DANSK PENGEHISTORIE 1960-1990

Af

RICHARD MIKKELSEN

DANMARKS NATIONALBANK 1993

DANSK PENGEHISTORIE
Bind 4: 1960-1990

Sats og tryk: Danmarks Nationalbank, Seddeltrykkeriet

Indbinding: Fløistrup & Baden ApS

ISBN 87-87251-03-5

Signaturforklaring

—	Nul
0	Mindre end en halv af den anvendte enhed
•	Tal kan efter sagens natur ikke forkomme
. . .	Tal foreligger ikke
*	Foreløbige eller anslåede tal
____	Databrud

Forord

I forbindelse med Danmarks Nationalbanks 150-års jubilæum i 1968 udsendtes Dansk Pengehistorie omfattende perioden 1700-1960. I anledning af 175-års jubilæet den 4. juli 1993 er dette arbejde blevet videreført med Dansk Pengehistorie 1960-1990.

De vekslende vilkår, pengepolitikken har skullet virke under, har ført til væsentlige ændringer i pengepolitikken siden 1960. Udviklingen har i høj grad været præget af de krav, der stilles til penge- og valutakurspolitikken under stigende international integration.

Efter anmodning fra Nationalbankens bestyrelse har forhenværende nationalbankdirektør Richard Mikkelsen påtaget sig at skrive denne fortsættelse af pengehistorien.

Hans E. Zeuthen

Formand for
Danmarks Nationalbanks bestyrelse
og repræsentantskab

DANSK PENGEHISTORIE 1960-1990

Af RICHARD MIKKELSEN

Indholdsfortegnelse

1. Indledning 11

2. 1960-1964 19

Økonomisk baggrund *(19)* - Samarbejdet med regeringen *(20)* - Konflikt om obligationskøb *(21)* - Den Kgl. Bankkommissær *(26)* - Likviditet og låneregler *(28)* - Kassereservebestemmelser *(31)* - Pengepolitisk stramning *(33)* - Oms og helhedsløsning *(37)* - Fortsat uligevægt *(41)* - Offentlig kapitalimport *(44)* - Nye obligationsudstedende institutter *(48)* - Styring af långivningen *(53)* - Internationale valutaforhold *(57)* - Pres mod kronen *(59)*

3. 1965-1969 63

Balanceproblemer *(63)* - Deponeringsordningen (72) - Obligationsrationeringen *(78)* - Likviditet og låneregler *(87)* - Private kundeforhold *(91)* - Kommunernes låntagning *(92)* - Indlånsrenteaftalen *(95)* - Internationale valutaforhold *(101)* - Devaluering af kronen *(106)* - Krisen maj 1969 *(113)*

4. 1970-1974 119

Konjunkturskift *(119)* - Kapitalmarkedsrådet mv. *(128)* - Udlånsloftet *(132)* - Kreditformidlingsloven *(137)* - Indlånsrenteaftalen *(141)* - Likviditet og låneregler *(143)* - Særlige engagementsforhold *(149)* - Realkreditreformen *(150)* - Institutionelle følger *(154)* - Tilsyn og selvjustits *(155)* - Ny bank- og sparekasselov *(157)* - Specialinstitutter *(160)* - Internationale valutaforhold *(162)* - Europæisk valutasamarbejde *(166)*

5. 1975-1982 171

Øget uligevægt *(171)* - Valutakursjusteringer *(179)* - Rente- og likviditetspolitik *(186)* - Udlånsloftet *(197)* - Renteregulering *(199)* - Obligationsaftaler og realkreditlov *(205)* - Aftale med forsikringsselskaber og pensionskasser *(213)* - K-lån *(215)* - Landbrugets finansieringsproblemer *(217)* - Finansieringsreform *(225)* - Indekslån *(231)* - Omlægning af rentefradrag *(238)* - Valutareform mv. *(245)* - Europæisk valutasamarbejde *(249)*

6. 1983-1990 257

Stabiliseringspolitik *(257)* - Fastkurspolitik *(262)* - Valutaliberalisering *(266)* - Rente- og likviditetspolitik *(272)* - Udlånsregulering og indlånsovervågning *(281)* - Pengepolitisk debat *(287)* - Bankkriser *(293)* - Finansiel lovgivning *(297)* - Skibs- og eksportfinansiering *(302)* - Sedler og mønt *(310)* - Nationalbankens bygning og filialer *(313)* - Internationale valutaforhold *(316)* - Europæisk valutasamarbejde *(321)* - Økonomisk og Monetær Union *(329)*

7. Børsforhold 335

Københavns Fondsbørs *(335)* - Værdipapircentralen *(338)* - Børsmæglere *(340)* - Børsetiske regler *(342)* - Futures og optioner *(345)*

8. Forsikringsselskaber mfl. 347

Forsikringsselskaber og pensionskasser *(347)* - ATP og LD *(349)* - Den Sociale Pensionsfond *(351)* - Investeringsforeninger *(354)*

9. Strukturelle forhold 357

Institutionelle ændringer *(357)* - Internationalisering *(363)* - Balancestruktur *(368)* - Brancheglidning *(372)* - Betalingsformidling *(377)* - Indtjening, tab og ressourceforbrug *(381)*

Tillæg I Nationalbankens balance og vigtigste rentesatser 1960-1990

1. Nationalbankens balance, aktiver 392
2. Nationalbankens balance, passiver 396
3. Specifikation af udlån 400
4. Danmarks internationale likviditet (officiel likviditet) 402
5. Nationalbankens mellemværender med staten 404
6. Specifikation af indlån 408
7. Specifikation af egenkapital 410
8. Nationalbankens vigtigste rentesatser 411

Tillæg II Tabeller 1960-1990

1. Realøkonomiske indikatorer 420
2. Statsfinanser 421
3. Betalingsbalance og udlandsgæld 422
4. Danmarks internationale likviditet 423

5. Registrerede private kapitalbevægelser (netto) 424
6. Specifikation af udenlandske direkte investeringer i Danmark 425
7. Specifikation af danske direkte investeringer i udlandet 426
8. Specifikation af porteføljeinvesteringer (netto) 427
9. Bankers og sparekassers udlån, beholdning af børsnoterede obligationer og aktier, indlån samt likviditetsmæssig nettostilling over for Nationalbanken og udlandet 428
10. Bankers og sparekassers mellemværender med Nationalbanken 429
11. Pengemængden 430
12. Realkreditinstitutternes låneeffektueringer 431
13. Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi samt aktieemissioner 432
14. Bankers og sparekassers effektive ind- og udlånsrenter samt effektiv obligationsrente 433
15. Kreditudvidelse til den private sektor og kommuner mv. fra forskellige finansieringskilder 434

Institutionsregister 435

Personregister 439

Sagregister 443

1. Indledning

Vilkårene for pengepolitikken var i de fleste af årene 1960-90 præget af økonomiske balanceproblemer og af de skift, der fandt sted i den økonomiske udvikling. Endvidere spillede de valutariske forudsætninger en væsentlig rolle, herunder fastkurspolitikken og liberaliseringen af kapitalbevægelserne.

De politiske omgivelser og den politiske indsats mod problemerne var naturligvis af central betydning, herunder ikke mindst evnen og viljen til styring af efterspørgslen og forbedring af konkurrenceforholdene. Der blev foretaget mange indgreb. Adskillige af dem blev benævnt ,,helhedsløsning'', selv om de ikke var det, i hvert fald ikke i den forstand, at der hermed blev tilvejebragt en mere varig forbedring. Andre gik under det mindre pretentiøse, men måske mere håbefulde navn ,,buket''.

I de blot 30 år, der dækkes af denne gennemgang, havde Danmark ikke færre end 17 regeringer. Med et par undtagelser var de alle mindretalsregeringer. Enkelte var gengangere efter valg, og adskillige havde samme regeringschef. Antallet af statsministre var derfor betydeligt færre, nemlig 6 respektive 7, hvis man medregner H. C. Hansen, der døde i februar 1960. Ellers var rækkefølgen set ud fra førstegangsudnævnelsen: Viggo Kampmann, Jens Otto Krag, Hilmar Baunsgaard, Anker Jørgensen, Poul Hartling og Poul Schlüter.

Udskiftningerne på finans- og økonomiministerposterne var flere og hyppigere. I alt 13 finansministre blev det til og 11 økonomiministre. Antallet af Kgl. Bankkommissærer lå ligeledes i dette niveau.

