvendte model er lavet for at undersøge betydningen af præcisionen af parametervalget. Analysen er indskrænket til at dække betydningen af størrelsen af gevinstkravet og rentevolatiliteten. Begge parametre er svære at estimere, og må derfor i en vis udstrækning fastsættes på grundlag af et forholdsvist upræcist skøn.

Gevinstkravet er udtrykt ved den procentuelle gevinst, låntagerne forlanger, før de konverterer. Gevinsten opgøres som forskellen mellem nutidsværdien af det gamle lån og pari, korrigeret for omkostninger mv. Ved at sænke gevinstkravet må der alt andet lige forventes en øget konverteringsaktivitet, og dermed en større konverteringspræmie.

Estimationsresultaterne er i overensstemmelse med dette. Dog er forskellen mellem konverteringspræmierne relativt beskeden for obligationer med lav kupon. Således er den største forskel for obligationer med kupon under 8 pct. 0,1 procentpoint ved en ændring i gevinstkravet på 5 procentpoint gennem det meste af perioden.

Rentevolatiliteten er et udtryk for, hvor meget renteniveauet kan ændre sig i løbet af en periode. En høj rentevolatilitet giver mulighed for større udsving i renteniveauet end en lavere rentevolatilitet. Derfor må en større rentevolatilitet betyde en større konverteringspræmie, da der er en øget sandsynlighed for at renten bliver så lav, at det kan betale sig for flere låntagere at konvertere.

Estimationsresultaterne er ligeledes i overensstemmelse med dette. Konverteringspræmierne er meget følsomme over for ændringer i rentevolatiliteten, således betyder en ændring i rentevolatiliteten fra 13 pct. til 15 pct. en stigning i konverteringspræmien på op til 0,2 procentpoint. Der er dog

stor forskel mellem obligationer med forskellig kupon; obligationer med høj kupon er mere følsomme end obligationer med lav kupon.

Det kan konkluderes, at der er en vis usikkerhed forbundet med at anvende modeller af den beskrevne type. Selv små ændringer i modellens parametre kan påvirke resultaterne relativt meget, hvilket stiller store krav til valget af parametre. Specielt med henblik på prissætning er det vigtigt at anvende en model, der er så nøjagtig som mulig, og hvor de enkelte parametre er estimeret ud fra observerede størrelser.

Konklusion

Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer er udvidet gennem de seneste 3 år. Ved at splitte rentespændet op i 3 dele, der skyldes forskelle i betalingsprofil, forskelle i konverteringsegenskab og endeligt forskelle i likviditet og kreditrisiko er de forskellige deles bidrag til udvidelsen af rentespændet søgt kvantificeret.

Det viser sig, at en stor del af den udvidelse af rentespændet mellem stats- og realkreditobligationer, der har fundet sted siden 1995, skyldes en stejlere rentestruktur. Konverteringspræmien, der skyldes forskelle i konverteringsegenskab, viser sig at udgøre en varierende del af rentespændet, der er meget afhængig af renteniveau og kuponrente. Residualen, der især skyldes forskelle i likviditet og kreditrisiko, er endvidere nogenlunde konstant over tid med en lille tendens til indsnævring i 1997.

Likviditets- og kreditrisikopræmien er den samme for obligationer udstedt af forskellige institutter. Residualen viser sig således ikke at varierer nævneværdigt mellem de forskellige realkreditinstitutter. Residualen er endvidere nogenlunde konstant over tid for de enkelte obligationer.

Resultaterne viser endvidere, at der er store udsving i de indbyrdes forhold mellem de enkelte komponenter af rentespændet. Der er forskel i fordelingen af komponenterne for obligationer med forskellig kupon, således er obligationer med høj kupon mere påvirket af konverteringsegenskaben end obligationer med lavere kupon. De største komponenter i rentespændet mellem konverterbare realkreditobligationer og statspapirer er i perioder i højere grad forskelle i betalingsprofil og residualen, derunder forskellen i likviditet og kreditrisiko, og ikke konverteringsegenskaben.

Resultaterne af følsomhedsanalysen viser, at den anvendte modeltype er følsom over for ændringer i parametrene. Da der desuden kan være problemer med at estimere de enkelte parametre på grundlag af observerede størrelser, bør modellerne anvendes med en vis forsigtighed. Dette ændrer dog ikke ved det faktum, at modeltyper, hvor låntageradfærden inddrages i vurderingen af forskellen i konverteringsegenskab giver en bedre og mere præcis beskrivelse af konverteringspræmien end mere simple modeller.

Pressemeddelelse

Den 9. oktober 1997 om renteforhøjelse

Med baggrund i den europæiske renteutvikling forhøjes diskontoen med $\frac{1}{4}$ pct. til $3\frac{1}{2}$ pct. med virkning fra den 10. oktober 1997. Foliorenten forhøjes ligeledes med $\frac{1}{4}$ pct. til $3\frac{1}{2}$ pct.

Renten ved salg af indskudsbeviser den 10. oktober vil være 3,75 pct., en forhøjelse på 0,25 pct.

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
Valutareserven	8
Betalingsbalancen	9
Registrerede kapitalbetalinger fra og til udlandet	10
Specifikation af porteføljeinvesteringer	11
Udenrigshandelen	12
Kvantumindeks og bytteforhold i udenrigshandelen	12
Industrieksportens markedsandele	13
Statsfinanserne	14
Statens finansieringsbehov	14
Statens udlån og gæld	15
Kommuners likvide beholdninger og gæld	15
Pengeinstitutternes udlån	16
Pengeinstitutternes beholdning af obligationer og aktier	16
Stigning i pengeinstitutternes indlån, udlån og beholdning af obligationer	17
Pengeinstitutternes indlån	17
Branchefordeling af pengeinstitutternes indenlandske udlån og indlån	18
Pengeinstitutternes udlandsstilling	19
Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling	19
Valuta- og landefordeling af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender	20
Landefordeling af danske pengeinstitutters udenlandske aktiver	21
Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	22
Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken	22
Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	23

Pengemængden	24
Forskellige faktorerers påvirkning af pengemængden	24
Statens nettofinansieringsbehov og kreditudvidelse til den private sektor og kommuner mv. gennem vigtige finansieringskilder	25
Realkreditinstitutternes indenlandske udlån, udestående lån og nettoudlån	26
Realkreditinstitutternes indenlandske udlån, nyudlån, indfrielse og afdrag	27
Nettoatilgang af børsnoterede kroneobligationer	28
Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer	29
Aktieudvidelser opdelt efter erhvervsgrupper	29
Effektiv rente af et udvalg af børsnoterede obligationer samt mindsterenten	30
Renter i en række lande	31
3-måneders pengemarkedsrenter	32
Pengemarkedsrenter	32
CIBOR-renter	33
Nationalbankens rentesatser	34
Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter	34

Nationalbankens vigtigste aktiver og passiver

1

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
Juli	3 677	108 723	48 858	33 944	37 378	31 393	60 430	25 936
Aug.	3 680	108 574	44 337	35 231	36 689	19 478	60 409	34 886
Sept.	3 683	114 617	42 091	34 950	36 518	29 148	53 549	36 093

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.

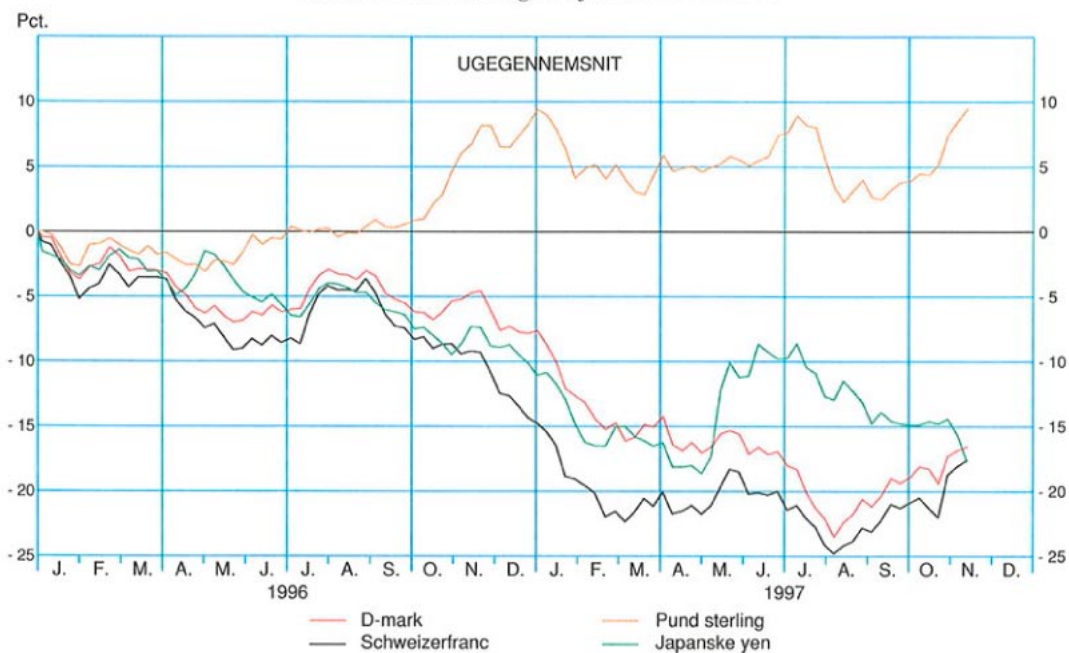
6) I perioden fra og med 1989 til og med 1991 inklusive genkøbskonti.

