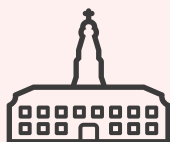


# DANMARKS NATIONALBANK

12. OKTOBER 2021 — NR. 25

## Nationalbankens guld – et historisk overblik



### Nationalbanken har af historiske årsager en guldbeholdning

Tidligere var guldet en vigtig del af valuta-reserven. I dag udgør det kun en lille del af valutareserven.

---

Læs mere



### Guldbeholdningen består mest af guldbarrer

Guldbarrerne kan sælges eller belånes på det internationale guldmarked, hvis der opstår behov for at skaffe valuta til at forsvare kronekursen.

---

Læs mere



### Det meste guld er i udenlandske centralbanker

Hovedparten af guldet opbevares sikkert i Bank of England, og der er også lidt i USA i Federal Reserve Bank of New York. Resten er i Danmark.

---

Læs mere

Nationalbanken skal ifølge nationalbankloven have en guldbeholdning. Ved udgangen af 2020 var beholdningen på ca. 66,5 tons guld med en markedsværdi på 24,5 mia. kr.

Guld spillede tidligere en vigtig rolle i såvel kontantsystemet som penge- og valutapolitikken mere generelt. Men det er efterhånden mange år siden, og ved udgangen af 2020 tegnede guld sig kun for en beskedent del (5,6 pct.) af værdien af Nationalbankens valutareserve.<sup>1</sup> I dag består valutareserven primært af indskud i udenlandske banker og af obligationer i euro, som hurtigt kan sælges eller belånes, hvis der er behov for valuta til at forsvare kronkursen med.

Mange andre centralbanker har ligesom Nationalbanken af historiske årsager en guldbeholdning. Nationalbankens guldbeholdning udgjorde ved udgangen af 2020 kun 0,2 pct. af den samlede globale guldbeholdning på omkring 35.000 tons hos centralbanker og andre monetære myndigheder. Det skønnes, at centralbanker mv. ved udgangen af 2019 ejede 18 pct. af den samlede mængde udvundne guld i hele verden på omkring 197.600 tons.<sup>2</sup>

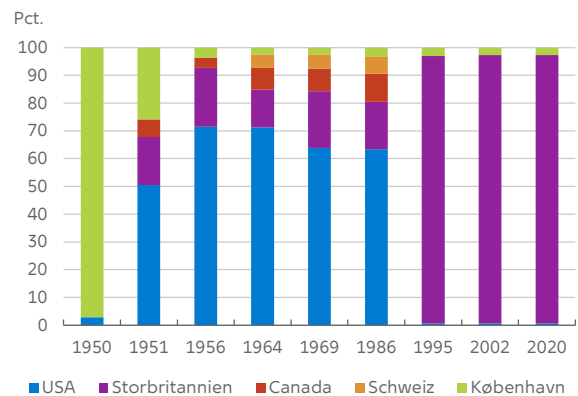
Nationalbankens guldbeholdning består i dag primært af omkring 5.200 guldbarrer, som opbevares under sikre forhold hos to udenlandske centralbanker, Bank of England og Federal Reserve Bank of New York. Hovedparten af Nationalbankens guldbeholdning har siden begyndelsen af 1950'erne været opbevaret i udlandet, se figur 1.

Denne analyse ser nærmere på følgende forhold:

- Den historiske baggrund for Nationalbankens guldbeholdning og den rolle, som guld spillede i de internationale valutasamarbejder, som Danmark har deltaget i
- Bestemmelserne om guld i nationalbankloven
- Indholdet af guldbeholdningen, udviklingen i dens størrelse og den geografiske opbevaring af guld over tid
- Forhold omkring regnskabsføring, kontrol og revision af guldbeholdningen.

Geografisk placering af Nationalbankens guldbeholdning

Figur 1



Anm.: Ultimo året undtagen 1951 (marts), 1956 (september) og 1969 (juni). USA: Federal Reserve Bank of New York (inkl. gulddeposits i Bank for International Settlements (BIS) med lokation i New York). Storbritannien: Bank of England (inkl. gulddeposits i BIS med lokation i London). Canada: Bank of Canada. Schweiz: Schweizerische Nationalbank. For 1950, 1951 og 1969 henregnes en beskedent placering af guld hos Den Internationale Valutafond (IMF) til USA.  
 Kilde: Nationalbankens papirarkiv på Rigsarkivet og internt materiale i Danmarks Nationalbank.

Informationerne i analysen stammer fra offentliggjorte publikationer, historisk kildemateriale fra Nationalbankens papirarkiv på Rigsarkivet og internt materiale i Nationalbanken. I lighed med andre virksomheder har Nationalbanken kun bevaret baggrundsmateriale for bl.a. årsregnskaber i et vist antal år tilbage i tiden. Visse historiske oplysninger om guldbeholdningen kan derfor kun spores i Nationalbankens arkiv, hvis de findes i andre dele af Nationalbankens forretningsområder, som det efter skiftende tiders kassationsovervejelser er fundet relevant at bevare materiale fra.

<sup>1</sup> Se Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2020*, side 24, 33, 45 og 50.

<sup>2</sup> Se IMF, *International Financial Statistics* og siden "How much gold has been mined?" på World Gold Council's hjemmeside ([link](#)).

## Guldstandarden

Under den såkaldte klassiske guldstandard i den sidste del af 1800-tallet og begyndelsen af 1900-tallet baserede mange lande deres penge-systemer på guld. Det betød, at mønterne havde et bestemt indhold af guld, og at sedler frit kunne omveksles til guldmønter hos centralbanken efter officielt fastsatte omregningsforhold (en guldmøntfod).<sup>3</sup>

Danmark skiftede fra et sølv- til et guldbaseret pengesystem med møntloven af 1873, som også betød overgang fra rigsdaler til kroner som pengeenhed (møntenhed). De nye kronemønter havde et bestemt gulddindhold, og pengesedler lydende på kroner kunne frit indløses mod guldmønter hos Nationalbanken. Skiftet i pengesystemet betød således, at hovedparten af Nationalbankens valutareserve kom til at bestå af guld (eller fordringer knyttet til guld) mod tidligere sølv.<sup>4</sup>

Den klassiske guldstandard sikrede faste valutakurser mellem de lande, som deltog i systemet, se boks 1. Der var ikke tale om et system, som blev koordineret af en international organisation eller lignende. Et land tilsluttede sig normalt guldstandardens ved at forpligte sig selv til at udstede pengesedler, som frit kunne indløses mod guld, og ved samtidig at tillade fri bevægelighed af guld og kapital på tværs af landegrænserne. De skandinaviske lande hørte til blandt undtagelserne fra mønsteret med, at et land ensidigt tilsluttede sig guldstandardens. I den første halvdel af 1870'erne indgik Norge, Sverige og Danmark aftaler om en skandinavisk møntunion. Aftalerne indeholdt fælles standarder for gulddindholdet i landenes hovedmønter, og fra midten af 1870'erne havde en dansk, en svensk og en norsk

### Sådan gav guldstandardens faste valutakurser

Boks 1

Guldstandardens sikrede faste valutakurser mellem de lande, som deltog i systemet. I 1875 blev den danske krone eksempelvis udmøntet med et indhold af 0,4032 gram fint guld, mens et britisk pund indeholdt 7,3224 gram fint guld. Det gav et værdiforhold mellem de to landes mønter på  $7,3224/0,4032 = 18,16$  kr. pr. pund. Valutakursen mellem kroner og pund svingede tæt omkring dette forhold – den såkaldte møntparitet. Valutakursen svarede dog ikke altid helt til møntpariteten, men det skyldtes omkostninger til udmøntning, forsikring og transport af gullet. Hvis valutakursen afveg for meget fra møntpariteten, kunne det betale sig at købe den billige af de to valutaer og få den omsmeltet og udmøntet i den dyre af de to valutaer.

krone samme gulddindhold. Disse guldmønter kunne cirkulere frit i de tre lande som lovligt betalingsmiddel.