I 12 af de 30 år var regeringen rent socialdemokratisk. I et enkelt år – godt og vel – var det Venstre alene, der havde regeringsmagten. I de øvrige 17 år havde vi to- eller flerpartiregeringer under henholdsvis socialdemokratisk og borgerlig ledelse.

I 17 år kom statsministeren fra den socialdemokratiske lejr, i 13 år fra den borgerlige fløj.

Ledelsen i Nationalbanken var mere stabil, i hvert fald hvad angår udskiftninger. Banken havde kun 2 kgl. udnævnte direktører, nemlig Svend Nielsen og Erik Hoffmeyer. Forandringerne i den øvrige del af ledelsen var ligeledes få.

De mange ændringer på regeringsplan gav ikke større problemer for Nationalbanken, der som hovedregel havde et godt samarbejde med den til en-

hver tid siddende regering. Indimellem opstod der dog gnidninger, ja ligefrem sammenstød, men uden at samarbejdet led varig skade af den grund.

Nationalbankens ideologi var knyttet til opretholdelsen af pengeværdien, med skyldig hensyntagen til andre forhold, herunder især erhvervslivets investeringer. Politikerne havde - naturligt nok - en mere nuanceret opfattelse af mål og midler. Kontinuiteten i pengepolitikken blev imidlertid fastholdt.

Det væsentlige var den økonomiske udvikling og den politik, der blev ført - eller burde føres - i den anledning, og her var der mildt sagt nok at se til.

Som nævnt var størstedelen af perioden præget af mangel på ligevægt i økonomien. Især betalingsbalancen voldte vanskeligheder. Stigende priser og omkostninger var også et problem. Hensynet til beskæftigelsen var en vigtig politisk målsætning, men måtte efterhånden - på kort sigt - vige for løsningen af de øvrige uligevægtsproblemer. De internationale konjunkturforhold spillede selvsagt også en rolle. Ydre begivenheder som f.eks. oliekriserne i 1973 og 1979 skabte særlige vanskeligheder.

Det begyndte med en af de længste ekspansionsperioder i Danmarks økonomiske historie. Den strakte sig fra 1959 til efteråret 1973, hvor den første oliekrise gjorde en brat ende på fremgangen.

Investeringerne inden for byerhvervene steg stærkt i disse år, hvad der også var behov for. Produktionsapparatet trængte til at blive udvidet og forbedret, og der var også behov for et stort boligbyggeri. Boligstandarden trængte til forbedring, og vandringen fra land til by satte ekstra skub i boligefterspørgslen.

Men vi fik samtidig en rekordagtig serie af underskud på betalingsbalancen og opbyggede dermed en gæld til udlandet, der blev en alvorlig belastning for samfundsøkonomien og for den økonomisk-politiske bevægelsesfrihed. Den eneste undtagelse var året 1963, hvor den økonomiske vækst for en kort tid gik i stå, og hvor der fremkom et lille overskud på betalingsbalancen, et overskud, der skulle vise sig at blive det eneste i de næste 26 år.

I så godt som alle årene var stigende priser og omkostninger et stort problem.

Prioriteringen i den økonomiske politik faldt i denne periode klart ud til fordel for økonomisk vækst og beskæftigelse. Betalingsbalancen kom i anden række, selv om det ikke skortede på gode forsætter, men i den praktiske politik kom man til kort. Omkostningsstigningerne og den inflatoriske udvikling virkede naturligvis generende, men heller ikke her magtede man rigtigt at gøre noget ved det.

Statsfinanserne viste i de fleste år kasseoverskud, som var et centralt emne i den økonomisk-politiske debat. Det var en svaghed ved diskussionen, at budgettallene så bedre ud, end de egentlig var. Som følge af det forhold, at udgiftskroner i efterspørgselsmæssig sammenhæng ofte har en større tyngde

end skattekroner, kunne det være nødvendigt for staten at kræve flere penge ind, end der blev givet ud. Herudover kunne der være behov for via finanspolitikken at holde igen på efterspørgslen i den private sektor.

Under disse forhold var statens kasseoverskud ikke meget bevendt som målestok for finanspolitikkens stramningsgrad. Tværtimod kunne et tilsyneladende pænt overskud give en falsk tryghedsfornemmelse og dermed en forvredet forestilling om de faktiske forhold, og det var der en tendens til hos såvel politikere som i den offentlige debat.

Problemerne forværredes kraftigt efter den første oliekrise. Den økonomiske vækst blev væsentlig mere moderat samtidig med, at arbejdsløsheden steg. Men underskuddene på betalingsbalancen og de inflationære forhold i økonomien forsvandt ikke. Valutaproblemerne pressede sig på, og udlandsgælden voksede yderligere.

Efter et forsøg i 1975 med en ekspansiv økonomisk politik måtte tøjlerne strammes igen. Der fulgte nogle år med en klart konkurrenceevneforbedrende politik, men derefter kom hensynet til beskæftigelsen atter i forgrunden.

At dansk økonomi var sårbar kom hurtigt for dagen, når der opstod uro på valutamarkederne. I sådanne situationer kunne det politisk findes påkrævet, uanset målsætningen om faste valutakurser, at devaluere kronen, dog i de fleste tilfælde i forbindelse med andre landes valutakursjusteringer.

Fra et pengepolitisk synspunkt var det positivt, at der i midten af 1970'erne blev opnået politisk tilslutning til, at dækningen af statens finansieringsbehov – efter omsvinget på statsfinanserne fra overskud til underskud – blev foretaget i markedet ved salg af obligationer.

I størstedelen af perioden op til og med de første år af 1980'erne måtte der typisk føres en stram pengepolitik med det resultat, at Danmark fik et højt renteniveau. Dette bekom ikke alle politikere lige vel, og Nationalbanken blev derfor indimellem udsat for en hård kritik, som i visse situationer slog over i spørgsmålet om bankens selvstændighed.

Det gjorde ikke sagen bedre, når Nationalbanken anførte, at rentestigningen reelt var et resultat af mangelen på konsekvens i den øvrige økonomiske politik. Banken gjorde meget ud af at forklare, at realrenten, dvs. den nominelle rente korrigeret for prisstigninger, var lav og – korrigeret for skattefradrag – i lange perioder negativ.

Kendsgerningen var, at Nationalbanken – igennem alle årene – var opsat på ikke at føre en strammere pengepolitik end højst nødvendigt. Bankens ledelse måtte nødvendigvis reagere hurtigt på hverdagens ofte barske realiteter, ikke mindst på valutaområdet, men forsømte ingen lejlighed til at tilpasse renten nedefter, når der efter bankens opfattelse var basis herfor.

Banken kædede renteudviklingen sammen med de ,,renteufølsomme'' in-

vesteringer og den som oftest svage finanspolitik. Dette kom bl.a. til udtryk i bankens årsberetning 1967, hvori det hed, at ,,de grupper, der står som låntagere på kreditmarkedet, ikke er ligestillede med hensyn til at kunne betale en høj rente. Såvel boligbyggeriet som kommunerne og visse hjemmemarkedsindustrier har forholdsvis let ved at få dækning for høje renteudgifter, mens landbruget, eksportindustrien og de erhverv, der konkurrerer med import, ikke har de samme muligheder. Det må derfor være vigtigt at fastholde den finanspolitiske linje, således at renten atter kan komme ned på et lavere niveau''.

Først et stykke ind i 1980'erne blev der skabt robuste forhold på valutaområdet. Fastkurspolitikken fra efteråret 1982, den endelige opgivelse af dyrtidsreguleringen samt stramningen af finanspolitikken skabte tillid, men desværre i et sådant omfang, at forbruget nærmest eksploderede.

I årene 1983-85 var stemningen euforisk. I de følgende 3-4 år gik det ikke så godt. 1986 gav rekord i betalingsbalanceunderskud. Stramningen, der fulgte, satte økonomien i stå. Først omkring 1990 gik det fremad igen. Der blev opnået en tilfredsstillende udvikling i betalingsbalance- og prisforholdene. Det lange seje træk havde virket – men det *var* langt. Arbejdsløsheden blev det største problem.