	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 3. kv.	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
3. -	749,30	754,46	745,32	938,49	965,72	913,79	688,09	719,65	663,85
Juli	751,17	754,46	748,12	939,36	955,34	921,85	682,04	702,10	663,85
Aug.	749,72	752,55	747,70	950,24	965,72	932,77	701,77	719,65	684,30
Sept.	746,95	748,82	745,32	926,37	937,52	913,79	681,36	694,25	667,55
Okt.	748,32	751,26	745,35	916,48	928,62	905,97	669,02	681,35	654,50
	<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 3. kv.	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
3. -	1118,61	1172,13	1072,85	380,85	381,22	380,68	87,84	89,51	85,79
Juli	1139,99	1172,13	1103,47	380,85	381,22	380,68	87,33	88,84	85,79
Aug.	1125,18	1162,49	1101,52	380,95	381,17	380,76	87,79	88,83	86,86
Sept.	1089,99	1110,22	1072,85	380,75	380,85	380,70	88,42	89,51	87,46
Okt.	1091,57	1109,31	1077,41	380,77	380,96	380,54	88,38	89,30	87,37
	<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 3. kv.	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
3. -	92,22	94,78	90,63	113,05	113,38	112,64	18,448	18,463	18,436
Juli	91,64	92,58	90,63	112,88	113,01	112,64	18,449	18,463	18,436
Aug.	91,97	92,82	91,36	113,03	113,13	112,92	18,449	18,461	18,442
Sept.	93,07	94,78	91,99	113,26	113,38	113,12	18,445	18,453	18,436
Okt.	94,51	95,42	93,19	113,50	113,67	113,25	18,459	18,474	18,447
	<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 3. kv.	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
3. -	462,13	468,96	453,47	338,18	338,59	337,86	0,3904	0,3926	0,3888
Juli	460,52	468,96	453,47	338,24	338,59	337,86	0,3911	0,3926	0,3897
Aug.	463,39	468,43	459,62	338,22	338,48	338,04	0,3900	0,3913	0,3888
Sept.	462,62	464,55	460,39	338,07	338,17	337,94	0,3901	0,3909	0,3891
Okt.	460,74	467,40	455,49	337,97	338,34	337,51	0,3887	0,3904	0,3860

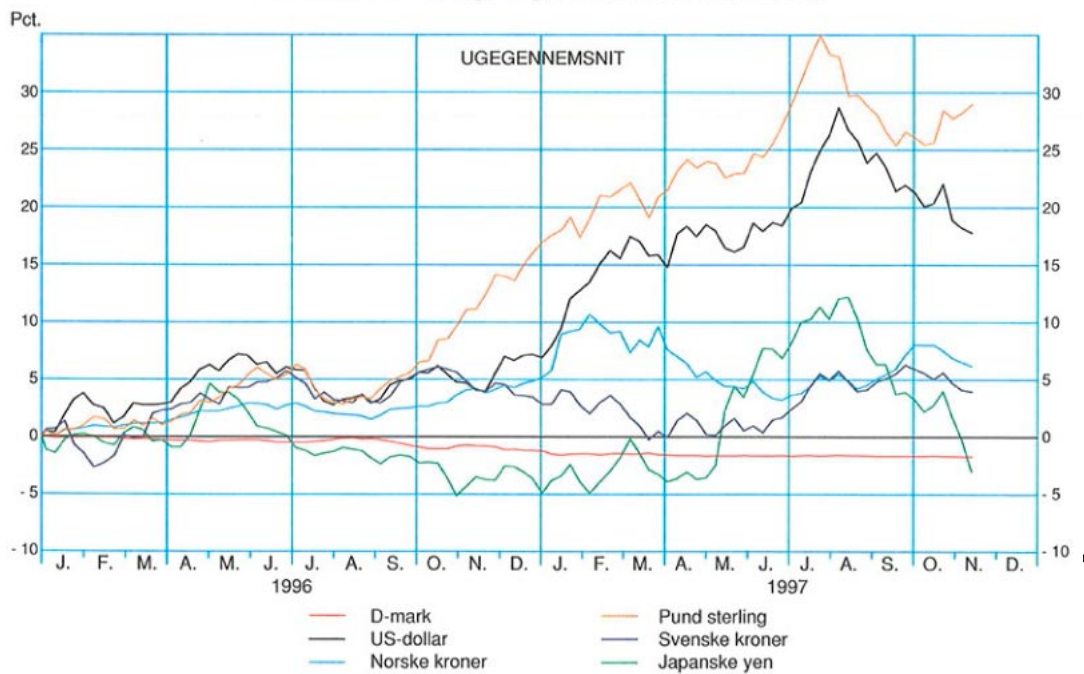
Anm.: Bortset fra SDR er de anførte kurser fastsat på grundlag af markedskurserne. SDR-kursen er beregnet på basis af markedskursen på de valutaer, der indgår.

	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest	Gennem- snit	Højest	Lavest
Kroner pr. 100 enheder									
<i>Finske mark (FIM)</i>			<i>Islandske kroner (ISK)</i>			<i>Østrigske schilling (ATS)</i>			
1993	113,54	120,14	103,84	9,59	9,88	9,17	55,760	58,943	54,304
1994	121,96	129,83	116,43	9,08	9,32	8,79	55,711	56,532	55,078
1995	128,39	131,45	125,93	8,65	8,96	8,43	55,596	57,595	54,971
1996	126,31	128,86	121,72	8,69	8,89	8,49	54,783	55,054	54,346
1996 3. kv.	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
3. -	127,72	129,34	126,57	9,59	9,80	9,38	54,123	54,181	54,096
Juli	128,50	129,34	127,73	9,59	9,75	9,41	54,128	54,181	54,102
Aug.	127,40	128,02	126,86	9,66	9,80	9,52	54,137	54,170	54,103
Sept.	127,20	127,70	126,57	9,51	9,59	9,38	54,104	54,118	54,096
Okt.	127,02	127,24	126,70	9,36	9,47	9,22	54,100	54,122	54,066
<i>Spanske pesetas (ESP)</i>			<i>Portugisiske escudos (PTE)</i>			<i>Canadiske dollar (CAD)</i>			
1993	5,102	5,473	4,686	4,037	4,320	3,779	503,09	557,53	473,67
1994	4,746	4,847	4,617	3,831	3,888	3,741	465,51	519,41	429,04
1995	4,495	4,632	4,295	3,737	3,845	3,670	408,39	437,88	388,54
1996	4,578	4,652	4,527	3,759	3,806	3,708	425,08	443,07	404,75
1996 3. kv.	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
3. -	4,512	4,527	4,503	3,760	3,778	3,739	497,18	521,15	481,46
Juli	4,515	4,527	4,503	3,772	3,778	3,768	495,37	506,53	481,46
Aug.	4,509	4,516	4,503	3,760	3,770	3,750	505,39	521,15	491,15
Sept.	4,513	4,516	4,509	3,748	3,757	3,739	491,23	501,23	482,58
Okt.	4,511	4,516	4,505	3,739	3,748	3,728	482,75	492,18	465,60
<i>Japanske yen (JPY)</i>			<i>Irsk pund (IEP)</i>			<i>Græske drachmer (GRD)</i>			
1993	5,8736	6,9916	4,8943	949,92	1022,78	928,54	2,828	2,978	2,715
1994	6,2171	6,5723	5,9846	950,44	975,22	928,26	2,619	2,719	2,532
1995	5,9799	6,6395	5,3047	898,54	944,93	873,82	2,420	2,536	2,337
1996	5,3316	5,6400	5,0752	927,87	997,96	886,07	2,409	2,455	2,325
1996 3. kv.	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
3. -	5,8382	6,1162	5,5271	1016,23	1031,79	976,34	2,425	2,446	2,404
Juli	5,9222	6,0372	5,7878	1020,92	1031,79	1004,53	2,428	2,440	2,416
Aug.	5,9510	6,1162	5,7495	1018,85	1028,72	1009,95	2,431	2,446	2,417
Sept.	5,6427	5,7935	5,5271	1008,84	1029,33	976,34	2,415	2,426	2,404
Okt.	5,5296	5,6403	5,4469	982,89	994,70	972,12	2,418	2,433	2,397
<i>Australske dollar (AUD)</i>			<i>Newzealandske dollar (NZD)</i>						
1993	440,77	494,93	409,08	351,63	394,46	313,37			
1994	464,62	494,39	426,70	377,06	397,88	356,51			
1995	415,80	472,42	383,26	367,64	392,30	352,83			
1996	453,67	483,92	412,66	398,76	425,05	362,57			
1996 3. kv.	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			
3. -	506,30	529,09	481,05	445,23	461,22	423,66			
Juli	506,30	521,78	494,90	451,80	457,00	445,45			
Aug.	520,20	529,09	502,96	450,62	461,22	438,91			
Sept.	493,03	505,94	481,05	433,23	441,25	423,66			
Okt.	482,57	494,12	457,82	425,36	433,73	407,98			