Det var en del af spillereglerne for guldstandardens<sup>5</sup>, at den midlertidigt kunne suspenderes i nødstilfælde, men at der efterfølgende skulle vendes tilbage til den.

Det internationale guldfodssystem blev suspenderet, da 1. Verdenskrig brød ud i 1914, og Nationalbanken blev i den forbindelse fritaget fra forpligtelsen til at indløse sine sedler mod guldmønt. I 1927 vendte Danmark tilbage til guldstandardens med samme gulddindhold i en krone som i 1913. Nationalbanken blev dog kun forpligtet til at omveksle sedler mod guld for beløb svarende til

3 Guldstandardens er tidligere beskrevet i en række af Nationalbankens publikationer, bl.a. Bie, Ulrik og Astrid Henneberg Pedersen (1999), Guldets rolle i det monetære system, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 38(3), side 17-32; Abildgren, Kim (2004), A chronology of Denmark's exchange-rate policy 1875-2003, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 12, april; og Abildgren, Kim (2018), *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls.

4 Se Abildgren, Kim (2016), 175 years of financial risks and returns in central banking, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 103, januar.

5 Se fx McKinnon, Ronald I. (1993), The Rules of the Game: International Money in Historical Perspectives, *Journal of Economic Literature*, vol. 31(1), side 1-44; Bordo, Michael D. og Finn E. Kydland (1995), The Gold Standard As a Rule: An Essay in Exploration, *Explorations in Economic History*, vol. 32(4), side 423-464; og Bordo, Michael D. og Hugh Rockoff (1996), The Gold Standard as a "Good Housekeeping Seal of Approval", *Journal of Economic History*, vol. 56(2), side 389-428.

værdien af en eller flere hele guldbarrer (en guldbarrefod).<sup>6</sup>

I forbindelse med den økonomiske krise i begyndelsen af 1930'erne brød det internationale guldstandardsystem sammen. Storbritannien forlod guldstandardens i september 1931. Kort derefter gjorde Danmark det samme, og Nationalbankens pligt til at indløse sine udstedte pengesedler mod guld blev ophævet. Herefter har guld ikke spillet nogen rolle i forhold til seddelsystemet i Danmark.

## Guld og Bretton Woods-systemet

Den Internationale Valutafond (IMF) blev oprettet i 1944, og den fik som en af sine opgaver at administrere det nye internationale valutakurssystem, som blev etableret efter 2. Verdenskrig. Det fik navnet Bretton Woods-systemet efter byen, hvor aftalen blev indgået. Bretton Woods-systemet var et fastkursystem, som sigtede mod at undgå de konkurrerende devalueringer, som havde kendetegnet krisepolitikken i 1930'erne. I Bretton Woods-systemet holdt de deltagende lande en fast valutakurs i forhold til dollaren inden for et snævert udsvingsbånd. Dollaren var så defineret i forhold til guld, men det var kun centralbanker og lignende monetære myndigheder, som kunne konvertere dollar til guld hos det amerikanske finansministerium til den officielle paritet (35 dollar pr. ounce guld<sup>7</sup>).

Danmark blev medlem af IMF i 1946 og blev også en del af Bretton Woods-systemet. Som led i medlemskabet skulle den danske stat indbetale en vis

mængde guld til IMF som en del af Danmarks kvote i IMF's kapitalgrundlag.<sup>8</sup>

I årtierne efter 2. Verdenskrig var der også fokus på at få afviklet de kvantitative handelsrestriktioner og bilaterale betalingsaftaler, som havde karakteriseret den internationale økonomi i 1930'erne og krigsårene. Her spillede guld en rolle som betalingsinstrument i Den Europæiske Betalingsunion (European Payment Union, EPU), der blev oprettet i 1950 som et multilateralt betalings- og kreditsystem til afregning af handelsmæssige ubalancer mellem en række vesteuropæiske lande (herunder Danmark). EPU eksisterede frem til 1958, hvor de fleste EPU-lande (inkl. Danmark) gjorde deres valutaer konvertible igen, dvs. frit omvekslelige med andre valutaer, herunder dollar.<sup>9</sup>

Bretton Woods-systemet kom i stigende grad under pres i løbet af 1960'erne, hvor mængden af kortfristede dollarfordringer voksede i forhold til USA's guldreserver. Der opstod større forskelle mellem guldprisen på det private marked og den officielle paritet, som det ikke lykkedes at eliminere trods koordinerede interventioner i guldmarkedet fra en række centralbankers side. Bretton Woods-systemet brød sammen i begyndelsen af 1970'erne, hvor USA ophævede guldindløseligheden af dollar. Det betød en gradvis overgang til flydende kurser mellem hovedvalutaerne og et ophør af guldets centrale rolle i det internationale monetære system.

I den anden halvdel af 1970'erne afskaffedes kravet om, at 25 pct. af et lands kvote ved medlemskab af IMF skulle indbetales i guld. Endvidere blev det i 1976 besluttet, at en del af IMF's guldbeholdning skulle tilbagesælges til medlemslandene til den officielt bogførte pris, som lå væsentlig under markedsprisen.<sup>10</sup>

6 Det var i overensstemmelse med anbefalingerne fra den internationale konference om genetablering af guldstandardens, som blev afholdt i Genova i 1922. Tanken var, at en guldbarrefod ville reducere behovet for monetært guld sammenlignet med en guldmøntfod. Ud fra samme hensyn var det også blandt anbefalingerne fra Genova-konferencen, at centralbanker i mindre lande i højere grad burde holde deres reserver i valutaer, som kunne konverteres til guld, frem for at have guld direkte i valutareserven (en guldvekselstandard). De guldbesparende anbefalinger fra Genova-konferencen sigtede mod at undgå, at fremtidige indkomststigninger i kombination med en begrænset guldproduktion på verdensplan skulle skabe mangel på likviditet i det internationale monetære system.

7 Guldmængder måles traditionelt i troy ounces. 1 troy ounce er defineret som 31,1034768 gram fint guld. 1 kg fint guld svarer dermed ca. til 32,1507465 troy ounces, se siden "The Troy Ounce" på London Bullion Market Associations hjemmeside ([link](#)).

8 Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1946*, side 26; og Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1949*, side 13.

9 Se Mikkelsen, Richard (1999), *Marshall-hjælpen. Den Europæiske Betalingsunion*, Danmarks Nationalbank.

10 En anden del af IMF's guldbeholdning skulle sælges ved auktioner, og den realiserede kursgevinst skulle anvendes til fordel for udviklingslande, se Mogensen, Katrine Graabæk (2007), IMF's fremtidige finansiering, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 46(2), side 77-91; Andersen, Bodil Nyboe og Henning Holten (1978), Udviklingen i det internationale valutasytem siden 1945, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 116, side 6-22; og side 82-83 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1976*.

Guld indgik efter 1970'erne stadig i mange centralbankers valutareserver – og blev fx anvendt ved visse transaktioner mellem centralbankerne i det europæiske valutasamarbejde (se nedenfor) – men guldets andel af reserverne blev mindre over tid.