De valutapolitiske forudsætninger ændredes med Danmarks deltagelse i det europæiske valutakurssamarbejde, først ,,slangen'' og senere EMS. Målsætningen for valutakurspolitikken videreførtes, men på en måde, der krævede mere aktiv deltagelse fra bankens side end under Bretton Woods-systemet. Nationalbanken lagde endvidere vægt på den disciplinerende effekt af dette samarbejde.

Samme overvejelser lå til grund for Nationalbankens støtte til liberaliseringen af kapitalbevægelser, der fik et skub fremad ved Danmarks tilslutning til EF. Nationalbanken var oprindelig modstander af for stor frihed for rent finansielle udlandstransaktioner, men gik senere stærkt ind for den fulde afskaffelse af valutarestriktionerne, der ikke hørte hjemme i en moderne, åben markedsøkonomi.

Som følge af disse forhold skiftede pengepolitikken gradvis mål og indretning. Støtten til valutakurspolitikken, finansieringen af underskuddet på betalingsbalancen og styringen af kapitalbevægelserne blev vigtige hensyn at varetage.

Midlerne i pengepolitikken var i første halvdel af 1960'erne koncentreret om de traditionelle instrumenter, dvs. diskontoen og Nationalbankens øvrige udlånssatser samt ændringer i pengeinstitutternes adgang til låntagning i Nationalbanken. Hertil kom henstillinger om at vise tilbageholdenhed i kreditgivningen, der skulle holdes inden for grænser, som var forenelige med balance i økonomien.

Det samme sigte havde man i anden halvdel af 1960'erne, men her blev de gængse pengepolitiske instrumenter - bl.a. ud fra rentemæssige overvejelser - suppleret med direkte regulering af kreditformidlingen. Det samme så man i mange andre lande. Hos os fik reguleringen det særpræg, at den baseredes på samarbejdsaftaler mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne respektive de obligationsudstedende institutter.

De direkte reguleringer videreførtes i de følgende år, men i andre iklædninger. Denne form for styring fik imidlertid mindre og mindre betydning og blev i realiteten afskaffet i 1980. Den blev aldrig en erstatning for rentepolitikken, men kun et supplement.

Overgangen til 1980'ernes markedsorienterede pengepolitik var ikke skarp. Der er ofte blevet udtrykt forundring over den pludselige forvandling i løbet af få år, men i praksis var der tale om en glidende overgang. De direkte reguleringer blev udfaset, hvorefter den rente- og likviditetspolitik, der havde været anvendt i alle årene, stod tilbage som det bærende element.

Nationalbanken engagerede sig stærkt i moderniseringen af penge- og kapitalmarkedsforholdene. Banken ydede således støtte til oprettelsen af en række finansieringsinstitutter omkring 1960 og var siden involveret i det arbejde, der gik forud for de mange reformer vedrørende penge- og realkreditinstitutterne og børsforholdene. Endvidere var det en naturlig opgave for banken at støtte moderniseringen af betalingsformidlingen.

Også Nationalbankens egen organisation og arbejdsgang blev rationaliseret i lys af udviklingen. Bankens fem filialer blev nedlagt, seddel- og checkbehandlingen stærkt forenklet, og kontororganisationen tilpasset på baggrund af liberaliseringer og ændrede arbejdsopgaver. Antallet af medarbejdere, udtrykt som heltidsbeskæftigede, androg i 1960'erne omkring 500. Efter en stigning i de følgende 10-12 år indskrænkedes medarbejderstaben igen, så man i 1990 nærmede sig niveauet 30 år tidligere. Bl.a. som følge af overtagelsen af arbejdsopgaver fra Finansministeriets Statsgældsafdeling indtraf der en vis stigning i 1991.

I udøvelsen af sine funktioner havde Nationalbanken naturligvis behov for nær kontakt med ministre, embedsmænd, tilsynene med penge- og realkreditinstitutter og med institutternes organisationer.

Samarbejdet med regeringen og centraladministrationen er omtalt i det følgende.

Forbindelsen til Tilsynet med Banker og Sparekasser fulgte af den fælles interesse for sikkerheden i banksystemet og herudover bl.a. af diskussionen omkring pengeinstitutternes daværende indlånsrenteaftale. De oprindeligt to separate tilsyn blev fra 1. juli 1963 sammenlagt til en enkelt institution, der ved fusion med Forsikringstilsynet fra 1. januar 1988 ændrede navn til

Finanstilsynet. Fra 1. januar 1990 skete der en yderligere udvidelse ved overtagelsen af Tilsynet med Realkreditinstitutter.

Forhandlingerne med pengeinstitutternes organisationer og grupperinger fandt sædvanligvis sted i Nationalbanken enten ved tilbagevendende, regelmæssige møder eller ved møder efter behov. De vigtigste organisationer var Danske Bankers Fællesrepræsentation, Danmarks Sparekasseforening, De Danske Provinsbankers Forening, Københavnske Bankers Forening af 1920 samt gruppen af de tre private hovedbanker. I 1974 dannedes Den Danske Bankforening. Foreningen blev fra 1. juli 1990 fusioneret med Danmarks Sparekasseforening under navnet Finansrådet - Danske Pengeinstitutters Forening.

I sidste halvdel af 1960'erne blev der ført mange forhandlinger med realkreditinstitutternes daværende organisationer - de stående fællesudvalg for henholdsvis kreditforeningerne og hypotekforeningerne. I 1970'erne blev forhandlingspartneren Realkreditrådet, der ved stiftelsen i marts 1972 overtog de opgaver, der tidligere havde påhvilet de to fællesudvalg samt fællessekretariatet for de obligationsudstedende fonde og finansieringsinstitutter.

Den følgende gennemgang vil blive holdt på det deskriptive plan, men således, at de mange begivenheder er givet en indramning, så de - forhåbentligt - kommer til at tale for sig selv.

De første kapitler dækker fem perioder, nemlig årene 1960-64, 1965-69, 1970-74, 1975-82 og 1983-90. Der er selvfølgelig intet skarpt skel mellem disse perioder, men som følge af ændringerne i de økonomiske forudsætninger og i pengepolitikkens udformning forekommer denne opdeling naturlig.

Derefter følger tre kapitler vedrørende børsforhold, forsikringsselskaber mfl. og strukturelle forhold, dvs. områder, der også i høj grad har Nationalbankens interesse.

I tillæg I er vist en oversigt over Nationalbankens balance og vigtigste rentesatser fra 1960 til 1990. Tillæg II indeholder tabeller til illustration af udviklingen i centrale økonomiske og finansielle størrelser i disse år.

For så vidt angår detaljer vedrørende pengepolitikkens udformning henvises til Nationalbankens årsberetninger og kvartalsoversigter samt til to af Nationalbanken i december 1972 og december 1978 udgivne publikationer om de penge- og valutapolitiske instrumenter i Danmark.

Ud over de redegørelser for penge- og valutapolitikken, der indeholdes i årsberetninger og kvartalsskrifter, kan der endvidere henvises til en oversigt fra november 1986 over bidrag fra Nationalbankens side til den pengepolitiske debat i form af foredrag, artikler og kronikker etc. I dette materiale, der dækker perioden fra 1965 til november 1986, er der gengivet udvalgte uddrag af, hvad der må anses for væsentlige synspunkter. I 1991 udgav Natio-

nalbanken en koncentreret gennemgang af bankens ,,Funktion og opgaver som centralbank''.

Den følgende fremstilling er hovedsagelig baseret på Nationalbankens årsberetninger mv., bankens direktionsprotokoller, arkivmateriale i banken samt bankens referater af møder med ministre, pengeinstitutternes organisationer etc. Udviklingen er således illustreret ,,set gennem Nationalbankens vinduer''.

2. 1960-1964

Økonomisk baggrund

I 1960'erne opstod der stigende balanceproblemer, men i de første år var vanskelighederne endnu overskuelige.

Presset i økonomien var stærkt. Efterspørgslen var stor overalt. Ikke mindst investeringerne forøgedes stærkt, og aktiviteten på bygge- og anlægsområdet var særdeles høj. Også det private forbrug steg kraftigt. Samtidig havde industrieksporten gunstige vilkår som følge af favorable europæiske konjunkturforhold. Gælden til udlandet var endnu ikke særlig stor, og i international sammenhæng var inflationen ikke særlig afskrækkende.