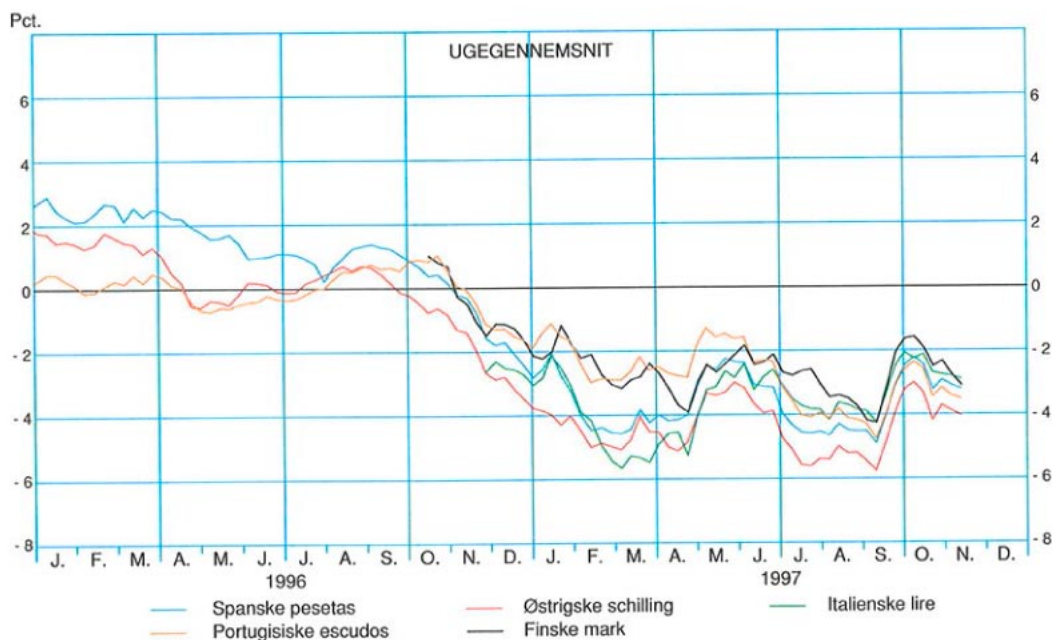
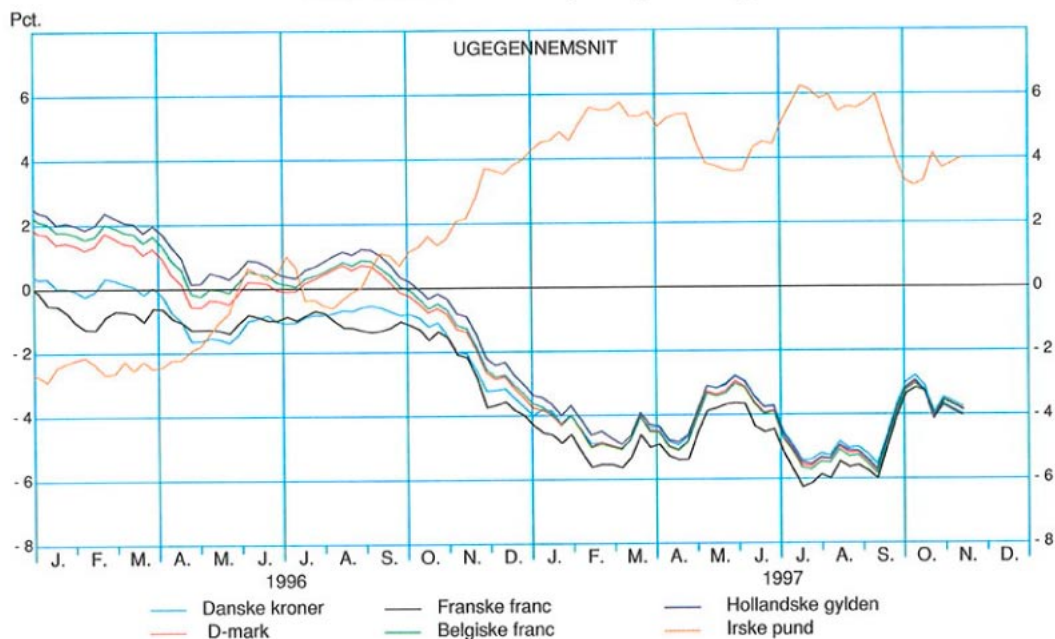
Valutakursudviklingen i forhold til dollar



Valutakursudviklingen i forhold til danske kroner

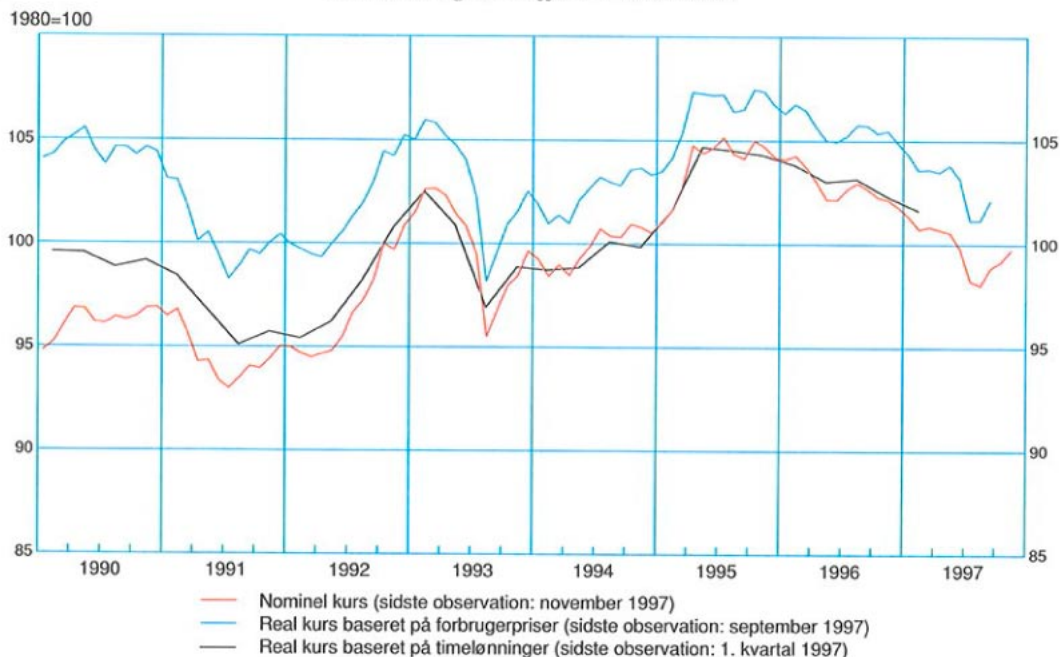


Anm.: Figurene viser, hvor mange procent kursen på de pågældende valutaer, udtrykt i dollars respektive kroner, er ændret siden 31. december 1995.



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

Nominel og real effektiv kronekurs



Nominel effektiv kronekurs



Anm.: Fald i indekset er udtryk for en forringelse af kronens værdi. Indekset er beregnet på basis af den internationale handel med industrivarer i 1989. Yderligere information om beregningsmetoden kan fås ved henvendelse til Danmarks Nationalbank, Økonomisk Afdeling. Løbende beregninger af den effektive kronekurs offentliggøres også i "Finansiell 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	232,0	103,2
1996 3. kv.	102,8	200,1	194,8	105,6	233,9	232,7	103,3
4. -	102,1	201,4	195,4	105,2	235,5	234,5	102,5
1997 1. kv.	101,0	202,0	196,5	103,8	238,7	236,8	101,8
2. -	100,4	203,8	197,7	103,5	241,8	...	...
3. -	98,4	204,8	198,6	101,5	...	...	...
1996 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	198,2	101,2	•	•	•
Aug.	98,1	204,9	198,6	101,2	•	•	•
Sept.	98,9	205,5	199,0	102,1	•	•	•
Okt.	99,2	...	...	...	•	•	•

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

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

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

Priser og lønninger

	Engros-prisindeks ¹⁾	Forbruger-prisindeks ²⁾	Netto-prisindeks ²⁾	Time-fortjeneste ³⁾	Engros-prisindeks ¹⁾	Netto-prisindeks ²⁾	Time-fortjeneste, års-gennemsnit ³⁾
	År-til-år stigning i procent				1990=100	Jan. 1975=100	Kroner
1990	1,0	2,6	3,1	5,0	100,0	269,6	128,00
1991	0,4	2,4	2,6	3,8	100,4	276,7	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 3. kv.	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	•
3. -	2,4	2,4	2,5	...	106,7	310,7	•

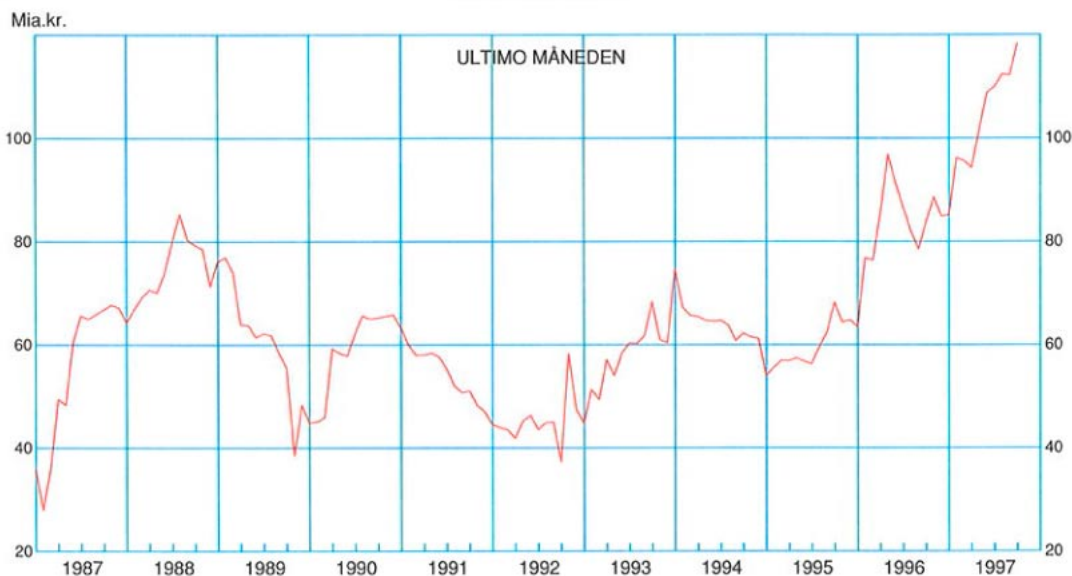
Anm.: Årstallene og kvartalstallene for prisindeksene er gennemsnit af månedsindeksene.

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.



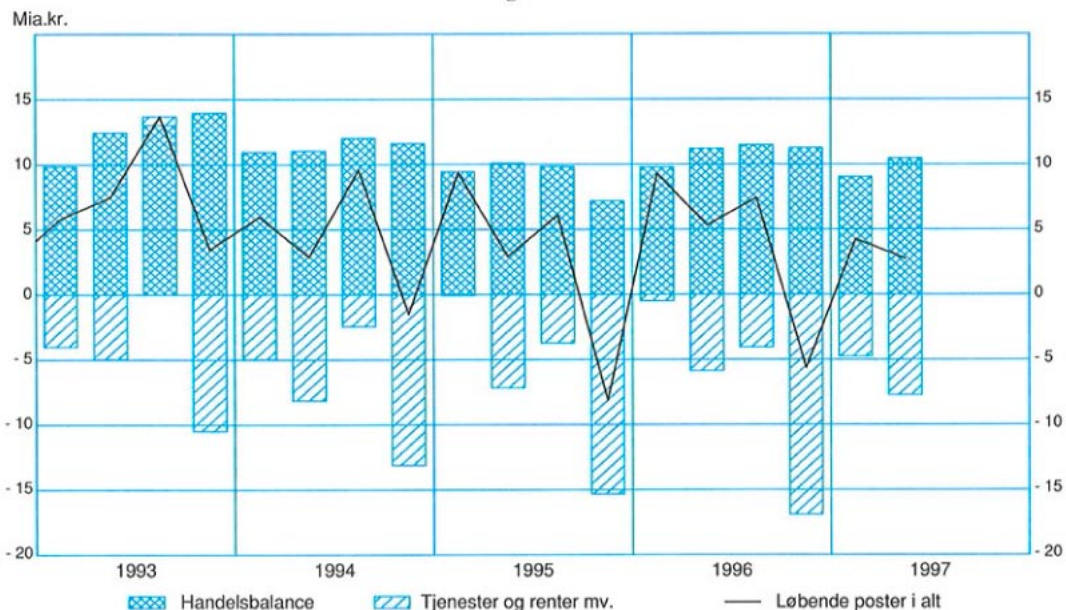
Ultimo ¹⁾	Guld	Fordringer på udlandet	Fordringer på Det Europæiske Monetære Institut	Fordringer på Den In- ternationale Valuta- fond(SDR)	Reserve- stilling over for IMF ²⁾	I alt (brutto)	For- pligtelser over for udlandet	I alt (netto) ³⁾
1986	4 675	33 562	392	1 862	1 143	41 634	5 770	35 864
1987	4 858	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 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
Juli	3 677	99 333	4 712	1 944	3 335	113 001	601	112 400
Aug.	3 680	99 377	4 712	1 965	3 335	113 069	815	112 254
Sept.	3 683	105 639	4 712	1 908	3 578	119 520	1 220	118 300

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

2) Danmarks kvote minus Valutafondens beholdning af danske kroner.