## Guld og europæisk valutasamarbejde

Guld var oprindeligt blandt de valutaaktiver, der kunne bruges til at afregne interventionskreditter inden for det europæiske valutasamarbejde, som blev etableret i begyndelsen af 1970'erne, og som fik navnet "valutaslangen". Danske kroner deltog også i dette samarbejde. Afregningen skete dog efter en guldpris, som lå betydeligt under markedsprisen for guld, hvilket gjorde medlemslandene uvillige til at anvende guld ved tilbagebetaling af interventionskredit. Derfor udgik guld i midten af 1970'erne af puljen af valutaer til afregning af interventionskreditter.<sup>11</sup>

I 1979 blev det europæiske valutasamarbejde EMS/ERM etableret, og her var det obligatorisk for de deltagende landes centralbanker – herunder Nationalbanken – at deponere 20 pct. af deres guldbe-

holdning og 20 pct. af deres dollarbeholdning i Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde (EFMS). Til gengæld modtog centralbankerne en fordring i ecu<sup>12</sup> på EFMS, som kunne anvendes til afregning af interventionskreditter inden for valutasamarbejdet.<sup>13</sup> Gulddeponeringerne blev justeret hvert kvartal (gennem rullende spot- og terminsforretninger), så de løbende svarede til 20 pct. af guldbeholdningerne. Ejerskabet af gullet forblev hos de deponerende centralbanker.

I 1994 overtog Det Europæiske Monetære Institut (EMI) de opgaver, som hidtil var blevet varetaget af EFMS, herunder opgaven med at udstede fordringer i ecu på baggrund af gulddeponeringerne.<sup>14</sup> Da Den Europæiske Centralbank (ECB) blev oprettet i midten af 1998, overtog den administrationen af deponeringsordningen. Ordningen blev afviklet ved udgangen af året, hvor EMS/ERM blev afløst af ERM2, og euroen blev indført.<sup>15</sup>

Ved indførelsen af euroen i begyndelsen af 1999 skulle de deltagende landes centralbanker overføre en del af deres valutareserver til ECB.<sup>16</sup> 15 pct. af overførslerne kom til at bestå af guld<sup>17</sup>, og ved alle udvidelserne af euroområdet siden 1999 er der blevet overført guld fra de nationale centralbanker til ECB som led i valutareserveoverførslerne<sup>18</sup>. Hvis Danmark

11 Se Hoffmeyer, Erik (1992), *The International Monetary System: An Essay in Interpretation*, Amsterdam: North-Holland, side 122-126.

12 European Currency Unit. Ecu var en valutakurv sammensat af faste mængder af hver af EF-landenes valutaer.

13 Se side 49-51 og 79-80 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1979*.

14 Se side 94 i EMI, *Annual Report 1994*.

15 Se side 108 i ECB, *Annual Report 1998*.

16 Størrelsen af de enkelte centralbankers overførsler skulle – i henhold til artikel 30 i ESCB-statutten (Protokol om statutten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank) – baseres på fordelingsnøglen for indbetaling af kapital til ECB. ESCB-statutten fastlagde ikke noget om, hvilken valuta der skulle overføres i, men det blev i en retningslinje fra ECB af 3. november 1998 fastlagt til at være dollar, yen og guld, se Guideline of the European Central Bank of 3 November 1998 as amended by the Guideline of 16 November 2000 on the composition, valuation and modalities for the initial transfer of foreign-reserve assets, and the denomination and remuneration of equivalent claims (ECB/2000/15).

17 Se side 74 og 129 i ECB, *Annual Report 1998*; og side 152-153 i ECB, *Annual Report 1999*.

18 Grækenland i 2001, Slovenien i 2007, Cypern og Malta i 2008, Slovakiet i 2009, Estland i 2011, Letland i 2014 og Litauen i 2015, se side 189 og 191 i ECB, *Annual Report 2001*; side 218 i ECB, *Annual Report 2007*; side 224 i ECB, *Annual Report 2008*; side 210 i ECB, *Annual Report 2009*; side 180 i ECB, *Annual Report 2011*; side 29 i ECB, *Annual Accounts 2014*; og side A28 i ECB, *Annual Accounts 2015*.

havde valgt at tilslutte sig euroen ved folkeafstemningen i september 2000, så skulle Nationalbanken ligeledes have overført guld til ECB.<sup>19</sup>

## Aftale mellem europæiske centralbanker om guldsalg 1999-2019

I slutningen af 1980'erne og i 1990'erne solgte en række centralbanker ud af deres guldbeholdninger, mens andre annoncerede planer herom.<sup>20</sup> Det lagde et nedadgående pres på guldpriserne og skabte i lyset af centralbankernes store guldbeholdninger usikkerhed på guldmarkedet. For at skabe gennemsigthed og dæmpe usikkerheden annoncerede ECB og 14 andre europæiske centralbanker<sup>21</sup> i 1999 en aftale om at koordinere deres planer om salg af guld fra valutaeserverne.<sup>22</sup> Nationalbanken deltog ikke i aftalen.

Aftalen om koordinering af salgsplaner blev fornyet i 2004, 2009 og 2014. Aftalen fra 2014 havde deltagelse af ECB og 21 andre centralbanker<sup>23</sup>, og den udløb i 2019. I forbindelse med udløbet annoncerede parterne, at de ikke længere så behov for afta-

len, da guldmarkedet havde udviklet sig betydeligt siden 1999. Samtidig bekræftede aftaleparterne, at de stadig anså guld for at være et vigtigt valutareserveaktiv. Endvidere blev det nævnt, at ingen af dem havde aktuelle planer om at foretage væsentlige guldsalg, og at centralbanker og andre officielle institutioner nu generelt var blevet nettokøbere af guld.

En nylig analyse fra ECB<sup>24</sup> bekræfter, at centralbanker og andre officielle institutioner det seneste årti er blevet nettokøbere af guld. Det skyldes primært institutioner i vækstøkonomier. Udviklingen angives at afspejle de lave eller negative nominelle renter og diversifikationsgevinsterne ved at have guld gennem en spredning af porteføljen. Gevinsten kan opstå, hvis guldprisen har en tendens til at udvikle sig anderledes end prisen på andre aktiver som fx aktier og obligationer, herunder hvis guld har karakter af sikker havn i perioder med volatilitet på de finansielle markeder.<sup>25</sup> Nationalbanken har tidligere i forskellige studier belyst diversifikationsgevinsterne ved at have guld i sin valutareserve gennem en spredning af markedsrisikoen på porteføljen.<sup>26</sup>

19 Se side 27 i Bie, Ulrik og Astrid Henneberg Pedersen (1999), Guldets rolle i det monetære system, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 38(3), side 17-32; side 60 i Kjeldsen, Kristian (2000), ECB's ejerforhold og reserver, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 39(1), side 57-64; og side 296 i Økonomiministeriet og Finansministeriet (2000), *Danmark og euroen*, Schultz.

20 Se side 28-30 i Bie, Ulrik og Astrid Henneberg Pedersen (1999), Guldets rolle i det monetære system, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 38(3), side 17-32.

21 Oesterreichische Nationalbank, Banque Nationale de Belgique, Finlands Bank, Banque de France, Deutsche Bundesbank, Central Bank of Ireland, Banca d'Italia, Banque centrale du Luxembourg, De Nederlandsche Bank, Banco de Portugal, Banco de España, Sveriges Riksbank, Schweizerische Nationalbank og Bank of England, se pressemeddelelsen *Joint statement on gold* fra ECB, 26. september 1999.