Den økonomiske vækst var i hvert af årene 1960-62 af størrelsesordenen 5-6 pct., og med en ledighed på under 2 pct. af arbejdsstyrken var der mangel på arbejdskraft på store dele af arbejdsmarkedet. Der var især knaphed på faglært arbejdskraft inden for bygge- og anlægssektoren. I sommeren 1960 kom ledigheden så langt ned som på 10-15.000 personer, et tal, der i lys af senere erfaringer forekommer næsten uvirkeligt.

Indkomsterne fik et stærkt løft, men ikke uden dramatik. Arbejdsnedlæggelser var hyppige i 1960, og overenskomstforhandlingerne i foråret 1961 blev præget af sammenbrud, strejker, lockouter og regeringsindgreb. I kraft af overenskomstforhøjelser, dyrtidstillæg og lønglidning steg timelønnen inden for industrien med 12 pct. i 1961 og 10 pct. året efter. Også tjenestemændene fik betragtelige lønforhøjelser, og landbruget fik reguleret dets indkomster ved kompensationer af forskellig art.

Forbrugerpriserne, der havde været nogenlunde i ro i 1960, steg stærkt i de følgende to år. Fra januar 1961 til januar 1963 blev stigningen på i alt ca. 15 pct.

Virkningen udeblev ikke for så vidt angår betalingsbalancen. Eksporten steg, men importen steg endnu mere, således at resultatet blev en klar forringelse af de løbende poster, jf. omstående tabel 2.1. I forhold til bruttonationalproduktet steg underskuddet fra 1 pct. i 1960 til over 3 pct. i 1962. Den internationale likviditet, der ved udgangen af såvel 1959 som 1960 udgjorde ca. 2,0 mia.kr., næsten halveredes i løbet af de følgende to år. Den svarede ved udgangen af 1962 til ca. 1 måneds import, hvilket var en uhyggelig lav reservestilling sammenlignet med den tids internationale norm på mellem 3 og 6 måneders import.

Tabel 2.1 Betalingsbalance, kapitalbevægelser og international likviditet

	Betalingsbalancens løbende poster	Registrerede kapitalbetalinger		Uregistrerede kapitalbevægelser samt fejl og udeladelser	Ændringer i Danmarks internationale likviditet[1])	Danmarks internationale likviditet ultimo[2])
		Private	Offentlige			
	Milliarder kroner					
1960	- 0,4	0,2	0,0	0,0	- 0,2	1,9
1961	- 0,8	0,4	0,2	0,0	- 0,2	1,7
1962	- 1,7	0,3	0,4	0,4	- 0,6	1,2
1963	0,2	0,5	0,8	0,2	1,7	2,9
1964	- 1,4	0,3	0,8	1,1	0,8	3,7

Danmarks Nationalbank.
[1]) Ekskl. kursregulering.
[2]) Nationalbankens og bankernes nettovalutastilling, Nationalbankens guldbeholdning og nettomellemværendet med Den Internationale Valutafond.

Nationalbanken var stærkt kritisk over for udviklingen på betalingsbalancen og i lønninger og priser. Banken havde især opmærksomheden rettet mod den høje bygge- og anlægsaktivitet, som man betragtede som arnestedet for uligevægtsproblemerne. For nationalbankdirektør Svend Nielsen, der havde en fortid som forretningsfører i Arbejdernes Andels-Boligforening og dermed havde et ganske godt kendskab til byggebranchen, blev det ligefrem en kæphest at pege på de ulykker, der stammede herfra.

Indkomstpolitikken, i det omfang man kunne tale om en sådan, var i de første år begrænset til formaninger, som der til gengæld var mange af.

Det blev under disse forhold en selvfølgelig opgave for pengepolitikken at bidrage til at fjerne overefterspørgslen i økonomien. I første halvdel af 1960'erne var midlerne hertil diskontoen, dvs. rentepolitikken, likviditetspolitikken over for bankerne samt henstillinger til pengeinstitutterne om at vise mådehold i kreditgivningen.

Samtidig søgte Nationalbanken i sine offentlige udtalelser og i sine forhandlinger med regeringen at skabe forståelse for en stabilitetsorienteret økonomisk politik.

Samarbejdet med regeringen

Det vigtigste forum for sådanne drøftelser var de møder, som med visse mellemrum eller ved specielle lejligheder blev afholdt mellem Nationalbankens direktion og en kreds af ministre, heriblandt statsministeren, finansministeren, økonomiministeren og handelsministeren.

I begyndelsen af 1960 blev disse møder lagt ind i fastere rammer ved etablering af de såkaldte topmøder, dvs. i princippet månedlige møder, hvor også enkelte departementschefer normalt var til stede.

Denne formalisering lå helt på linje med datidens samordningsbestræbelser, som i 1962 førte til oprettelsen af Det Økonomiske Råd. Samordning var en mærkesag specielt for Det Radikale Venstre, og det var derfor helt naturligt for økonomiminister Bertel Dahlgaard at skilte med denne „nydannelse" ved Det Radikale Venstres grundlovsfest på Krogerup Højskole i juni 1960[1]).

Det første topmøde fandt sted den 22. april 1960[2]). Der var naturligvis samtidig hyppig kontakt på minister- og embedsmandsniveau i konkrete sager og på individuel basis.

Emnerne for møderne spændte vidt f.eks. fra gensidig orientering og vurdering af den generelle økonomiske situation til konkrete finans- og pengepolitiske spørgsmål. Udviklingen i de internationale valutaforhold og betydningen heraf for den danske valutapolitik var ligeledes et hyppigt samtaleemne.

Man befandt sig endnu i trekantregeringens tid, dvs. den regering, der hvilede på Socialdemokratiet, Det Radikale Venstre og Retsforbundet. Efter H. C. Hansens død i februar 1960 blev Viggo Kampmann udnævnt til statsminister, men beholdt samtidig finansministerposten indtil slutningen af marts, hvor regeringen blev ommøbleret. Ved denne lejlighed udnævntes Kjeld Philip til finansminister. Han havde hidtil varetaget porteføljen som handelsminister. Bertel Dahlgaard var som nævnt økonomiminister.

Samarbejdet foregik som altovervejende hovedregel i en fordragelig atmosfære, men indimellem opstod der spændinger. Der kunne naturligvis være forskelle i opfattelsen af behovet for indgreb, men var der principper involveret, kunne det slå gnister.

I 1960 opstod der fire episoder af denne art, oven i købet nogenlunde samtidigt, nemlig i månederne februar, marts og april.

Konflikt om obligationskøb

De første sammenstød skyldtes regeringens ønske om, at staten selv skulle deltage i neutraliseringen af den likviditetsmæssige effekt af statens kasseoverskud. Efter Nationalbankens opfattelse ville der i så fald klart blive flyttet grænsepæle på Nationalbankens bekostning. Staten ønskede med andre ord at drive rentepolitik, et domæne, som Nationalbanken betragtede som sit og derfor forsvarede med næb og kløer.

Et par år forinden havde man været på kollisionskurs i en lignende sag. Dengang var problemet pgf. 3 i lov om boligbyggeri af 27. december 1958. Med denne bestemmelse fik finansministeren bemyndigelse til at foretage

---

[1]) Jf. referat i Skive Folkeblad den 8. juni 1960.

[2]) Mange år senere antog samarbejdet mere uformelle former i skikkelse af frokostmøder i Nationalbanken.

opkøb og gensalg af obligationer inden for nettobeløb fastsat på de årlige finanslove. Man ønskede hermed, som det blev sagt, at sikre mulighed for stabile finansieringsvilkår for nybyggeriet.

Dette udløste en heftig reaktion fra Nationalbankens side. Banken fik foranlediget en vis opblødning af det oprindelige forslag, og der blev fastlagt en ramme for de mulige årlige opkøb på 250 mill.kr. Rammen blev dog ikke udnyttet, inden tidsfristen for bemyndigelsen udløb i april 1963.

I 1960 opstod der tre lignende tilfælde. Især Svend Nielsen tog disse forsøg ilde op. Han var tilhænger af et tættere og mere formaliseret samarbejde med regeringen, men fandt det så til gengæld uforståeligt, at regeringen uden forudgående konsultationer tog initiativer, der trådte Nationalbankens pengepolitiske interesser for nær. Nogenlunde sådan udtrykte han det over for de pågældende ministre.

Ud over det formelle i sagen, dvs. spørgsmålet om „retten" til at optræde på obligationsmarkedet, var der samtidig principielle forskelle i opfattelsen af rentens rolle.