3) Kursreguleringer af valutareserven medførte i 1986 et fald på 807 mill.kr., i 1987 et fald på 1.501 mill.kr., i 1988 en stigning på 3.178 mill.kr., i 1989 et fald på 3.675 mill.kr., i 1990 et fald på

3.147 mill.kr., i 1991 en stigning på 2.082 mill.kr., i 1992 en stigning på 1.529 mill.kr., i 1993 en stigning på 4.965 mill.kr., i 1994 et fald på 7.715 mill.kr., i 1995 et fald på 3.841 mill.kr. og i december 1996 en stigning på 765 mill.kr.



	Handels- balance ¹⁾	Søtrans- port (netto)	Rejser (netto)	Renter, udbytter og lign. (netto)	Andre løbende trans- aktioner ²⁾ (netto)	Løbende poster i alt	Regi- strerede kapital- betalinger ³⁾	Uregistre- rede kapital- betalinger ⁴⁾	Ændringer i valuta- reserven
	Milliarder kroner						- = forøgelse af passiver eller formindskelse af aktiver		
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	43,7	3,4	- 4,2	- 26,8	0,3	16,4	- 17,8	13,4	20,8
1996 1. kvrt. ..	9,8	0,8	- 2,1	- 3,7	4,6	9,3	- 14,7	2,0	22,0
2. - ..	11,2	1,3	- 0,5	- 6,6	- 0,1	5,3	9,2	- 4,8	0,9
3. - ..	11,5	0,6	0,2	- 4,7	- 0,1	7,4	4,0	6,0	- 2,6
4. - ..	11,3	0,7	- 1,7	- 11,8	- 4,1	- 5,6	- 16,3	10,2	0,5
1997 1. kvrt. ..	9,0	- 0,5	- 2,6	- 4,8	3,2	4,3	- 18,0	13,1	9,2
2. - ..	10,5	0,6	- 1,4	- 4,7	- 2,2	2,8	- 7,1	- 5,7	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⁾		Porte- følje- investe- ringer ³⁾	Låntagning		Lån- giv- ning ²⁾	Penge- inst. udlands- stilling ⁵⁾	I alt	
		Indad- gående	Udad- gående		Virksom- heder ²⁽⁴⁾	Privat- personer				
Milliarder kroner										
Indtægt										
1987	52,2	4,5	1,4	160,5	237,5	0,3	9,7	•	413,9	466,2
1988	31,8	5,8	0,7	181,7	200,2	1,5	17,4	•	407,3	439,1
1989	31,9	13,6	1,3	136,7	179,5	6,3	25,4	•	362,8	394,7
1990	38,6	11,7	1,8	221,7	218,7	24,9	22,6	•	501,4	540,0
1991	20,8	11,1	2,3	375,1	211,5	31,6	29,7	•	661,2	682,0
1992	92,3	67,2	16,0	667,5	180,5	29,9	25,6	•	986,6	1 078,9
1993	211,5	48,9	38,5	1 251,6	170,1	12,3	51,6	•	1 572,9	1 784,5
1994	68,1	57,6	28,0	1 334,6	108,0	11,7	146,5	•	1 686,5	1 754,6
1995	77,6	58,5	32,4	1 199,1	114,0	7,8	198,2	•	1 610,0	1 687,7
1996	119,2	55,9	46,5	1 487,6	111,8	6,8	127,5	•	1 836,0	1 955,2
1996 3. kv. ...	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
3. - ...	21,2	15,6	7,1	452,9	40,6	0,8	26,5	•	543,5	564,7
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	1,8	14,1	360,6	208,8	18,6	38,3	•	642,1	697,9
1992	87,4	61,0	29,4	604,0	194,3	40,7	24,7	•	954,0	1 041,5
1993	154,9	38,0	47,4	1 168,1	179,7	13,1	54,2	•	1 500,5	1 655,3
1994	95,6	26,4	53,7	1 408,9	126,3	13,9	144,7	•	1 773,9	1 869,6
1995	99,9	35,0	49,3	1 162,6	124,0	9,7	197,3	•	1 578,0	1 677,9
1996	128,2	51,4	60,9	1 453,3	110,6	7,3	125,6	•	1 809,2	1 937,4
1996 3. kv. ...	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
3. - ...	22,8	11,8	13,8	435,5	39,7	0,8	23,3	•	524,9	547,7
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	9,3	- 11,8	14,5	2,7	13,0	- 8,6	- 9,8	9,3	- 25,7
1992	4,9	6,1	- 13,4	63,5	- 13,8	- 10,8	1,0	- 54,6	- 22,0	- 17,1
1993	56,7	10,9	- 8,9	83,5	- 9,6	- 0,9	- 2,6	- 140,6	- 68,2	- 11,5
1994	- 27,5	31,1	- 25,7	- 74,3	- 18,3	- 2,2	1,9	83,8	- 3,7	- 31,2
1995	- 22,2	23,4	- 16,9	36,5	- 9,9	- 1,9	0,9	- 6,6	25,4	3,2
1996	- 9,0	4,5	- 14,4	34,3	1,2	- 0,5	1,9	0,0	26,8	17,8
1996 3. kv. ...	- 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
3. - ...	- 1,6	3,8	- 6,8	17,4	0,9	0,0	3,2	- 8,8	9,7	8,2

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

1) Omfatter staten, kommunerne og sociale fondes handel med udenlandske værdipapirer. Til og med 1996 inklusive Hypotekbankens og Dansk Eksportfinansieringsfonds låntagning i udlandet.

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

3) Specifikation heraf er anført på side 11.

4) Herunder offentlige virksomheder.

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

	Danske værdipapirer							Udenlandske værdipapirer				
	Aktier	Obligationer mv.					I alt	Aktier	Obliga- tioner mv.		I alt	
		i kroner				i frem- med valuta						
		Stats- obliga- tioner	Stats- gælds- beviser	Skat- kammer- beviser	Andre papirer							
									i kroner	i frem- med valuta		
Milliarder kroner												
Indtægt												
1987	6,6	52,3	0,1	•	48,1	4,1	111,2	32,0	0,1	17,2	49,3	
1988	3,7	74,0	2,5	•	69,9	3,2	153,3	16,5	0,5	11,3	28,4	
1989	10,4	49,0	5,8	•	33,2	4,1	102,5	15,2	1,3	17,7	34,2	
1990	9,5	91,7	16,4	•	4,9	31,6	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 3. kvrt.	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. kvrt.	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	
3. -	15,5	347,2	13,6	1,1	48,2	2,3	427,9	15,4	1,6	8,0	25,0	
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 3. kvrt.	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. kvrt.	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	
3. -	13,6	330,5	15,3	1,5	41,5	3,9	406,3	18,2	2,9	8,1	29,2	
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 3. kvrt.	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. kvrt.	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	
3. -	1,9	16,7	- 1,7	- 0,4	6,6	-1,6	21,6	- 2,8	-1,3	- 0,1	- 4,2	

	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	260,8	152,6	12,6	82,0	295,9	42,9	217,0	13,4	35,0
1996 1. kv. ..	64,0	38,1	2,6	20,1	71,5	10,9	52,8	2,8	7,6
2. - ..	63,8	37,8	3,2	19,5	73,0	11,8	52,6	2,9	9,2
3. - ..	62,8	36,0	3,1	21,1	72,1	9,7	53,8	3,4	9,3
4. - ..	70,2	40,8	3,8	21,4	79,3	10,5	57,7	4,3	9,0
1997 1. kv. ..	69,1	39,5	3,6	22,1	75,8	11,3	54,9	3,8	6,7
2. - ..	73,4	43,5	3,7	22,5	81,4	12,9	59,3	3,4	8,1

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

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

1) Inklusive kød- og mælkekonserves.