22 Se også side 4-5 i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 1999.

23 Banque Nationale de Belgique, Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Central Bank of Ireland, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Central Bank of Cyprus, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Banque centrale du Luxembourg, Central Bank of Malta, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Banka Slovenije, Národná banka Slovenska, Finlands Bank, Sveriges Riksbank og Swiss National Bank, se pressemeddelelsen *As market matures central banks conclude that a formal gold agreement is no longer necessary* fra ECB, 26. juli 2019.

24 Chițu, Livia, Joaquim Gomes og Rolf Pauli (2019), Trends in central banks' foreign currency reserves and the case of the ECB, *ECB Economic Bulletin*, issue 7, side 39-59.

25 Se Jensen, Thomas Krabbe og Christian Stampe Sørensen (2010), Stigningen i prisen på guld i de seneste år, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 49(1), side 51-64.

26 Se side 115 i Hansen, Ib og Christian Ølgaard (2000), Nationalbankens risikostyring, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 39(2), side 103-117; og side 44-45 og 79 i Danmarks Nationalbank (2003), *Finansiel styring i Danmarks Nationalbank*.

## Guld og nationalbankloven

Da nationalbankloven blev udarbejdet i den første del af 1930'erne, regnede man stadig med, at Danmark skulle tilbage til guldstandard. Derfor blev det indskrevet i nationalbankloven af 1936, at Nationalbanken skulle have en guldbeholdning, og på pengesedlerne i 1936-serien var der stadig påtrykt teksten "Nationalbankens sedler indløses med guld efter gældende lov".<sup>27</sup>

I nationalbanklovens § 10 fremgår det, at Nationalbanken som sikkerhed for de udstedte sedler skal eje en guldfond, der som udgangspunkt skal dække mindst 25 pct. af seddelomløbet, se boks 2. Nationalbankens repræsentantskab kan efter lovens § 13 med samtykke fra den kgl. bankkommissær (erhvervsministeren) give dispensation fra kravet om gulddækning af seddelomløbet. Dispensationen er givet siden september 1939<sup>28</sup>, og den er et fast punkt på dagsordenen på de kvartalsvise møder i Nationalbankens repræsentantskab.

Bestemmelserne om gulddækning af Nationalbankens sedler er i vore dage kun af historisk interesse.<sup>29</sup> Den mangeårige praksis med dispensation fra kravet om gulddækning af seddelomløbet har fungeret gnidningsfrit. Det har endnu ikke været relevant i forhold til Nationalbankens formål om at bidrage til stabile priser, sikre betalinger og stabilitet i det finansielle system at øge guldbeholdningen eller reducere seddelomløbet med henvisning til sedeldækningsbestemmelserne.

De sidste egentlige transaktioner i Nationalbankens guldbeholdning skete i slutningen af 1970'erne. Beholdningen spillede dog som nævnt en rolle i forbindelse med det europæiske valutamarbejde EMS/ERM frem til 1999, som den danske fastkurspolitik var forankret i, og hvis Danmark havde valgt at tilslutte sig euroen ved folkeafstemningen i 2000, skulle Nationalbanken have overført guld til ECB. Men derefter fik guldet

### Uddrag fra lov nr. 116 af 7. april 1936 om Danmarks Nationalbank

Boks 2

Uddrag fra § 10:

"Guldfonden skal mindst svare til 25 pct. af de udgivne sedlers samlede beløb. Den kan bestå af:

- a. guld, være sig i mønt eller barrer, som enten beror i bankens værg eller af banken er overgivet Den kgl. Mønt til udmøntning eller omsmeltning.
- b. guld, som under behørig sikring er deponeret i udlandet eller er under transport i, til eller fra udlandet. Sådant guld må dog ikke medregnes, når bankens frie rådighed derover er begrænset, og ingen sinde for et større beløb end 5 pct. af de udgivne sedlers samlede beløb.

For indtil 5 pct. af seddelomløbet kan rentefri nettotilgodehavender på anfordring i udenlandske seddelbanker, der er godkendt i så henseende af Den Kgl. Bankkommissær, dog træde i stedet for guld."

Gengivelse af § 13:

"Under særlige forhold kan repræsentantskabet med samtykke af ministeren for handel, industri og søfart for et tidsrum af indtil 3 måneder ad gangen fravige de fastsatte funderingsregler. Beslutning herom skal tiltrædes af mindst 2/3 af samtlige repræsentantskabets medlemmer. Det påhviler banken, så snart ske kan, at genoprette de normale funderingsforhold."

karakter af en ren "anlægsbeholdning" i valutareserven, som ikke blev forvaltet investeringsmæssigt aktivt, men som stort set blev holdt konstant i fysiske mængder.<sup>30</sup>

Der har været en lang tradition for at anvende guld som et valutareserveaktiv, og mange andre centralbanker råder i lighed med Nationalbanken af historiske årsager over en guldbeholdning som en del af valutareserven.

<sup>27</sup> Se side 157 i Abildgren, Kim (2018), *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls.

<sup>28</sup> Se side 58 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2006*.

<sup>29</sup> Se side 31 i Christensen, Bent (1985), *Nationalbanken og forvaltningsret*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

<sup>30</sup> Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2001*, side 102; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2002*, side 105; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2003*, side 107; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2004*, side 107; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2005*, side 104; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2006*, side 106; og side 44 i Danmarks Nationalbank (2003), *Finansiell styring i Danmarks Nationalbank*.

## Indholdet af Nationalbankens guldbeholdning

Nationalbankens guldbeholdning var på omkring 66,5 tons ved udgangen af 2020. Hovedparten af beholdningen bestod af guldbarrer, som blev opbevaret i depoter hos Bank of England i London og Federal Reserve Bank of New York.

Kun en mindre del af beholdningen (omkring 1,8 tons) blev opbevaret i Nationalbanken i København. Det drejer sig om tre guldbarrer og en beholdning af historiske guldmønter. Den ene af de tre guldbarrer er den, som fra 2007 til 2020 var udstillet for offentligheden i en delvist åben glasmontre i Nationalbankens bygning i Havnegade 5.<sup>31</sup> De to andre guldbarrer er dem, som blev fundet i den villa (Rydhave) på Strandvejen i København, hvor den forhenværende tyske rigsbefuldmægtigede i Danmark, dr. Best, boede under besættelsen af Danmark under 2. Verdenskrig.<sup>32</sup> De to guldbarrer blev deponeret i Nationalbanken i juli 1945 af den efterfølgende beboer i Rydhave (admiral Holt). Guldbarrerne var begge stemplet år 1940. Senere blev guldbarrerne overdraget af de allierede til "Kommissarius for konfiskation af tysk og japansk ejendom"<sup>33</sup>, som solgte dem til Nationalbanken i maj 1947.

Under guldmøntfoden før 1. Verdenskrig skulle Nationalbanken som tidligere nævnt omveksle sedler til guldmønter, og guldmønter var derfor dengang en central del af guldbeholdningen. I Nationalbankens guldbeholdning indgår stadig en del gamle 10- og 20-kroneguldmønter produceret af Den Kgl. Mønt under guldstandard. Mange af disse "skandinaviske guldmønter" har aldrig været i cirkulation. Der er dermed ikke tale om mønter i traditionel forstand men snarere om halvfabrikata i guld (guld i en anden form end barrer). Offentligheden havde fra 2008 og en årrække frem mulighed for at købe disse guldmønter via Den Kgl. Mønts hjemmeside til

en pris, som tog udgangspunkt i den aktuelle guld-værdi. Salgspriserne blev derfor justeret løbende ved ændringer i guldprisen.<sup>34</sup> Når Den Kgl. Mønt købte guldmønter fra Nationalbankens valutareserve med henblik på salg til offentligheden, skete det i et antal med en samlet vægt svarende til en hel guldbarre. Nationalbanken købte så en "erstatningsguldbarre" til valutareserven af nogenlunde samme vægt som mønterne til gulddepotet i Bank of England. Beholdningen af monetært guld blev dermed ikke mængdemæssigt påvirket af Den Kgl. Mønts møntsalg.