Som nævnt var det Nationalbankens vurdering, at de økonomiske problemer i væsentlig grad skyldtes den overophedede byggesektor, og at man derfor ikke skulle svække renten som regulerende instrument. Regeringen, derimod, var optaget af at undgå stigning i arbejdsløsheden, uanset den åbenbare mangel på arbejdskraft, og så derfor ikke med blide øjne på tendenser til rentestigning.

Tabel 2.2 Statens drifts-, anlægs- og kapitalbudget

Finansår (april/april)	Drifts- og anlægs-budget	Kapital-budget	Kasse-overskud
	Millioner kroner		
1959-60	978	- 683	295
1960-61	1.138	- 792	346
1961-62	271	- 865	- 594
1962-63	772	- 599	173
1963-64	976	- 355	621
1964-65	1.324	- 202	1.122

Det Økonomiske Sekretariat, Statsfinanserne 1970-71.

Som det fremgår af tabel 2.2, havde staten kasseoverskud i alle årene med undtagelse af finansåret 1961-62, og spørgsmålet var, i hvilket omfang og på hvilken måde den heraf følgende likviditetsopsugning burde imødegås.

Såvel Viggo Kampmann som Kjeld Philip fandt det uønskeligt, at statsfinanserne virkede renteforhøjende. Det var måske naturligt, at betalingsbalanceunderskuddet fik lov til at slå igennem på likviditetsforholdene, men det

ville være for meget, hvis også kasseoverskuddet gjorde det. Dette kunne undgås, hvis enten Nationalbanken eller staten købte obligationer i markedet.

Denne tanke faldt imidlertid ikke i god jord i Nationalbanken, der fandt en automatisk sammenkædning af kasseoverskud og obligationskøb forkert. Bevægelser specielt i den lange rente kunne skyldes mange andre forhold end ændringer i likviditeten som følge af svingninger i statens kassestilling.

Banken henviste i stedet til sin almindelige likviditetspolitik, der om nødvendigt kunne opfange for kraftig en stramning. Endvidere var man af principielle grunde stærkt imod, at staten skulle engagere sig. Man fandt, at dette ville være et indgreb i Nationalbankens pengepolitiske rettigheder og forpligtelser ifølge nationalbanklovens pgf. 1, hvorefter banken har til opgave „at opretholde et sikkert pengevæsen her i landet samt at lette og regulere pengeomsætning og kreditgivning".

Den *første* konflikt af denne art opstod i forbindelse med Finansministeriets planer om at få genoptaget udstedelsen af *skatkammerbeviser* eventuelt suppleret med udstedelse af andre korte statspapirer.

Staten havde tidligere udstedt skatkammerbeviser, men var ophørt hermed i november 1957. Nogle måneder senere opfordrede Nationalbanken finansministeren til at genoptage denne praksis, men det ønskede han ikke. Dette var en medvirkende årsag til, at Nationalbanken i juni 1958 begyndte at udstede 3-måneders indlånsbeviser.

Det initiativ, der nu forelå, havde imidlertid efter Nationalbankens opfattelse et rent pengepolitisk sigte og blev set som led i Viggo Kampmanns bestræbelser på at begrænse Nationalbankens pengepolitiske opgaver. Nationalbanken søgte derfor ved samtaler dels med Kampmann selv, dels med økonomiminister Bertel Dahlgaard at forpurre sagen, hvilket også lykkedes. En høringsskrivelse af 15. februar 1960 med udkast til lovforslag blev herefter henlagt ubesvaret.

Det *andet* tilfælde opstod ligeledes i februar 1960, da Nationalbanken bemærkede en påfaldende kraftig efterspørgsel i obligationsmarkedet. For at undgå for abrupte kursstigninger intervenerede banken i markedet ved salg af obligationer.

En undersøgelse viste, at det var *Postgiroen*, der var køber via et herværende vekselererfirma, vist nok R. Henriques jr. Nationalbanken blev ilde berørt over denne mangel på koordination mellem offentlige instanser og rettede omgående en henvendelse herom til finansministeren. Viggo Kampmanns umiddelbare reaktion var, at han intet kendte til sagen, men han ville forhøre sig hos Finansministeriets departementschef, Ejnar Dige, der sad i bestyrelsen for Postgirofonden. Nogle dage senere meddelte Viggo Kampmann tilbage, at købene var standset.

Efter pres fra Nationalbanken kom der et møde i stand ind i marts med en bredere kreds af ministre. Viggo Kampmann gav her en mere fyldig redegørelse og udtrykte samtidig håbet om, at mødet måtte blive optakt til regelmæssige forhandlinger (jf. foran om topmøderne), således at regering og Nationalbank fulgte samme linje i den økonomiske politik.

Sagen affødte et spørgsmål i Folketinget til finansministeren af folketingsmedlem Poul Møller, Det Konservative Folkeparti, der ønskede at vide, om ministeren havde været bekendt med eller samtykket i Postgirofondens opkøb af obligationer. Viggo Kampmann svarede, at han ikke før købet havde rådført sig med Nationalbanken, men „da vi så, at købet påvirkede markedet, standsede vi det". Og endvidere „Der er jo mange statsinstitutioner, der køber obligationer fra tid til anden, og at forhandle med Nationalbanken om enhver transaktion på dette område tror jeg ikke vil være praktisk. Med hensyn til Postgirofonden har vi aftalt med Nationalbanken, at købene skal foregå mere jævnt i fremtiden"[1]).

Det *tredje* tilfælde vedrørte også regeringens ønske om at fjerne trykket på likviditeten af statens kasseoverskud. Dette førte til, at staten i marts 1960 – meget mod Nationalbankens vilje – fik bemyndigelse til ekstraordinær indfrielse af statsgælden med 250 mill.kr. ved *opkøb af obligationer i markedet.* Bemyndigelsen, der blev givet ved et ændringsforslag til finansloven for 1960-61, blev gentaget i marts 1961 og i marts 1962, men gled derefter ud.

På foranledning af finansudvalget udtalte Nationalbanken sig ved hvert af disse forslag om sit principielle syn på sagen. Det blev herunder præciseret, at likviditetsregulering påhvilede Nationalbanken ifølge nationalbankloven.

Endvidere henvistes der til bankens årsberetning for 1959, hvori det var anført: „Skulle der vise sig tegn til, at likviditeten er ved at blive utilstrækkelig, vil Nationalbanken gennem sin kreditgivning til pengeinstitutterne og sin regulerende indgriben på obligationsmarkedet afbøde dette. En sådan pengepolitisk indsats, der naturligvis må tage hensyn til valutastillingen, kan smidigt tilpasses den skiftende udvikling til sikring af investering og beskæftigelse".

Endelig blev det nævnt, at såfremt hensigten var at få nedbragt statsgælden, kunne Nationalbanken anbefale, at dette skete ved ekstraordinære afdrag på statens reguleringskonto i Nationalbanken[2]).

---

[1]) Folketingstidende 1959-60 II, sp. 4028-4031.

[2]) Statens mellemværender med Nationalbanken blev forenklet pr. 31. marts 1960. Pr. denne dato overførtes indeståendet på „Finansministeriets konti i henhold til særlige love", 914 mill.kr., til Finansministeriets løbende konto. Samtidig blev „Statens Reguleringskonto", der repræsenterede den ikke afviklede del af udgifterne ved den tyske besættelse under anden verdenskrig, og som oprindelig androg ca. 8 mia.kr., nedbragt med 44 mill.kr. til 2,8 mia.kr., og kontoen blev herefter betegnet som „Statsforskrivning i henhold til lov af 19. december 1959".

I marts 1962 kunne Nationalbanken som et yderligere argument tilføje, at statsfinanserne ikke længere virkede indskrænkende på likviditeten, men tværtimod forøgende.

Under debatten i Folketinget den 22. marts 1961 om opkøbsbemyndigelsens fornyelse (havde stadig form af ændringsforslag til finansloven) udtalte folketingsmedlem Holger Brodthagen, Socialdemokratiet, at „ændringsforslaget har den indirekte betydning, at Nationalbanken ved flere lejligheder i fjor, da det kneb lidt med likviditeten, var villig til at „give pote", og det er jo ikke sikkert, at man ville have været så villig, hvis man ikke netop havde haft denne mulighed hængende over hovedet"[1]).