Kvantumindeks og bytteforhold i udenrigshandelen

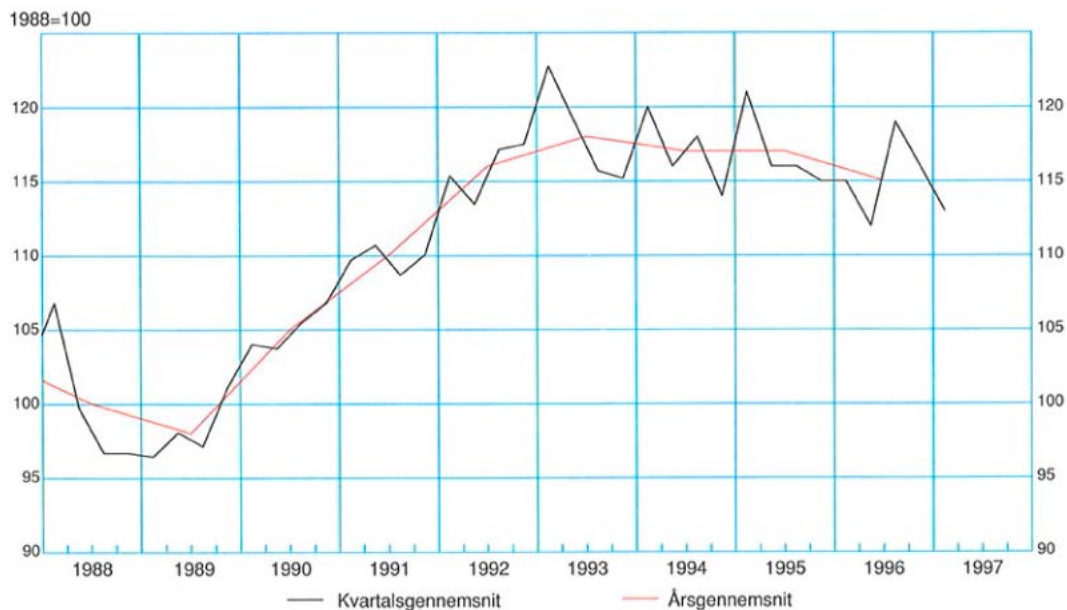
	Kvantumindeks		Indeks for enhedsværdier		Bytteforhold ¹⁾
	1985=100		1985=100		
	Eksport	Import	Eksport	Import	1985=100
1987	104	106	95	86	110
1988	110	104	94	87	108
1989	118	107	100	93	107
1990	125	111	98	90	110
1991	133	116	99	90	110
1992	139	121	97	87	111
1993	135	112	95	85	111
1994	145	127	96	86	112
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.	152	138	100	91	110
2. -	160	145	101	91	111

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

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

Industrieksportens markedsandele
(Løbende priser)

13



	Tyskland	England	Frankrig	Holland	Sverige	Norge	USA	13 større markeder i alt ¹⁾
1988=100								
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	140	103	94	114	122	113	98	116
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	146	86	111	147	114	110	85	115
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.	144	85	113	150	114	111	88	115
2. -	146	81	112	140	106	101	90	112
3. -	151	91	111	152	120	118	80	119
4. -	142	88	108	147	117	110	81	116
1997 1. kv.	136	87	119	...	114	111	76	113

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⁾	1,9	93,1	- 91,2	...	...	...	...
1998 ⁴⁾	10,6	122,6	- 112,0	...	...	...	...

- 1) Kapitaludgifterne omfatter bl.a. afdrag på indenlandsk og udenlandsk gæld, Den sociale Pensionsfonds obligationskøb, køb af obligationer til amortisation samt restanceforskydninger og kapitalindtægterne bl.a. afdrag på statens udlån.
2) 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 oktober 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-skelse af indestå-ende i National-banken ⁵⁾
					Private, virksom-heder og fonde mv. ³⁾	National-banken og pengeinsti-tutterne mv. ⁴⁾			
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 3. kv. ..	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
3. - ..	40,2	13,1	28,5	- 1,4	12,8	- 25,0	0,0	- 0,5	11,3

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 papirenes nominelle værdi.

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

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

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

- 4) Inklusive Hypotekbanken og Postgiroen.

- 5) Bortset fra ændring af postgiromidler til og med 1991.

Statens udlån og gæld
(Udestående beløb)

15

Ultimo	Udlån i alt	Indenlandsk gæld			Udenlandsk gæld i alt ²⁾	Gæld i alt
		I alt	Heraf			
			Obligations- gæld ¹⁾²⁾	National- banken ³⁾		
	Milliarder kroner					
1986 Dec.	35,1	304,1	352,6	- 49,9	117,5	421,6
1987 -	35,7	290,7	346,5	- 56,9	126,1	416,8
1988 -	39,2	309,7	355,0	- 39,1	122,8	432,4
1989 -	42,0	340,0	377,1	- 32,2	114,5	454,5
1990 -	48,4	367,0	406,5	- 38,4	118,0	485,0
1991 -	54,2	451,0	462,4	- 11,4	91,0	541,9
1992 -	58,8	480,2	511,5	- 31,3	103,5	583,7
1993 -	62,3	472,6	562,2	- 89,6	164,3	636,9
1994 -	66,8	560,9	617,8	- 56,9	129,8	690,7
1995 -	67,8	622,3	657,7	- 35,4	105,6	727,9
1996 -	71,4	646,1	677,7	- 31,7	101,5	747,6

1) Til og med 1991 inklusive bunden opsparing.

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

2) Reduceret med beholdning af egne obligationer.

Kommuners likvide beholdninger og gæld

Ultimo		Likvide beholdninger			Gæld			
		Kasse samt indestående i pengeinstitutterne ¹⁾	Beholdning af obligationer	I alt	Indenlandsk		Udenlandsk	I alt
					Kortfristet	Langfristet		
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
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
	3. - ..	7,0	9,6	16,5	0,4	34,1	13,6	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	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
	Juli	319,6	17,3	48,5	33,0	44,3	34,1	3,6	132,8	633,1
	Aug.	322,2	16,2	44,7	34,1	44,6	34,2	3,5	120,4	619,9
	Sept.	311,4	16,7	51,5	46,0	44,4	36,7	4,1	126,2	637,0

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

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

Pengeinstitutternes beholdning af obligationer og aktier

Ultimo		Indenlandske enheder					Udenlandske enheder ²⁾		I alt
		Obligationer			Aktier		Danske krone-obligationer	Andre obligationer og aktier	
		Danske		Uden-landske	Danske	Uden-landske			
		Stats-papirer ¹⁾	Andre						
		Milliarder kroner							
1989	Dec.	107,6	51,9	16,9	22,3	10,2	3,4	14,6	226,9
1990	-	83,7	43,9	26,1	24,4	10,6	2,7	18,4	209,7
1991	-	103,8	46,6	29,4	14,4	4,3	3,1	25,7	227,3
1992	-	103,6	41,6	31,0	14,8	3,5	1,4	17,9	213,7
1993	-	68,5	68,7	32,4	10,2	3,7	0,8	17,6	201,9
1994	-	124,5	54,5	19,4	14,0	5,2	5,5	29,2	252,3
1995	-	99,3	65,7	29,1	13,1	4,7	0,8	44,2	256,9
1996	-	85,0	85,8	35,5	13,0	6,2	0,6	51,7	277,9
1996	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
	Juli	78,1	88,2	41,8	16,1	9,7	0,8	56,2	290,9
	Aug.	64,9	100,5	37,6	15,9	9,3	0,7	52,5	281,5
	Sept.	63,3	101,1	37,1	15,9	9,1	0,7	52,8	279,9

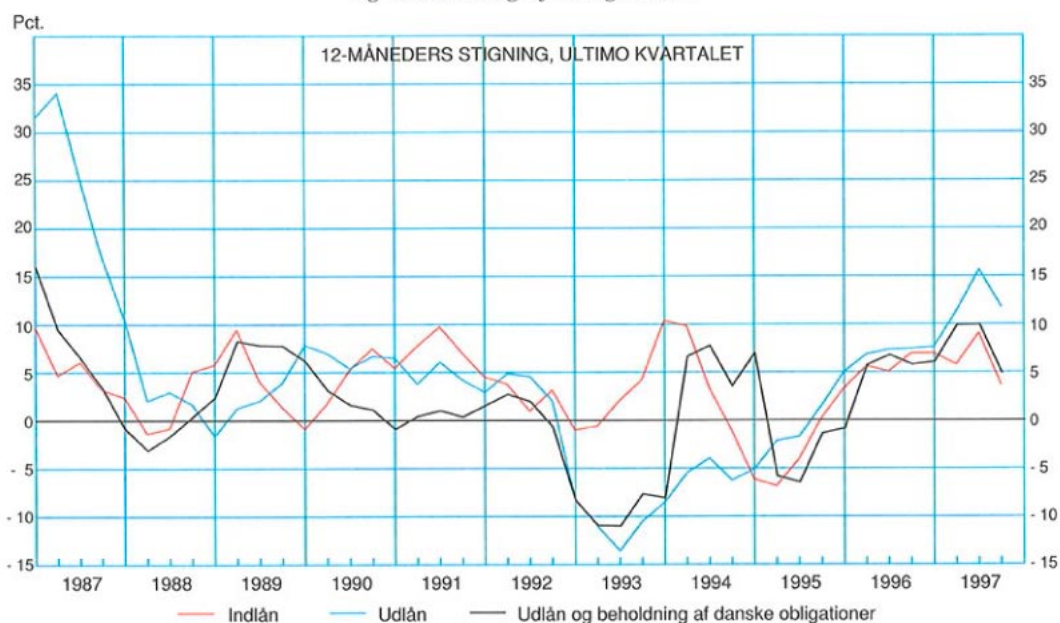
Anm.: I 1989 og 1990 er pengeinstitutternes obligationsbeholdninger påvirket af genkøbsforretninger med Nationalbanken. Fra og med 1991 eksklusive aktier i datterbanker mv.