I guldbeholdningen indgår også en del vestindiske guldmønter. Det har baggrund i den danske involvering i pengevæsenet på De Vestindiske Øer i begyndelsen af 1900-tallet.<sup>35</sup> Den Dansk-Vestindiske Nationalbank blev oprettet ved lov af 29. marts 1904 for at skabe et stabilt pengevæsen på De Vestindiske Øer og fremme øernes økonomiske udvikling. Danmarks Nationalbank, Privatbanken, Den Danske Landmandsbank og Københavns Handelsbank indskød hver en fjerdedel af aktiekapitalen. Den Dansk-Vestindiske Nationalbank fik eneret på at udstede sedler på øerne for en 30-årig periode og skulle derudover også drive detailbankvirksomhed. 10 pct. af bankens nettoudbytte skulle afleveres i afgift til den danske stat. Møntenheden for de udstedte sedler var franc (delelig i 100 bit), og sedlerne kunne omveksles til danske kroner (i skandinavisk guldmønt) i et fast ombytningsforhold ved bankens kontor i København. Samtidig med loven om Den Dansk-Vestindiske Nationalbank blev der gennemført en møntlov for De Vestindiske Øer af 29. marts 1904. Hovedmønterne blev 20 og 50 franc i guld, og mønterne blev fremstillet af Den Kgl. Mønt i København.

31 Se side 20-21 i Danmarks Nationalbank (2017), *Nationalbankens bygning*.

32 Se Andersen, Lisbeth og Steffen Linvald (red.) (1979), *Københavns hvornår skete det*, Politikens Forlag, side 195.

33 Se lov nr. 132 om konfiskation af tysk og japansk ejendom af 30. marts 1946.

34 Se siden "Salg af gamle guldmønter" på Den Kgl. Mønts hjemmeside den 8. april 2008 ([link](#)) og Den Kgl. Mønt, *Møntkatalog 2013*, side 19.

35 Se side 20 i Abildgren, Kim (2018), *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls; Begtrup, Jens Worm (2010), *Den Dansk-vestindiske Nationalbank 1904-1935, Erhvervshistorisk årbog*, vol. 59, side 183-211; og Wilcke, J. (1930), *Sølv- og guldmøntfod 1845-1914*, Gads Forlag, side 281-300.



## Udviklingen i guldbeholdningens størrelse

Udviklingen i Nationalbankens guldbeholdning siden midten af 1930'erne er vist i figur 2.

Nedgangen i guldbeholdningen fra 1939 til 1945 afspejler primært guldsalg i forbindelse med betalinger vedrørende Danmarks udenlandske gæld: Under 2. Verdenskrig havde det danske gesandtskab i USA ifølge amerikansk lovgivning dispositionsret over Nationalbankens guldbeholdning i New York, og der blev i krigsårene solgt guld fra Nationalbankens depot i USA til at dække rentebetalinger på statens dollargæld.<sup>36</sup>

I årene 1937-46 bidrog salg af guld til teknisk brug (fx hos tandlæger) isoleret set til en beskedent reduktion af guldbeholdningen.<sup>37</sup> Det skal ses på baggrund af, at Nationalbanken havde anmodet Handelsministeriet om at ophæve adgangen til fri import af guld til teknisk brug. Anmodningen skyldtes frygt for, at der ad denne vej kunne komme et pres mod danske kroner under en eventuel valutakrise. I stedet kunne der så erhverves guld til teknisk brug hos Nationalbanken.

I 1950'erne og 1960'erne skyldes en del af bevægelserne i guldbeholdningen transaktioner med det amerikanske finansministerium (US Treasury) inden for Bretton Woods-systemet, se figur 3. I 1950'erne købte Danmark en del guld hos US Treasury. I 1969 solgte Danmark en stor mængde guld på godt 22 tons for at øge den umiddelbart likvide del af valutareserven i forbindelse med en international valutakrise.<sup>38</sup>

36 Se Mordhorst, Kirsten (1968), *Dansk pengehistorie. Bilag*, Danmarks Nationalbank, side 113; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1940*, side 4; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1941*, side 3; og Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1945*, side 6 og 13. Nogle af disse guldsalg kunne først bogføres i Nationalbankens regnskab i 1945.

37 Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1937*, side 13; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1938*, side 10; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1939*, side 10; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1940*, side 9; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1941*, side 8; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1942*, side 10; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1943*, side 8; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1944*, side 7; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1945*, side 13; og Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1946*, side 30.

38 Se side 21 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1969*.



En anden del af bevægelserne i guldbeholdningen skyldes transaktioner med Den Internationale Valutafond (IMF). I 1947 indbetalte Danmark omkring 5 tons guld til IMF som en del af Danmarks kvote som led i medlemskabet.<sup>39</sup> Der blev indbetalt yderligere guld til IMF knyttet til kvoten og efterfølgende forhøjelser heraf i 1949<sup>40</sup>, 1959<sup>41</sup>, 1966<sup>42</sup> og 1970<sup>43</sup>. Der var også andre typer transaktioner med IMF. Eksempelvis indbetalte Nationalbanken guld til IMF

39 Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1946*, side 26-27; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1947*, side 21; og IMF, *Annual Report 1947*, side 66.

40 Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1949*, side 9 og 13.

41 Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1959*, side 16-17.

42 Se side 19 og 42 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1965*; og side 21 og 43-44 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1966*.

43 Se side 13-14 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1970*.

i 1971 i forbindelse med tilbagebetaling af et tidligere dansk træk på fonden<sup>44</sup>, og IMF solgte guld til Danmark mod kroner i 1965<sup>45</sup> og 1968<sup>46</sup> i tilknytning til andre landes træk på IMF. Desuden tilbagesolgte IMF i årene 1977-79 omkring 6,9 tons guld til Danmark.<sup>47</sup>

Stigningen i Nationalbankens guldbeholdning i årene fra den sidste del af 1980'erne og frem til begyndelsen af 2000'erne afspejler renteindtægter fra Nationalbankens udlån og lån i årene 1987-2004, se nedenfor. Renten på guldudlån blev betalt i guld, og guldrenterne blev enten solgt eller gik til en forøgelse af guldbeholdningen.<sup>48</sup>

Siden begyndelsen af 2000'erne har Nationalbankens guldbeholdning stort set været uændret.

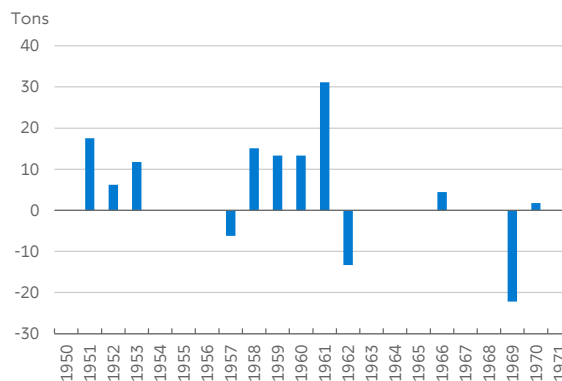
## Udlån af guld

Afkastet af en guldbeholdning består som udgangspunkt af eventuelle kursgevinster som følge af stigninger i guldprisen. I midten af 1980'erne opstod der et internationalt marked for udlån af guld i London, og i 1987 begyndte Nationalbanken at udlåne guld fra sit depot i Bank of England til banker med høj kreditværdighed for også at få et løbende renteafløb af guldbeholdningen.<sup>49</sup>

På det internationale marked for guldudlån kan centralbanker udlåne guld i fx 3 eller 6 måneder til kom-

Danmarks nettokøb af guld hos US Treasury

Figur 3



Anm.: Køb til den officielle paritet under Bretton Woods på 35 dollar pr. troy ounce fint guld. 1971 omfatter 1.-3. kvartal.