Kjeld Philip tog afstand fra denne formulering, idet han sagde: „Jeg føler trang til at bemærke, at dette er udtryk for en opfattelse, som jeg ikke helt synes svarer til det, der faktisk foreligger. Samarbejdet med Nationalbanken har i det sidste års tid - også før den tid, men jeg kender måske mere til det i det sidste års tid - været særdeles godt. Der føres regelmæssige forhandlinger med Nationalbanken og praktisk taget altid i en yderst venskabelig form og med stor enighed om de pengepolitiske og i et vist omfang også de finanspolitiske foranstaltninger, der træffes".

Han tilføjede: „Jeg skal gerne benytte lejligheden til at bekræfte det, jeg fremhævede over for Finansudvalget, nemlig at denne bemyndigelse kun vil blive anvendt efter en forudgående forhandling med Nationalbanken, og denne forhandling vil komme til at omfatte såvel beløbets størrelse som den form, hvorunder opkøbene vil finde sted"[2]).

At der var tale om en mærkesag for regeringen fremgår klart af de udtalelser, der blev fremsat, efter at regeringen havde fået sit forslag igennem i marts 1960.

Såvel Svend Nielsen som Kjeld Philip deltog i Danmarks Sparekasseforenings årsmøde den 1. maj 1960. Mens Svend Nielsen var optaget af de forudgående måneders valutatab og endnu en gang advarede imod, at efterspørgslen fik lov til at løbe løbsk, beskæftigede Kjeld Philip sig - ifølge referat i dagbladet Politiken den 2. maj 1960 - med den pengestramning, der var i vente fra valutaunderskud og statsoverskud, og sagde: „I løbet af et par måneder kan disse kræfter blive så stærke, at der må tages skridt i modsat retning. Ikke i form af kreditlettelse, men for at modvirke noget af den stramning, der sker af sig selv gennem valutanedgangen. - Selv om vi altså har nogle problemer ... kan jeg bedre lide de problemer, der skyldes for stor beskæftigelse end dem, der skyldes for lille beskæftigelse". Han var i øvrigt enig i, at yderligere forøgelse af forbruget ikke var på sin plads.

Ved fremsættelsen af finanslovsforslaget for 1961/62 den 26. oktober 1960

---

[1]) Folketingstidende 1960-61, 2. samling I, sp. 2336.
[2]) Anf.st., sp. 2356-2357.

kom Kjeld Philip igen ind på denne problemstilling, idet han udtalte, at „Det kasseoverskud, vi forventer næste år, vil yderligere kunne føre til en stramning af pengemarkedet. Selv om dette under de foreliggende økonomiske forhold ikke ubetinget kan anses for uheldigt, vil det dog nok være rimeligt at have dette forhold for øje og at være rede til en imødegåelse heraf, f.eks. ved yderligere tilbagebetaling af statens obligationsgæld til borgerne"[1]).

Bertel Dahlgaard anlagde samme linje i sin tale i Folketinget den 10. marts 1961 ved forelæggelsen af Den Økonomiske Årsoversigt. Efter nogle bemærkninger om nødvendigheden af at udvise et vist mådehold i de økonomiske dispositioner, om værdien af at sikre et omfattende boligbyggeri og om indflydelsen af overenskomstforhandlingerne, udtalte han, at „Det vil være af stor betydning at undgå en stramning af den offentlige pengepolitik"[2]).

Disse gnidninger forsvandt efterhånden. Nationalbanken beholdt det korte pengemarked som sit domæne, og der opstod et fornuftigt samarbejde om Postgiroens obligationskøb. Og da opkøbsbemyndigelsen ophørte, var dette principielle spørgsmål ude af verden. Reelt blev betydningen lille. Af arkivmateriale i Nationalbanken fremgår det, at bemyndigelsen kun blev benyttet i meget begrænset omfang, og - så vidt det kan ses - kun i finansåret 1960-61.

Lysten til at tage livtag med Nationalbanken om dens særlige stilling i samfundet var dog ikke overstået hermed, jf. herom senere.

Den Kgl. Bankkommissær

April-episoden, der var af en anden karakter end de øvrige, skyldtes regeringens ønske om at ændre det ressortmæssige tilknytningsforhold for Den Kgl. Bankkommissær. Sagen, som efterfølgende kan forekomme triviel, blev dengang betragtet med stor alvor, i hvert fald af visse kredse i Nationalbanken.

Det er Den Kgl. Bankkommissærs opgave at føre tilsyn med, at Nationalbanken opfylder sine forpligtelser ifølge nationalbankloven og de i henhold til loven udfærdigede bestemmelser. Den Kgl. Bankkommissær fører forsædet i repræsentantskabet, og han har adgang til at deltage i bestyrelsens møder og til at begære sig oplysninger meddelt om bankens forhold i det omfang, han ønsker dette. Der kan ikke træffes afgørelser af særlig vidtrækkende karakter i et bestyrelsesmøde, hvor Den Kgl. Bankkommissær ikke er til stede, medmindre han forud er underrettet om, at sagen skal behandles på mødet.

Endvidere skal Den Kgl. Bankkommissær samt finansministeren oriente-

---

[1]) Folketingstidende 1960-61, 1. samling, sp. 662.
[2]) Folketingstidende 1960-61, 2. samling I, sp. 1998-1999.

res forud for direktionens beslutning om diskontoændringer. Begge kan deltage i forhandlingerne herom, men uden at have stemmeret ved afgørelsen.

Alt dette fremgår af nationalbankloven af 7. april 1936 og af bankens reglement af 1. april 1942.

Den Kgl. Bankkommissær er således det formelle, politiske binde- og kontaktled mellem Nationalbanken og regeringen og derfor en for Nationalbanken vigtig person.

I begyndelsen af 1960 var Kjeld Philip som handelsminister tillige Kgl. Bankkommissær. Dette var helt i overensstemmelse med loven og mangeårig praksis, men efter Viggo Kampmanns overtagelse af statsministerposten blev der ændret på dette forhold. Som nævnt blev Kjeld Philip ved denne lejlighed udnævnt til finansminister. Problemet var, at lovgivningen vedrørende Nationalbanken samtidig blev overført fra Handelsministeriet til Finansministeriet, således at Kjeld Philip beholdt posten som Kgl. Bankkommissær.

Viggo Kampmann havde åbenbart en fornemmelse af, at dette ikke ville falde i god jord i Holmens Kanal. Han ringede til nationalbankdirektør Svend Nielsen og orienterede ham om den trufne beslutning, men tilføjede, at han absolut var imod, at der skulle opstå yderligere konflikt med Nationalbanken.

Svend Nielsen tog det udadtil roligt, og det samme gjorde hans direktørkollega Frede Sunesen, hvorimod nationalbankdirektør S. Hartogsohn var meget betænkelig såvel ud fra juridiske som historiske grunde. Han så for sig en manøvre, der reelt ville indebære en ændring af nationalbankloven. Nationalbankens formand, J. A. Kørbing, visse af repræsentantskabets medlemmer samt bankens bestyrelse blev involveret, men resultatet blev, at man tog overflytningen til efterretning. Hvad kunne man næsten ellers?

Sagen førte til, at folketingsmedlem Henry Christensen, Venstre, den 20. april 1960 rettede et spørgsmål i Folketinget til statsministeren om grunden til den trufne disposition, hvortil Viggo Kampmann bl.a. svarede, at ændringen var „foretaget med henblik på at styrke samarbejdet mellem finansministeren og Nationalbanken og vedrører ikke Nationalbankens selvstændige stilling"[1]).

Efter folketingsvalget i november 1960 gled Retsforbundet ud af regeringen, og Viggo Kampmann dannede en socialdemokratisk-radikal regering. I september 1961 trak undervisningsminister Jørgen Jørgensen og økonomiminister Bertel Dahlgaard sig tilbage på grund af alder. I den rokade, der fulgte, skiftede Kjeld Philip fra finansministerposten til posten som økonomiminister. Hans R. Knudsen rykkede fra Indenrigsministeriet til Finansministeriet. Hilmar Baunsgaard udnævntes til handelsminister.

---

[1]) Folketingstidende 1959-60 III, sp. 4972.

Kjeld Philip tog hvervet som Kgl. Bankkommissær med sig til Økonomiministeriet, hvor det siden kom til at hvile trygt og godt.