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 indlændere 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 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
Juli	559,6	18,7	36,3	24,9	0,2	1,8	3,9	80,3	725,6
Aug.	544,9	18,2	38,3	23,9	0,2	1,6	4,5	75,3	707,0
Sept. ...	520,2	18,9	40,4	36,1	0,2	1,9	4,7	79,8	702,2

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 råstofudvin- ding	Fremstillings- virk- somhed mv. ¹⁾	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Handel, trans- port mv.	Finan- sierungs- virk- somhed, ejen- doms- handel mv. ²⁾	Offent- lig for- valtning og andre tjeneste- ydelser	Øvrige erhverv	I alt	Studie- lån ³⁾	Andet ³⁾	
Milliarder kroner												
Udlån												
1986	Dec.	16,9	25,1	9,2	38,9	40,0	8,5	14,9	153,4	8,2	112,2	273,9
1987	-	19,3	27,7	10,9	49,4	49,0	10,1	16,9	183,3	7,4	112,9	303,5
1988	-	18,0	24,0	11,0	40,9	54,5	10,7	21,2	180,2	7,0	110,7	297,9
1989	-	17,3	31,6	11,6	49,0	66,6	10,9	16,5	203,4	6,4	114,0	323,9
1990	-	18,6	34,4	12,6	47,5	65,8	10,8	32,5	222,3	5,9	121,7	349,9
1991	-	18,3	30,6	14,1	46,6	65,9	14,4	16,8	206,6	5,6	121,8	334,0
1992	-	20,9	26,9	16,2	45,2	70,7	13,7	17,4	210,9	4,7	115,9	331,4
1993	-	17,9	24,5	8,4	41,4	69,7	11,9	20,4	194,2	4,1	101,7	300,0
1994	-	17,7	25,5	7,6	37,5	55,9	11,9	12,5	168,6	3,3	103,9	275,8
1995	-	16,2	30,4	6,8	44,1	59,0	13,8	6,0	176,2	2,6	112,7	291,5
1996	-	16,7	30,1	6,7	45,9	66,1	13,8	3,9	183,2	•	122,6	305,8
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
	Juni	19,0	31,2	7,8	57,3	72,9	20,5	6,5	215,1	•	126,2	341,3
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
	Juni	17,1	37,6	11,9	54,1	79,0	42,6	11,8	254,2	•	294,5	548,7

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 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
Juli	95,8	272,2	60,4	428,3	61,5	197,0	59,3	317,9	110,4
Aug. ...	93,3	277,1	54,0	424,5	62,6	191,4	56,5	310,5	114,0
Sept. ...	112,1	285,1	54,0	451,3	76,9	188,3	62,1	327,3	124,0

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

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

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

Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes udlandsstilling

	Inddækning af			Ud- og indlån- sfor- retninger i kroner med udlændinge	Andre faktorer, herunder penge- institutternes positioner for egen regning	Samlet ændring af udlands- stillingen
	Ud- og ind- lån- sfor- retninger i valuta med danske kunder	Valutatermins- forretninger med				
		inden- landske kunder	udlændinge			
1992	2,4	- 6,9	49,9	1,8	7,3	54,6
1993	10,2	14,9	66,7	61,5	- 12,7	140,6
1994	- 1,0	7,1	- 72,3	- 6,7	- 11,3	- 84,2
1995	1,2	- 11,8	5,4	- 1,5	11,8	5,1
1996	- 1,2	8,2	- 19,8	4,1	7,3	- 1,3
1995 1. kvt.	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. kvt.	- 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. kvt.	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
3. -	0,1	- 11,9	20,2	24,1	- 24,0	8,5

*Valuta- og landfordeling
af pengeinstitutternes udenlandske mellemværender*

Ultimo	Aktiver			Passiver		
	December 1996	Marts 1997	Juni 1997	December 1996	Marts 1997	Juni 1997
	Milliarder kroner					
Valutafordeling						
<i>I danske kroner</i>						
med egne enheder	35,8	46,2	37,2	1,5	5,0	4,0
med andre banker mv.	71,1	72,7	72,2	41,1	40,4	47,5
med ikke-banker	42,3	47,4	48,8	26,3	34,7	36,9
I alt danske kroner	149,1	166,3	158,2	69,0	80,0	88,4
<i>I fremmed valuta</i>						
med egne enheder	65,4	61,6	74,8	27,6	45,2	33,8
med andre banker mv.	69,1	79,3	70,7	114,3	128,2	131,2
med ikke-banker	59,6	59,2	59,0	19,6	24,3	21,0
I alt fremmed valuta	194,1	200,1	204,5	161,5	197,8	186,1
I alt	343,2	366,4	362,7	230,4	277,8	274,5
Landefordeling						
Belgien	12,3	14,8	12,1	12,7	12,3	11,2
Tyskland	13,4	15,6	16,8	12,6	16,2	17,9
Finland	8,3	12,2	10,6	3,5	6,7	3,6
Frankrig	23,1	15,9	22,0	16,3	11,5	12,0
Grækenland	0,5	0,4	0,4	1,1	0,9	1,0
Holland	7,0	11,0	8,3	8,7	8,6	9,4
Irland	13,8	14,1	13,9	3,0	2,8	3,3
Italien	4,8	6,0	5,8	2,5	2,4	2,3
Luxembourg	20,9	25,6	29,5	15,2	14,3	18,6
Portugal	0,4	0,6	0,5	0,6	1,0	0,8
Spanien	2,1	1,7	1,4	1,8	1,9	1,6
Storbritannien	98,3	107,5	93,4	61,7	81,7	71,7
Sverige	38,6	46,3	51,7	20,2	23,8	27,9
Østrig	1,9	1,6	1,7	2,1	2,4	1,8
EU-lande i alt	245,3	273,1	267,9	162,0	186,5	183,0
Norge/Island	7,0	14,3	17,2	1,9	2,6	2,5
Canada	0,5	0,9	0,5	0,4	1,3	1,9
Japan	3,3	2,1	3,0	0,5	0,9	0,8
Schweiz	5,5	6,0	6,2	5,4	7,3	6,3
USA	21,1	13,0	11,9	5,7	13,0	8,1
Australien/New Zealand	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Ovenstående OECD-lande i alt	282,7	309,5	306,7	176,0	211,8	203,0
Cayman Islands	12,5	12,6	9,9	2,8	8,9	1,7
Hong Kong	4,2	5,1	5,7	0,6	1,5	0,6
Singapore	33,3	27,3	27,3	2,7	1,1	0,8
Øvrige "Offshore Banking" centre	0,3	0,4	1,3	1,0	0,8	1,2
Øvrige Europa ¹⁾	7,0	7,5	7,6	4,8	6,2	6,0
Øvrige Latinamerika	0,5	0,6	0,6	1,5	2,0	0,9
Øvrige Mellemøsten	0,9	1,0	0,8	2,1	2,1	1,5
Øvrige Afrika	0,1	0,2	0,1	0,4	0,6	0,7
Øvrige Asien	1,2	1,4	1,8	0,9	0,9	0,8
Uoplyst mv.	0,5	0,8	0,8	5,9	5,3	6,4
International udstedelse af værdipapirer	•	•	•	31,7	36,7	50,9
I alt	343,2	366,4	362,7	230,4	277,8	274,5

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

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

1) Inklusive Gibraltar.

Landefordeling af danske pengeinstitutters udenlandske aktiver
(Konsolideret opgørelse)

21

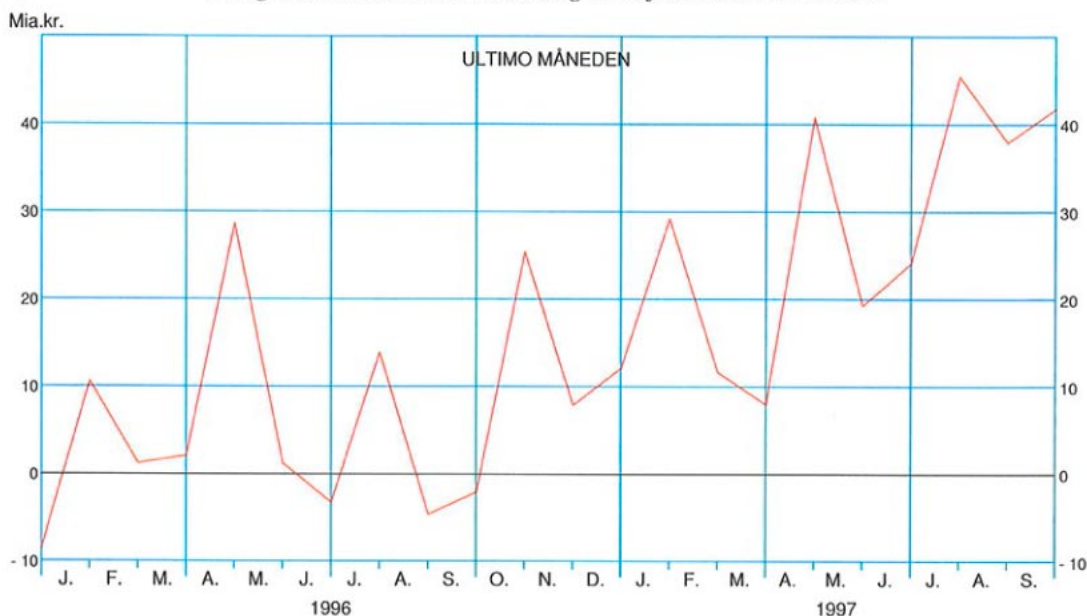
Ultimo	Juni 1995	December 1995	Juni 1996	December 1996
	Milliarder kroner			
Belgien	12,8	9,1	10,4	12,4
Tyskland	12,2	16,8	18,1	20,6
Finland	12,7	10,6	14,5	17,9
Frankrig	13,1	12,6	16,6	18,9
Grækenland	1,3	1,4	1,4	1,3
Holland	11,7	7,5	6,5	6,6
Irland	8,5	8,7	6,1	9,3
Italien	6,0	5,3	4,5	7,1
Luxembourg	6,3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

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

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

1) Inklusive Gibraltar.

Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken



Pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken

Ultimo ¹⁾	Indskuds- beviser ²⁾	Indlån ³⁾	Lån ³⁾⁴⁾	Netto- stilling i alt	Lån vdr. 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 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	•	•
Juli	59 744	18 295	32 581	45 458	1 622	•	•
Aug.	59 765	1 774	23 590	37 949	1 421	•	•
Sept.	52 819	14 173	25 204	41 788	1 482	•	•

1) Årstallene er statustal, mens månedstallene er balancetal.

2) Nominel værdi. I 1986 indlænsbeviser.

3) Eksklusive VP-afviklingskonti.