Kilde: Beregnet på baggrund af pressemeddelelser fra United States Department of the Treasury (United States net monetary gold transactions with foreign countries).

mercielle banker. De kommercielle banker videreudlåner gullet, fx til mineselskaber, der ønsker at sikre sig mod fremtidige prisfald på guld. Hvis et mineselskab eksempelvis i maj ønsker at sikre sig mod prisfald på guld fra minedriften i den kommende august måned, kan selskabet i maj vælge at låne guld fra en kommerciel bank i 3 måneder mod at betale en rente. Mineselskabet sælger i maj det lånte guld på spotmarkedet og leverer guld tilbage til den kommercielle bank i august (guld fra minedriften i august). Herved har mineselskabet i realiteten opnået at få solgt gullet fra

44 Se side 23 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1971*.

45 Se side 41 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1965*.

46 Se side 34 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1968*.

47 Se side 82-83 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1976*; side 76-77 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1977*; side 81-82 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1978*; side 49 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1979*; og side 87 i IMF, *Annual Report 1980*.

48 Se side 26 og 28 i Bie, Ulrik og Astrid Henneberg Pedersen (1999), *Guldets rolle i det monetære system, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 38(3), side 17-32; Danmarks Nationalbank (2003), *Finansiell styring i Danmarks Nationalbank*, side 120; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2003*, side 107; og Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2004*, side 107.

49 Se boks 1 på side 28 i Bie, Ulrik og Astrid Henneberg Pedersen (1999), *Guldets rolle i det monetære system, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 38(3), side 17-32.

minedriften i august til maj måneds guldpris. Det kan for nogle mineselskaber også være en attraktiv fremgangsmåde til at opnå kortfristet finansiering.

Ved udlån af guld flyttes guldbarrerne ikke nødvendigvis fysisk (hvis låntageren ikke har haft behov for at sælge eller anvende de lånte guldbarrer). Det er heller ikke nødvendigvis de samme guldbarrer, som udlåneren får tilbage ved låneperiodens udløb, blot guldbarrer af samme type og kvalitet. Det er almindeligt, at den præcise mængde guld, som udlånes, kan afvige lidt fra den mængde guld, som tilbageleveres ved låneperiodens udløb. Her er markedspraksis, at forskellen afregnes som et køb eller salg af guld.<sup>50</sup> Derfor kan udlånstransaktioner føre til mindre udsving i en guldbeholdning. Udlån af guld på standardvilkår kræver, at der er tale om guldbarrer af en standardiseret type (såkaldte "London-leverbare" guldbarrer), og guldmønter kan ikke udlånes.

Som beskrevet foregik der mange transaktioner mellem Nationalbanken og US Treasury i Bretton Woods-perioden, og i midten af 1980'erne var hovedparten af Nationalbankens guldbeholdning placeret i depot hos Federal Reserve Bank i New York. For at Nationalbanken kunne drage fordel af det nye internationale marked for guldudlån i London i et væsentligt omfang, måtte guldet flyttes fra depotet i New York til depotet i London.

Guldbarrerne i Nationalbankens beholdning i New York var såkaldte "US melts-barrer" støbt af US Mint for US Treasury med større variation i den individuelle barres vægt end tilladt efter London-leverbarstandard. Derfor var der behov for at omsmelte guldbarrerne, hvis de skulle kunne udlånes på standardiserede vilkår i London.

Omsmeltingen foregik over en årrække i forbindelse med udlånstransaktioner, hvor der blev udlånt

guldbarrer fra Nationalbankens depot i New York mod levering af London-leverbare guldbarrer i Nationalbankens depot i Bank of England ved låneperiodens udløb (såkaldte "location swap"-udlån med kvalitetsmæssig "opgradering"). Omkostningerne ved denne ændring af guldbeholdningen betød alt andet lige en lavere nettorenteindtægt fra guldudlånene, end det ville være tilfældet, hvis der havde været tale om udlån af London-leverbare guldbarrer på standardvilkår fra et depot i London. Efter en årrække befandt hovedparten af Nationalbankens guldbeholdning sig i London som London-leverbare guldbarrer.<sup>51</sup> En lille del af guldbeholdningen var dog fortsat placeret i depot hos Federal Reserve Bank i New York. Ved at beholde depotet i New York havde Nationalbanken muligheden for også at kunne indgå aftaler om udlån af guld i London med tilbagelevering i New York.

I 2002 omsmeltede Nationalbanken en større beholdning af guldmønter og et mindre antal ikke-standardiserede guldbarrer fra guldbeholdningen i København til standardiserede guldbarrer. De omsmeltede guldbarrer blev flyttet til London, så de kunne udlånes eller belånes i det internationale guldmarked. Guldmønterne havde Nationalbanken købt af Norges Bank i 1997, se boks 3.<sup>52</sup>

Nationalbanken begyndte som nævnt at udlåne guld fra sit depot i Bank of England i 1987. I slutningen af 1990'erne og begyndelsen af 2000'erne var store dele af beholdningen udlånt, se figur 4.

Nationalbanken stoppede med at udlåne guld i løbet af 2004.<sup>53</sup> Renterne på guldudlån var da blevet så lave, at indtægterne ikke længere stod mål med administrationsomkostninger og den (begrænsede) kreditrisiko ved udlånene.<sup>54</sup>

50 Se World Gold Council (2019), *A Central Banker's Guide to Gold as a Reserve Asset*, august, side 27.

51 Se side 27 i Bie, Ulrik og Astrid Henneberg Pedersen (1999), *Guldets rolle i det monetære system, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 38(3), side 17-32.

52 Se side 59 i Norges Bank, *Beretning og regnskab 1997*; og side 105 i Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2002*.

53 Der blev ikke foretaget guldudlån af betydning i 2004, se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2004*, side 107.

54 Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2005*, side 104; og side 120 i Danmarks Nationalbank (2003), *Finansiel styring i Danmarks Nationalbank*.

### Køb og omsmelting af skandinaviske guldmonter fra Norges Bank

Boks 3

Den Skandinaviske Møntunion indebar, at danske, svenske og norske kroner fra midten af 1870'erne havde samme guldindhold og kunne cirkulere frit i de tre lande som lovligt betalingsmiddel.

I anden halvdel af 1990'erne havde Norges Bank stadig en stor mængde danske guldmonter fra møntunionen i sin guldbeholdning. Guldmonterne var i sin tid blevet udstedt af Den Kgl. Mønt, som Nationalbanken i 1975 havde overtaget fra staten, og mønterne var i princippet stadig lovligt betalingsmiddel i Danmark.