Likviditet og låneregler

Nationalbanken var ikke upåvirket af de politiske ønsker om dæmpning af renten. For at afbøde de værste virkninger af likviditetsstramningen genåbnede Nationalbanken således i maj 1960 for pengeinstitutternes og fondsbørsvekselerernes adgang til at belåne børsnoterede værdipapirer i Nationalbanken. Endvidere blev Nationalbanken senere særdeles aktiv ved interventionskøb i obligationsmarkedet og skar dermed i realiteten toppen af rentestigningen.

Med genindførelsen af *belåning af obligationer* opnåedes der en smidiggørelse af de hidtil gældende låneregler samtidig med, at der blev tilvejebragt en tiltrængt forenkling. Lånereglerne var efterhånden blevet meget komplicerede som følge af genbelåning af specielle kreditter, f.eks. eksportkreditter og skibspantebreve samt i visse perioder byggelån og kornlån. Det lykkedes for en tid at få fjernet de fleste af disse selektive låneordninger.

Belåningsrenten blev fastsat til 1 pct. over diskontoen og belåningsprocenten til 70 pct. af køberkursen. Obligationer udstedt af Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, de tre nyetablerede boligfonde samt – fra efteråret 1960 – Dansk Landbrugs Realkreditfond kunne som hidtil belånes til 85 pct. som en form for støtte til disse nydannelser på kapitalmarkedet[1]). Som en generel regel blev det fastsat, at renten ligesom ved rediskontering af veksler normalt skulle beregnes for en periode på mindst 10 dage. Der blev hermed sat en stopper for en for ivrig udnyttelse af den nye lånefacilitet.

Intradekreditter, der posteredes under kontokurant, var fortsat den foretrukne låneform, jf. tabel 2.3. Disse kreditter, der var kortfristede lån på værdipapirer i forbindelse med pengeinstitutternes overførsel af skatte- og afgiftsbetalinger mv. til statens løbende konto i Nationalbanken, forrentedes med 1 pct. under diskontoen. Der kunne højst lånes et beløb svarende til de pågældende betalinger, og løbetiden kunne højst andrage to uger. De gunstige lånevilkår var kompensation for bankernes administrationsomkostninger ved modtagelse og viderebefordring af disse betalinger[2]).

Nationalbankens 91-dages *indlånsbeviser*, der som nævnt foran blev indført i 1958, kunne kun erhverves af pengeinstitutter og fondsbørsvekselerere, men var ellers frit omsættelige. Bevisernes pålydende rente blev fastsat under hensyntagen til såvel indenlandske forhold som forholdene på de internationale

---

[1]) Obligationer udstedt af Færøernes Realkreditinstitut kunne belånes på tilsvarende vilkår.
[2]) Intradeordningen blev i alt væsentligt ophævet fra sommeren 1990.

Tabel 2.3 Nationalbankens udlån

Ultimo	Veksler på indlandet	Lån på indlånsbeviser	Lån på kreditbeviser	Lån på obligationer og aktier	Kontokurant mv.	I alt
	Millioner kroner					
1959	37	185	•	0	300	522
1960	63	112	•	70	339	584
1961	103	196	8	46	333	686
1962	176	324	8	157	427	1.092
1963	62	92	8	26	285	473
1964	154	116	17	169	357	813

Danmarks Nationalbank.
Anm.: Inkl. mindre beløb udlånt til andre end banker og sparekasser.

pengemarkeder. De kunne belånes med 100 pct. til diskonto og var derfor ligeledes hyppigt anvendt som likviditets- og belåningsobjekt.

I september 1960 blev der indført en ordning, som skulle gøre det lettere for bankerne at finansiere store og lange eksportkreditter ved i Nationalbanken at få dem konverteret til omsættelige, af Nationalbanken udstedte *kreditbeviser*, der kunne sælges i markedet eller belånes i Nationalbanken. Beviserne, der dækkede den del af eksportkreditten, der afvikledes mere end to år – men højst fem år – efter varens levering, fik en pålydende rente på oprindelig 5½ pct. og kunne, efter nærmere fastlagte regler, belånes i Nationalbanken til 85 pct. af deres pålydende. Kreditbevisordningen, der havde stor politisk bevågenhed, fik ikke større betydning i praksis.

Som nævnt benyttede Nationalbanken lejligheden til at slippe af med nogle af de *selektive belåningsordninger*, men som altid, når man fjerner begunstigelser, kom dette ikke til at gå stille af. Mens eksportfinansieringen blev tilgodeset gennem kreditbevisordningen, og skibspantebrevene senere afløstes af lånemulighederne i Skibskreditfonden, blev landbruget fortørnet over Nationalbankens afvisning af yderligere særordninger.

I foråret 1960 gav banken afslag på at indføre en almindelig adgang for genbelåning af lån til tørkeramte landmænd, og i efteråret afvistes en ordning for genbelåning af brødkornslagre. I drøftelserne med Landbrugsministeriet om disse spørgsmål henviste Nationalbanken til, at tidligere tilsvarende ordninger kun var blevet udnyttet i ringe omfang, og at der ikke var grund til at forvente, at dette ville ændre sig i 1960. Der var i øvrigt tale om finansieringsopgaver, som banker og sparekasser selv burde kunne klare. Dette var en art subsidiaritetsprincip, som Nationalbanken lagde stor vægt på. Landbrugsminister Karl Skytte og bag ham regeringen var enig i denne vurdering.

Efter således at have afvist landbrugets ønsker, fremkom nationalbankdirektør Svend Nielsen i en tale i Studenterforeningen den 28. november 1960 under titlen „Kan vi bevare de gode tider?" ydermere med nogle kritiske bemærkninger om de prisforhøjende virkninger af de korn- og smørordninger, der var gennemført for landbruget.

Dette blev for meget for landbrugets topfolk. I sin afskedstale ved Landbrugsrådets ordinære halvårsmøde den 14. december 1960 udtalte gårdejer Hans Pinstrup[1]), at det virkede skuffende, „at selv nationalbankdirektør Svend Nielsen ikke synes at forstå hele landbrugssituationen, forholdene, vi eksportmæssigt møder udadtil og omkostningsstigningerne indadtil. ... Virkelighedsfjern ønsketænkning er farlig i en situation som den, dansk landbrug befinder sig i".

Et tilfælde af en helt anden karakter opstod omkring årsskiftet 1960/61, da *Landmandsbanken* kom ud for en kortvarig, men anstrengt likviditetsklemme. Årsagen var, at trækkene på bankens udlån forøgedes kraftigt samtidig med, at indlånene faldt. Altså en situation, der nok kan give enhver bankleder kuldegysninger.

Bankens førstedirektør, Poul Ingholt, henvendte sig i december 1960 til Svend Nielsen og bad om en særordning, hvad Nationalbanken ikke umiddelbart var indstillet på. Man henviste i stedet banken til at skaffe sig likviditet gennem rediskontering af en del af sin store vekselbeholdning. Dette brød Landmandsbanken sig til gengæld ikke om. Rediskontering af veksler skulle fremgå af bankens offentliggjorte balance, og banken ønskede ikke som den eneste af de private hovedbanker at vise, at man måtte gå så vidt som til at anvende denne udvej. Nationalbanken gjorde det imidlertid til en forudsætning for støtte, at banken først gjorde brug af rediskonteringsmuligheden. Dette blev så accepteret.

Selv om Landmandsbanken på ingen måde var i fare, fandt Nationalbanken det nødvendigt at give en orientering om sagen til finansminister Kjeld Philip i hans egenskab af Kgl. Bankkommissær og handelsminister Lars P. Jensen som politisk ansvarlig for banklovgivning og banktilsyn.

På baggrund af denne begivenhed henvendte Nationalbanken sig til Handelsministeriet og foreslog, at bankernes gæld til Nationalbanken, der blev „skjult" under passivposten „Indenlandske banker og sparekasser", fremover blev vist på den offentliggjorte balance under „kreditter og lån". Bankerne havde i mange år haft dispensation fra en gammel regel om, at „Indenlandske banker og sparekasser" skulle opdeles i „indskud" og „kreditter og lån".