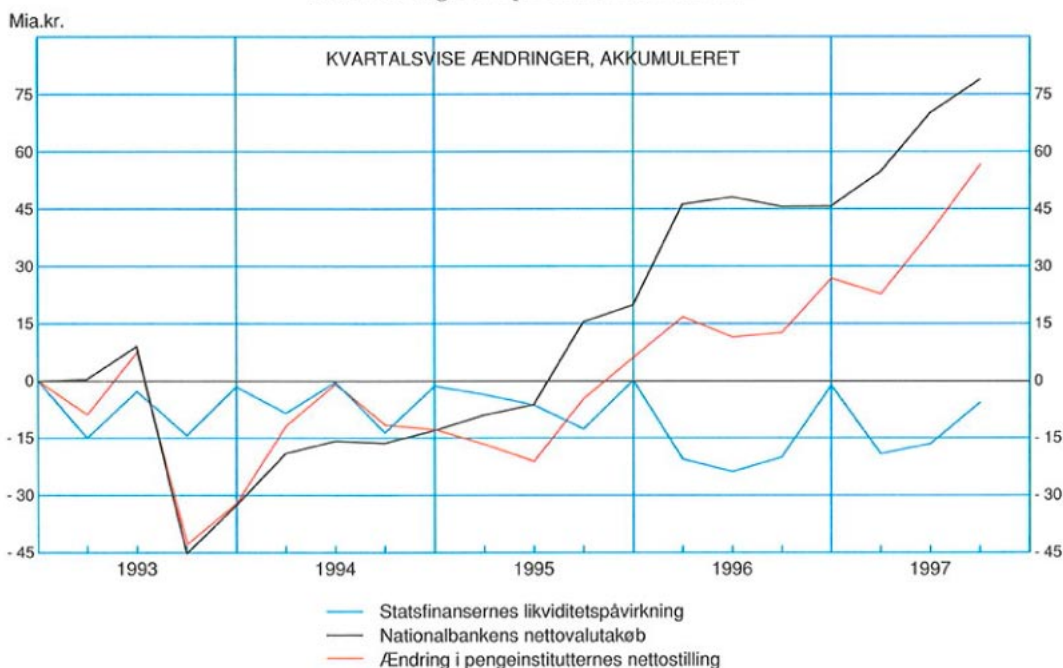
4) Omfatter lån på indlænsbeviser (til og med juli 1987), træk på folio (i perioden august 1987 til og med marts 1992) samt genkøbsforretninger (fra og med april 1992). Til og med 1989 indgik endvidere pengemarkedsudlån.

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

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

Forskellige faktors påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken

23



	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb ⁴⁾⁵⁾	Nationalbankens obligationskøb ⁵⁾	Andre faktorer ⁶⁾	Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Korrigeret bruttofinansieringsbehov ¹⁾	Bruttosalg af statspapirer(-) ²⁾	Likviditetspåvirkning ³⁾				Ændring	Ultimo
Milliarder kroner								
1987	67,0	- 60,4	6,6	16,0	- 0,1	- 5,6	16,9	- 17,7
1988	95,1	- 94,7	0,4	18,8	- 0,1	3,1	22,2	4,6
1989	112,2	- 108,7	3,6	- 23,0	- 0,3	- 2,9	- 22,6	- 18,0
1990	105,0	- 101,8	3,2	16,0	2,0	- 4,4	16,7	- 1,3
1991	106,3	- 114,4	- 8,0	7,5	12,0	4,2	15,7	14,4
1992	126,3	- 124,8	1,5	- 20,7	- 11,8	2,0	- 29,1	- 14,7
1993	119,2	- 120,9	- 1,6	- 32,5	6,9	- 4,8	- 32,1	- 46,8
1994	119,8	- 119,6	0,2	19,5	1,6	- 1,9	19,4	- 27,4
1995	138,8	- 137,2	1,6	32,9	- 7,2	- 8,4	18,9	- 8,5
1996	94,7	- 96,0	- 1,2	25,9	- 0,1	- 3,9	20,6	12,1
1995 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
3. - .	27,1	- 16,3	10,8	8,7	0,0	- 1,9	17,7	41,8

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 valutareerven 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 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
Juli	32,2	307,7	37,6	114,9	492,4	9,5
Aug.	32,2	300,6	38,5	106,1	477,4	6,3
Sept.	31,6	290,6	31,6	99,6	453,3	2,9

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 valutaindlån-

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

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

Forskellige faktorerers påvirkning af pengemængden

	Formindskelse af statens indestående i Nationalbanken ¹⁾	Udlånsstigning i pengeinstitutterne ²⁾	Obligationenkøb ³⁾⁴⁾	Stigning (-) i indskud på særlige indlånsformer mv. ⁵⁾	Stigning (-) i nettoindskud fra realkreditinstitutter mv. ⁶⁾	Ændring i pengeinstitutternes udlandsstilling	Ændring i valutareserven 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 3. kv. .	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
3. - ..	10,8	- 13,2	- 9,7	0,2	- 6,5	8,5	8,8	- 9,0	- 10,1

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

2) I 1990 inklusive udlån til realkreditinstitutter mv.

3) Nationalbanken, pengeinstitutterne, Hypotekbanken og Postgiroen.

4) Eksklusive Nationalbankens handel med ECU-obligationer.

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

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

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

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

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

25

	Netto- salg af inden- landske stats- papirer ¹⁾	Formind- skelse af indestå- ende i National- banken ²⁾	Statens netto- finan- sierings- behov ³⁾	Nettoudlån fra pengeinstitutterne ⁴⁾		Nettoudlån fra real- kredit- institutter mv.	Udlandet		Kredit- udvidelse til den private sektor og kommuner mv. i alt
				Kroner	Valuta		Registreret låntag- ning ⁵⁾	Leveran- dør- kreditter mv.	
Milliarder kroner									
1988	7,9	0,4	8,3	- 2,1	20,0	52,0	7,6	- 2,1	75,4
1989	19,2	3,6	22,7	21,1	10,6	11,9	10,1	- 3,4	50,3
1990	22,8	3,2	25,9	21,8	20,2	21,0	21,3	- 5,2	79,1
1991	49,8	- 8,0	41,8	8,2	- 10,2	26,8	12,3	6,2	43,4
1992	28,8	1,5	30,3	- 30,3	- 11,9	12,4	3,9	- 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	- 5,1	51,5
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	- 3,1	7,3
2. - ...	22,6	- 3,3	19,3	8,9	- 1,4	7,8	0,2	- 0,8	14,7
3. - ...	- 0,3	3,8	3,6	- 0,1	- 2,1	23,1	0,8	- 1,9	19,9
4. - ...	- 19,0	18,8	- 0,2	9,7	- 3,3	2,0	0,5	0,7	9,7
1997 1. kv. ...	2,5	- 17,9	- 15,4	16,6	- 3,1	17,4	- 4,3	- 1,8	24,9
2. - ...	14,0	2,6	16,6	23,5	1,2	17,0	- 3,9	- 1,5	36,3
3. - ...	- 12,2	10,8	- 1,4	- 12,4	3,6	19,1	- 3,7	...	...

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
3. -	128,7	52,1	116,3	109,7	468,0	874,9
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
3. -	130,2	50,9	115,6	108,8	465,4	870,9
Nettoudlån inklusive løbetids- opskrivning						
1994	3,6	0,8	-11,0	- 0,5	15,0	7,8
1995	3,2	3,2	1,2	3,0	20,4	31,1
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
3. -	3,0	1,3	0,9	1,7	12,8	19,6

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

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

institutterne beregnede underkurskonto for obligationslån ydet efter 1991.

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

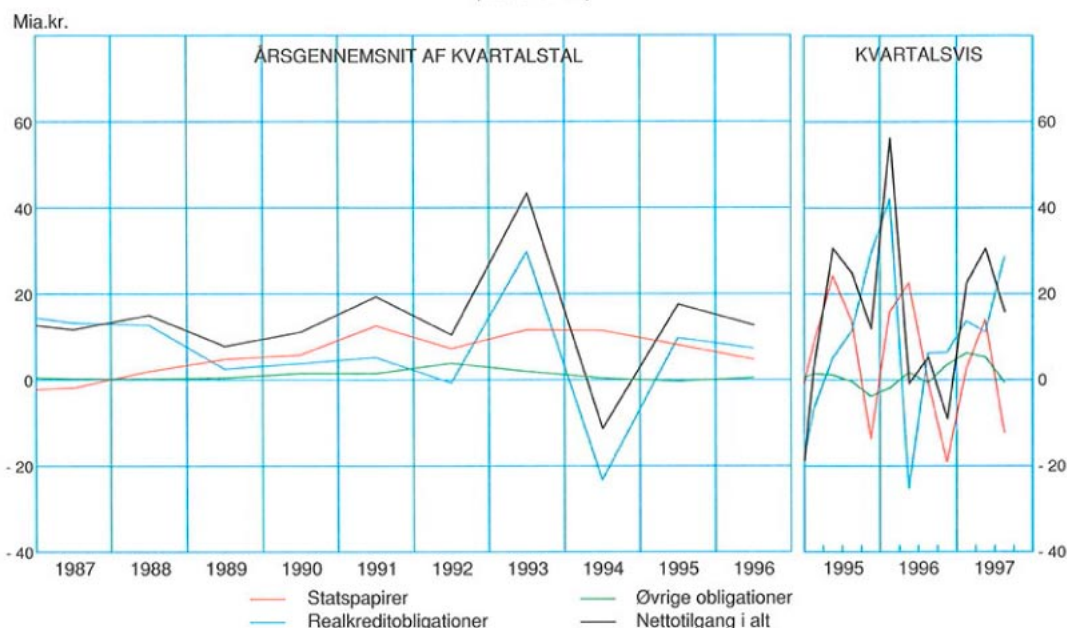
*Realkreditinstitutternes indenlandske udlån,
nyudlån, indfrielse og afdrag*

27

	Støttet byggeri	Erhvervsjendomme			Ejerboliger og fritidshuse	I alt
		Privat boligud- lejning	Byerhverv	Landbrug		
	Milliarder kroner					
Bruttonyudlån						
1994	22,2	13,9	46,7	34,8	141,6	259,1
1995	9,1	8,4	23,9	14,2	83,5	139,0
1996	10,2	14,4	50,5	24,0	115,7	214,8
1995 3. kv.	2,5	1,6	5,3	2,8	19,2	31,5
4. -	3,0	3,4	10,8	5,6	30,0	52,8
1996 1. kv.	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. kv.	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
3. -	3,0	4,4	12,8	9,4	43,6	73,2
Førtidige indfrielser						
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. kv.	0,1	0,7	3,3	1,6	11,7	17,3
4. -	1,9	1,9	9,5	3,7	18,6	35,6
1996 1. kv.	1,7	3,6	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. kv.	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
3. -	0,1	2,9	10,7	7,3	28,1	49,2
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. kv.	0,3	0,2	0,9	0,3	2,6	4,3
4. -	2,3	0,3	1,5	1,0	2,9	8,0
1996 1. kv.	0,3	0,2	1,1	0,3	2,6	4,6
2. -	2,5	0,6	1,5	1,0	2,8	8,3
3. -	0,3	0,2	1,1	0,4	2,6	4,6
4. -	2,5	0,4	1,8	1,1	2,8	8,6
1997 1. kv.	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
3. -	0,3	0,2	1,2	0,5	2,8	5,0
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. kv.	2,1	0,7	1,1	0,9	5,0	9,8
4. -	- 1,2	1,3	- 0,2	0,8	8,6	9,2
1996 1. kv.	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. kv.	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
3. -	2,6	1,3	0,9	1,6	12,7	19,0

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 ³⁾	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	3. kv.	13,8	11,4	- 0,3	24,9	0,3	6,0	4,5	4,1	9,9
	4. -	- 13,6	29,3	- 3,8	11,9	- 1,1	- 6,6	1,6	3,8	14,2
1996	1. kv.	16,0	42,0	- 1,8	56,1	0,6	- 0,1	3,9	33,0	18,7
	2. -	22,6	- 25,2	1,7	- 0,9	- 0,6	0,1	2,6	8,3	- 11,3
	3. -	- 0,3	6,2	- 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. kv.	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
	3. -	- 12,2	28,6	- 0,6	15,8	0,0	- 10,8	0,9	4,5	21,2

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

2) Korrigeret for genkøbsforretninger mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

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

4) Inklusive Postgiroen.