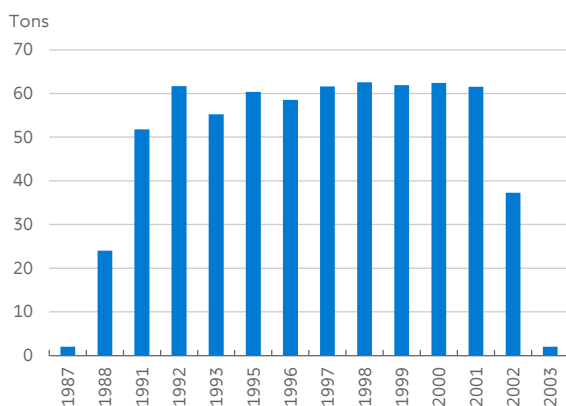
Norges Bank henvendte sig til Danmarks Nationalbank omkring guldmonterne i forbindelse med en omlægning af sin guldbeholdning. Resultatet af henvendelsen blev, at Nationalbanken i oktober 1997 fik leveret mønter fra Norges Bank med et guldindhold på ca. 1,6 tons fint guld mod at levere guldbarrer med tilsvarende vægt til Norges Banks gulddepot i Bank of England.

Nationalbanken overvejede at sælge ud af guldmonterne fra Norges Bank for at realisere en evt. numismatisk merværdi, dvs. merværdi i forhold til den rene guldværdi på grund af interesse for mønter blandt møntsamlere. Efter en undersøgelse blev det vurderet, at risiciene ved et salg var for store i forhold til de forventede nettoindtægter. Der var ikke tale om mønter af særlig numismatisk værdi, så salgspriserne lå ikke meget over guldværdien af mønterne.

Efter at have rådført sig med Nationalmuseet valgte Nationalbanken i 2002 at få omsmeltet guldmonterne fra Norges Bank sammen med 13 ikke-standardiserede guldbarrer fra Nationalbankens guldbeholdning i København. Det hele blev omsmeltet til 1,7 tons standardiserede guldbarrer (London-leverbare), som herefter blev lagt i depotet i Bank of England, så de kunne udlånes eller belånes på det internationale guldmarked.

Nationalbankens udlån af guld

Figur 4



Anm.: Ultimo året undtagen 1988 (november), 1991 (oktober), 1992 (september) og 1993 (marts).

Kilde: Diverse udgaver af Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*; Nationalbankens papirarkiv på Rigsarkivet; og internt materiale i Danmarks Nationalbank.

## Geografisk placering af guldbeholdningen

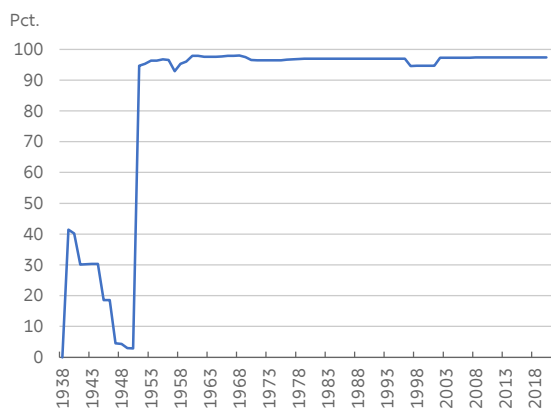
Den fysiske opbevaring af Nationalbankens guld afgøres bl.a. ud fra hensyn til sikkerhed, omkostninger og logistik. Sidstnævnte inkluderer hensynet til at kunne sælge eller belåne guld på det internationale guldmarked, hvis der skulle være behov for at skaffe fremmed valuta til forsvar af kronekursen. Af Nationalbankens guldbeholdning på omkring 66,5 tons ved udgangen af 2020 var 0,4 tons placeret i depot hos Federal Reserve Bank of New York, 64,4 tons i depot hos Bank of England, og de resterende 1,8 tons i Danmarks Nationalbank i København.

Den geografiske lokation af guldbeholdningen har varieret gennem tiden. I den sidste del af 1930'erne var guldbeholdningen placeret i København, se figur 5. I løbet af 1939 og begyndelsen af 1940 blev en stor del af guldet flyttet til den amerikanske centralbank i New York.<sup>55</sup> Transporten af guld skete i dybeste hemmelighed i en række sendinger over Sverige og Norge. Det skyldtes frygt for, at Tyskland skulle besætte Danmark, og forlydender om, at de tyskbesatte landes centralbanker var blevet frarøvet deres guldreserver. Der blev sendt i alt 19,6 tons<sup>56</sup> af Nationalbankens guld til USA umiddelbart før besættelsen. Det svarede til omkring 40 pct. af Nationalbankens samlede guldbeholdning ved udgangen af 1939.

Efter krigen blev det meste af Nationalbankens guld i udlandet flyttet tilbage til København. I kølvandet på udbruddet af Koreakrigen i 1950 blev den internationale situation igen anspændt, og i 1951 blev

Andel af Nationalbankens guldbeholdning placeret i udlandet

Figur 5



Anm.: Ultimo året undtagen 1938 (februar) og 1991 (august). Observationerne for årene 1989-90 og 1992-94 er interpoleret.  
 Kilde: Nationalbankens papirarkiv på Rigsarkivet og internt materiale i Danmarks Nationalbank.

det besluttet atter at flytte en stor del af guldbeholdningen i København til udlandet. Der blev flyttet 5,4 tons guld fra København til Nationalbankens nye gulddepot i London. Endvidere blev der flyttet 13,8 tons guld fra København til London – dette guld havde Nationalbanken solgt til BIS og Banque de France med levering i London mod dollar. For dollarprøvet købte Nationalbanken guldbarrer af Federal Reserve Bank of New York og BIS til levering i Nati-

55 Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1945*, side 13; side 27 i Bie, Ulrik og Astrid Henneberg Pedersen (1999), *Guldets rolle i det monetære system, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, vol. 38(3), side 17-32; og side 70 i Abildgren, Kim (2018), *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Rosendahls. Flytningen af guld til USA op til den tyske besættelse af Danmark er på basis af bl.a. arkivmateriale fra Nationalbanken behandlet på side 354-359 i Lidegaard, Bo (2003), *Overleveren 1914-1945*, bind 4 i Due-Nielsen, Carsten, Ole Feldbæk og Nikolaj Petersen (red.), *Danmarks udenrigspolitiske historie*, Gyldendal; og Denta, Henrik (2015), *Guld og bedrag*, Gads Forlag.

56 De 19,6 tons guld svarede til en bogført værdi på omkring 47 mio. kr. opgjort i henhold til kronens guldværdi i møntloven af 1873 (1 kg fint guld = 2.480 kr.). Markedsværdien af guld var betydelig større. Den officielle amerikanske guldpris var i 1939 på 35 dollar pr. troy ounce guld, hvilket opgjort ved dollarkursen i midten af 1939 (4,795 kr. pr. dollar) svarede til en markedspris på ca. 5.396 kr. pr. kg fint guld, se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1939*. Markedsværdien af de 19,6 tons guld var således omkring 106 mio. kr.

onalbankens gulddepot i Federal Reserve Bank of New York og et nyoprettet depot i Bank of Canada i Ottawa. Efter disse transaktioner – og efter en række yderligere transaktioner mellem Nationalbankens guld- og dollarreserver i den første del af 1951 – var hovedparten af Nationalbankens guldbeholdning placeret i USA.

I midten af 1980'erne var størstedelen af Nationalbankens guldbeholdning stadig placeret i USA. Efter at Nationalbanken i 1987 begyndte at udlåne guld i det internationale guldmarked i London, blev det meste af guldbeholdningen over en årrække som nævnt flyttet til Bank of England. Siden 2002 har Nationalbanken opbevaret omkring 0,5 pct. af guldbeholdningen hos Federal Reserve Bank of New York, omkring 97 pct. af guldbeholdningen hos Bank of England i London, og de resterende omkring 2,5 pct. i København.