5) Beregnet residualt.

6) Se side 11.

*Cirkulerende børsnoterede kroneobligationer
(Nominel værdi)*

29

Ultimo	Indenlandske statspapirer				Realkreditobligationer	Andre obligationer	I alt
	Obligationer	Statsgældsbeviser	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 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
Juli	567,6	68,5	44,3	680,3	963,5	106,3	1 750,1
Aug.	569,9	45,6	46,9	662,3	980,2	107,1	1 749,6
Sept.	574,7	47,1	54,8	676,6	1 006,0	109,7	1 792,3

Anm.: For indeksobligationer er nominel værdi inklusive indeksering.

*Aktieudvidelser opdelt efter erhvervsgrupper
(Kursværdi)*

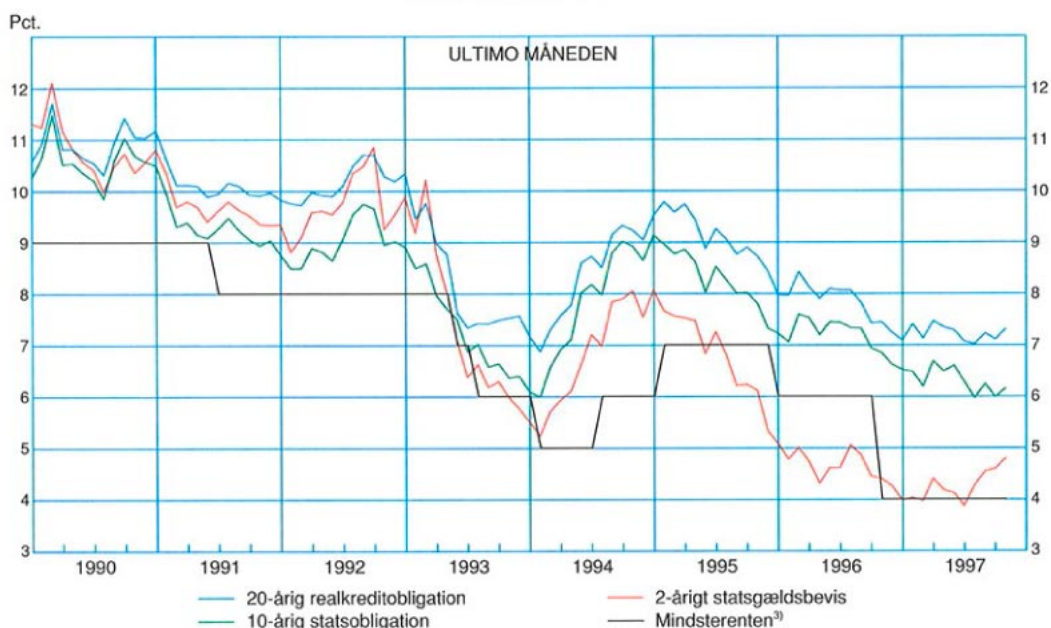
	Pengeinstitutter ¹⁾	Forsikring	Handel og service	Rederier	Industri	Investerings-selskaber	I alt
	Milliarder kroner						
1987	1,8	-	0,3	0,0	0,2	0,7	3,0
1988	2,5	-	0,1	-	0,9	0,5	4,0
1989	5,6	-	1,6	-	1,6	1,9	10,7
1990	1,8	0,9	0,8	0,6	1,1	0,8	6,1
1991	0,7	2,6	1,0	0,2	3,9	1,1	9,3
1992	0,2	-	-	0,3	1,9	2,4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

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	3,98	7,87	7,09	6,31	6,55	4	
1996	Juli	7,34	6,07	5,05	8,69	8,07	6,81	7,18	6
	Aug.	7,33	6,27	4,86	8,52	7,83	6,63	7,10	6
	Sept.	6,94	5,81	4,44	8,17	7,43	6,39	6,81	6
	Okt.	6,85	5,76	4,40	8,13	7,45	6,40	6,77	4
	Nov.	6,62	5,52	4,25	7,98	7,24	6,23	6,65	4
	Dec.	6,52	5,34	3,98	7,87	7,09	6,31	6,55	4
1997	Jan.	6,48	5,23	4,03	7,86	7,14	6,24	6,46	4
	Feb.	6,20	5,03	3,97	7,52	6,93	6,26	6,28	4
	Marts	6,69	5,45	4,40	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	4,27	7,40	7,02	5,21	6,10	4
	Aug.	6,25	5,07	4,54	7,61	7,23	5,55	6,33	4
	Sept.	5,99	5,04	4,59	7,42	7,11	5,41	6,25	4
	Okt.	6,16	5,27	4,79	7,58	7,31	5,58	6,40	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 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
Aug.	3,61	7,19	3,31	4,31	3,22	5,59
Sept.	3,65	7,19	3,28	4,31	3,33	5,66
Okt.	3,93	7,25	3,55	4,50	3,61	5,63
Ultimo	Effektiv rente af 10-årige statsobligationer ²⁾					
	Danmark	England	Frankrig	Sverige	Tyskland	USA
	Procent p.a.					
1995 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
Aug.	6,25	7,18	5,62	6,58	5,69	6,44
Sept.	5,99	6,55	5,49	6,15	5,51	6,20
Okt.	6,16	6,64	5,61	6,36	5,56	5,91

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 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
Aug. ...	3,45	3,68	3,30	3,60	3,61	3,58	3,56	3,59	3,52
Sept. ...	3,44	3,71	3,30	3,62	3,65	3,60	3,59	3,62	3,55
Okt. ...	3,60	3,96	3,31	3,83	3,95	3,65	3,83	3,95	3,62

1) Beregnet på grundlag af daglige omsætningsgennemsnit.

2) Rente tilbudt for pengemarkedsindskud.

3) Genkøbsforretninger i statspapirer.

		1 måned			2 måneder			3 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
		Procent p.a.								
1996	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
	Aug. ...	3,58	3,59	3,57	3,61	3,62	3,60	3,65	3,68	3,64
	Sept. ...	3,58	3,59	3,57	3,62	3,64	3,60	3,67	3,69	3,64
	Okt. ...	3,77	3,90	3,58	3,85	3,97	3,64	3,93	4,06	3,69
		4 måneder			5 måneder			6 måneder		
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest
		Procent p.a.								
1996	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
	Aug. ...	3,71	3,73	3,68	3,77	3,79	3,73	3,84	3,86	3,78
	Sept. ...	3,73	3,76	3,69	3,79	3,84	3,76	3,86	3,91	3,82
	Okt. ...	4,00	4,13	3,76	4,06	4,18	3,84	4,13	4,26	3,91
		9 måneder			12 måneder					
		Gennem-snit	Højest	Lavest	Gennem-snit	Højest	Lavest			
		Procent p.a.								
1996	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			
	Aug. ...	3,95	3,98	3,84	4,06	4,11	3,93			
	Sept. ...	4,00	4,07	3,94	4,14	4,21	4,08			
	Okt. ...	4,29	4,45	4,06	4,43	4,61	4,20			

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 10. okt. ...	3,50	3,50	3,75
19. - ....	|	|	5,60	(31. okt.) ..	3,50	3,50	3,75
7. juli ....	|	|	5,50				
1995 8. marts ...	6,00	6,00	7,00				
6. april ....	|	|	6,75				
27. - ....	|	|	6,50				
18. maj ....	|	|	6,35				
6. juli	5,75	5,75	6,20				
27. - ....	|	|	6,05				
3. aug.	5,50	5,50	5,90				
25. -	5,00	5,00	5,65				
7. sept. ....	|	|	5,50				

1) Fra og med april 1992 til og med april 1997 blev indskud kun forrentet inden for tildelte rammer. Til og med marts 1992 kunne der også foretages træk på folio. Ved træk har renten været ½ til 1 pct. højere.

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

Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter

	Udlån				Indlån ¹⁾			
	Offentlige myndigheder	Erhverv	Ikke-erhverv	I alt	Offentlige myndigheder	Erhverv	Ikke-erhverv	I alt
	Procent p.a.							
1994	...	...	...	10,0	...	...	...	3,5
1995	...	...	...	10,3	...	...	...	3,9
1996	5,5	7,5	10,9	8,7	3,4	3,2	2,5	2,8
1995 3. kvrt.	...	...	...	10,5	...	...	...	4,0
4. -	7,1	8,8	11,8	9,9	4,6	4,4	3,0	3,7
1996 1. kvrt.	6,0	8,1	11,3	9,3	3,9	3,7	2,7	3,2
2. -	5,4	7,4	11,0	8,6	3,2	3,1	2,4	2,7
3. -	5,4	7,5	10,6	8,6	3,1	3,1	2,3	2,7
4. -	5,1	7,1	10,5	8,3	3,2	3,0	2,5	2,7
1997 1. kvrt.	5,4	6,6	10,3	7,8	3,0	3,0	2,2	2,6
2. -	5,6	6,6	10,3	7,9	3,2	3,0	2,2	2,6
3. -	5,5	6,5	10,2	7,7	3,4	2,9	2,2	2,6

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

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

1) Eksklusive puljeordninger.