Der har i det seneste årti været øget fokus på placeringen af centralbankernes guldbeholdninger. I 2013 besluttede den tyske centralbank (Deutsche Bundesbank) at halvdelen af bankens guldbeholdning skulle være placeret i Frankfurt<sup>57</sup>, og centralbanker i visse andre lande (bl.a. i Holland<sup>58</sup>, Polen<sup>59</sup> og Østrig<sup>60</sup>) har ligeledes hjemtaget guld de senere år.

Nationalbanken indledte i 2010 en undersøgelse af forskellige aspekter ved at hjemtage Nationalbankens guld. Ud fra en vurdering af de sikkerheds- og omkostningsmæssige forhold ved at transportere guldet hjem og opbevare det i Danmark har Nationalbanken besluttet, at der ikke aktuelt skal ændres ved guldets geografiske placering. Den nuværende geografiske placering gør det også lettere at sælge eller belåne guldet på det internationale guldmarked, hvis der skulle være behov for at skaffe fremmed valuta til forsvar af kronekursen.

57 Se pressemeddelelsen *Bundesbank plans to relocate part of its gold reserves* fra Deutsche Bundesbank den 16. januar 2013 og pressemeddelelsen *Bundesbank completes gold transfer ahead of schedule* fra Deutsche Bundesbank den 23. august 2017.

58 Se side 126 i De Nederlandsche Bank, *Annual report 2014*.

59 Se pressemeddelelse *Narodowy Bank Polski has completed the operation of bringing gold to Poland* fra Narodowy Bank Polski den 25. november 2019.

60 Se Oesterreichische Nationalbank (2018), *Gold storage policy of the Oesterreichische Nationalbank*.

## Guld i årsregnskabet

I Nationalbankens årsregnskab er guldbeholdningen siden 1988 blevet opført på balancen til markedsværdien ultimo året.<sup>61</sup> Såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og -tab på guld indregnes i årsregnskabets resultatopgørelse. Som følge heraf kan udsving i guldprisen isoleret set medføre betydelige udsving i Nationalbankens regnskabsmæssige resultat. I forbindelse med eventuelle overførsler af Nationalbankens overskud til staten er der siden 2015 blevet taget særskilt hensyn til udsvingene i guldprisen, idet resultatgrundlaget for overførslerne baseres på regnskabsresultater eksklusive kursreguleringer på guld.<sup>62</sup>

Det er værd at bemærke en række særlige forhold omkring behandlingen af guld i Nationalbankens årsregnskaber før 1988:

- Værdien af det guld, som Nationalbanken ved udgangen af årene 1979-97 havde deponeret i Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde (EFMS) og senere Det Europæiske Monetære Institut (EMI) indgik ikke i aktivposten "guld" i Nationalbankens årsregnskab 1979-97. De modtagne ecu-fordringer var en del af aktivposten "Europæiske valutaenheder (ECU)" og senere "Fordringer på Det Europæiske Monetære Institut".
- Fra 1979 til 1987 blev guld værdifast efter samme princip som i EFMS, dvs. gennemsnittet af den i London noterede guldpris i de seneste 6 måneder, dog højst prisen den næstsidste børsdag i året.<sup>63</sup> Dette værdiansættelsesprincip resulterede i, at guldbeholdningen i årene 1983-87 blev værdiansat til prisen den næstsidste børsdag og dermed i praksis til markedsværdi.<sup>64</sup>

61 Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1988*, side 46; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1998*, side 114; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2013*, side 36-37; og Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2020*, side 41 og 47.

62 Se Danmarks Nationalbank, *Årsrapport 2015*, side 16.

63 Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1988*, side 46; og Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1979*, side 49-50.

64 Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1983*, side 102; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1984*, side 97; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1985*, side 113; Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1986*, side 91; og Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1987*, side 95.

- Fra 1969 til 1978 blev guldbeholdningen bogført ved den anmeldte parikurs af kronen over for IMF.<sup>65</sup>
- I årene 1951-68 var guldbeholdningen spredt ud over flere poster på balancen og med forskellig værdiansættelse. En del af beholdningen var optaget under posten "Guldbeholdning" og værdifastsat i henhold til kronens guldværdi i møntloven af 1873 (1 kg fint guld = 2.480 kr.). Den resterende del indgik under "Fordringer på udlandet" og var værdiansat ved den anmeldte parikurs over for IMF under Bretton Woods-systemet.<sup>66</sup>

## Kontrol og revision af guldbeholdningen

Nationalbanken modtager årligt opgørelser (revisor-erklæring eller depotopgørelse) fra Bank of England og Federal Reserve Bank of New York over det guld, som Nationalbanken har deponeret i de to centralbanker. Opgørelserne anvendes i overensstemmelse med god international praksis til at bekræfte tilstedeværelsen af Nationalbankens guld på samme vis som fx depotopgørelser over obligationer.

Efter at Bank of England åbnede for muligheden af inspektionsbesøg, foretog Nationalbanken i 2014 og 2018 fysisk inspektion i Bank of England, hvor stikprøver af guldbeholdningen blev kontrolleret.<sup>67</sup> Der blev foretaget kontrol af registreringsnummer og renhed på de udvalgte guldbarrer ved at aflæse stemplet i guldbarrerne, som også blev kontrolvejjet og ultralydsscannet. Ultralydsscanning anvendes for at kontrollere, at den enkelte guldbarre består af samme materiale hele vejen igennem. Inspektionerne gav ikke anledning til bemærkninger.

<sup>65</sup> Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1979*, side 49.

<sup>66</sup> Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1968*, side 34; og Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 1969*, side 21.

<sup>67</sup> Se Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab 2014*, side 25, og siden "Nationalbankens guld" på Nationalbankens hjemmeside ([link](#)).

## UDGIVELSER



### NYT

Nyt giver et hurtigt og tilgængeligt indblik i en Analyse, et Economic Memo, et Working Paper eller en Rapport fra Nationalbanken. Nyt udkommer løbende.



### ANALYSE

Nationalbankens Analyseserie har fokus på økonomiske og finansielle forhold. Nogle af analyserne udkommer med fast frekvens, fx *Udsigter for dansk økonomi* og *Finansiel stabilitet*, der begge udkommer halvårligt. Andre analyser udkommer løbende.



### RAPPORT

Nationalbankens Rapportserie er tilbagevendende rapporter og beretninger om Nationalbankens virke. Det er fx *Årsrapport* og *Statens låntagning og gæld*.



### ECONOMIC MEMO

Economic Memo er en mellemting mellem en Analyse og et Working Paper og viser ofte forfatterens igangværende analysearbejde. Serien henvender sig primært til fagpersoner. Economic Memo udkommer løbende.



### WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde udført af ansatte i Nationalbanken og samarbejdspartnere. Serien henvender sig primært til fagpersoner og folk med interesse for den akademiske tilgang. Working Paper udkommer løbende.

Analysen består af en dansk og engelsk version.  
I tilfælde af tvivl om oversættelsens korrekthed gælder den danske version.

DANMARKS NATIONALBANK  
LANGELINIE ALLÉ 47  
2100 KØBENHAVN Ø  
WWW.NATIONALBANKEN.DK

**Kim Abildgren**  
Chefrådgiver  
[kpa@nationalbanken.dk](mailto:kpa@nationalbanken.dk)  
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK

## KONTAKT

**Teis Hald Jensen**  
Kommunikations-  
og presserådgiver  
[tehj@nationalbanken.dk](mailto:tehj@nationalbanken.dk)  
+45 3363 6066  
SEKRETARIAT  
OG KOMMUNIKATION



**DANMARKS  
NATIONALBANK**