Det var Nationalbankens opfattelse, at bankerne næppe ville have anspændt deres likviditet så hårdt, hvis denne sondring var blevet opretholdt og

[1]) Blev afløst på formandsposten af folketingsmedlem, gårdejer Anders Andersen.

deres låntagning således vist særskilt. Bankerne strittede naturligvis imod. De hævdede, til dels med støtte hos bankinspektør Arne Eken, at det var vanskeligt at opstille fornuftige kriterier for en sådan opdeling.

Under et møde i Nationalbanken i februar 1961 erklærede departementschef Otto Müller og afdelingschef P. Villadsen, Handelsministeriet, sig principielt enige i, at dispensationen, der var givet under andre forudsætninger, burde ophæves. Dette skete herefter i maj 1961, dog med en vis overgangsordning.

Som omtalt senere var pengeinstitutterne tilsyneladende indstillet på at imødekomme en stigende låneefterspørgsel, selv om dette medførte en forøgelse af deres gæld til Nationalbanken, men gælden skulle åbenbart helst ikke fremstå alt for klart.

Nationalbankens obligationskøb var meget store i andet halvår 1962. Købene begrundedes med likviditetsforholdene, der var blevet meget anspændte som følge af store nettoindbetalinger til statskassen, bl.a. forårsaget af sæsonmæssige forhold. For at undgå, at dette skulle medføre for stor en rentestigning, gik Nationalbanken ind i markedet og købte obligationer. Fra september til december 1962 interveneredes for knap 400 mill.kr. I sidste kvartal svarede købene til ca. 40 pct. af den samlede nettoforøgelse af obligationsmængden.

Nationalbanken var også meget aktiv på obligationsmarkedet i 1963 ved køb henholdsvis salg, men nettokøbene blev væsentlig mindre end året før.

Regeringen var meget tilfreds med denne indsats, som ellers ikke fandt nåde for andres blikke. Inden for dagspressen var især Berlingske Tidende kritisk. I en leder den 4. januar 1963 under overskriften „Ansvaret" hed det bl.a.: „I løbet af tre måneder har Nationalbanken nu opkøbt for 300 millioner kroner obligationer. Og det spørgsmål ligger måske nogen på læben, hvad bankens kommentar mon ville have været, såfremt det var staten, der med tilsvarende obligationskøb havde ført en væsentlig del af de penge, der nu opsuges over statsfinanserne, tilbage til omsætningen".

Svaret er nærliggende. Spørgsmålet var ikke, *om* der skulle købes obligationer, men *hvem*, der skulle gøre det.

Kassereservebestemmelser

I modsætning til mange andre lande rådede Danmark ikke over variable kassereservebestemmelser. Dette følte som et savn i Nationalbanken, der derfor i mange år havde arbejdet på at få suppleret sit pengepolitiske beredskab med virkemidler af denne art.

Kassereservebestemmelser var ikke et ukendt fænomen. De havde i form af et tillæg til bankloven været anvendt midlertidigt under og efter anden verdenskrig som værn mod pengerigeligheden, og ved banklovsrevisionen i

1954-56 forsøgte Nationalbanken at få indføjet generelle regler herom i lovgivningen. Ønsket blev i første omgang imødekommet, men på grund af politisk modstand blev de i lovforslaget indføjede kassereservebestemmelser fjernet, hvorefter forslaget blev vedtaget i maj 1956 uden disse regler[1]).

Nationalbanken holdt siden liv i spørgsmålet. På baggrund af rigelige likviditetsforhold i banksystemet blev det således i de afsluttende bemærkninger i bankens årsberetning for 1958 tilrådet, „at der tilvejebringes muligheder for, at Nationalbanken kan variere kravene til banksystemets likviditet. Bestemmelser af denne art findes i næsten alle andre lande med velorganiserede penge- og kapitalmarkeder".

I 1962 fandt man tiden gunstig for et nyt fremstød. Anledningen var de forhandlinger, der i efteråret 1961 var indledt om Danmarks tilslutning til EF. Danmark havde sammen med en række andre lande[2]) oprettet Det Europæiske Frihandelsområde, EFTA, som trådte i kraft i maj 1960, men det lå i naturlig forlængelse af sigtet med EFTA, at Danmark sammen med Storbritannien og Norge året efter søgte om medlemskab af EF.

I tilfælde af et positivt udfald af disse forhandlinger skulle Danmark opfylde Fællesskabets kapitalliberaliseringsbestemmelser, der var mere vidtrækkende end de liberaliseringsforpligtelser, som Danmark havde påtaget sig ved sit medlemskab af OECD. EF's regler var endvidere mere forpligtende. Det var Nationalbankens opfattelse, at det ville være uforsvarligt at gå ind i Fællesskabet uden at have samme pengepolitiske beredskab som andre EF-lande.

Spørgsmålet blev rejst på et møde med regeringens økonomiske ministre den 28. juni 1962. Ministrene viste sig interesserede og anmodede om en skriftlig henvendelse fra Nationalbanken om sagen.

Der blev herefter oversendt forskelligt materiale til Handelsministeriet, bl.a. en grov skitse til forslag om variable kassereserver hvilende på følgende fem hovedprincipper: Satserne burde fastsættes af Nationalbanken, reservepligten skulle omfatte både banker og sparekasser, men de første 10 mill.kr. af det enkelte pengeinstituts forpligtelser skulle gå fri, reserverne skulle i princippet beregnes af alle forpligtelser, de skulle indsættes på specialkonti i Nationalbanken, og de skulle beregnes med samme sats for alle indenlandske forpligtelser, f.eks. varierende mellem 0 og 10 pct., med mulighed for en højere sats for udenlandske forpligtelser.

Under de efterfølgende embedsmandsdrøftelser under ledelse af departementschef Otto Müller blev det første hovedprincip hurtigt pillet ud og erstattet af en regel, der overlod den formelle afgørelse til handelsministeren „efter indstilling af Danmarks Nationalbank". Ellers fulgte den skitse til lov-

---

[1]) Se Erik Hoffmeyer „Dansk Pengehistorie 1931-1960", side 243 ff. og side 290 ff.
[2]) Norge, Sverige, Storbritannien, Østrig, Schweiz og Portugal.

forslag, der udarbejdedes i august, stort set Nationalbankens oplæg. Der blev i den følgende tid arbejdet videre med spørgsmålet, men planen stødte som for år tilbage igen på politisk modstand.

Under en samtale i oktober 1962 med handelsminister Hilmar Baunsgaard blev det nævnt, at sagen havde været drøftet med statsministeren og ligeledes været genstand for en foreløbig behandling i regeringens økonomiudvalg. Da handelsministeren anså det for tvivlsomt, om det efter det store økonomiske forlig i juni 1962, jf. herom nedenfor, var hensigtsmæssigt at fremsætte kontroversielle økonomisk-politiske lovforslag nu, havde han fået økonomiudvalgets tilslutning til at stille sagen i bero indtil videre. En kassereservelov burde helst fremkomme som led i en større helhed af lovforslag med henblik på fællesmarkedsproblemerne.

Efter yderligere pres fra Nationalbanken blev der lovet nye forhandlinger, og i december forelå der et finpudset forslag til ændring af bankloven og sparekasseloven. Det blev heri bl.a. præciseret, at handelsministerens afgørelse skulle ske på grundlag af en af Danmarks Nationalbank afgivet indstilling og efter forhandling med Danske Bankers Fællesrepræsentation respektive Danmarks Sparekasseforening.

Pengeinstitutterne, der blev inddraget i sagen i januar 1963, frarådede bestemt, at der genindførtes sådanne regler.

Regeringens stilling var præget af dens snævre parlamentariske grundlag. Den nærmeste fremtids økonomiske lovgivning kunne kræve vanskelige forhandlinger med oppositionen, og regeringen ville nødig belaste situationen ved lovforslag, der kunne vise sig at give politiske problemer. Venstres formand, fhv. statsminister Erik Eriksen, blev af Jens Otto Krag citeret for at skulle have sagt, at det var en stor sag på niveau med spørgsmålene om lønninger til arbejdere og tjenestemænd, skattelettelser og støtte til landbruget.

Der var også kredse, der i en liberalisering af kapitalimporten øjnede mulighed for en rentesænkning, som de nødig så forpurret ved anvendelse af kassereservebestemmelser.

Sagen faldt reelt til jorden, da den franske præsident, Charles de Gaulle, ved en pressekonference i Paris den 14. januar 1963 blokerede for Englands og dermed i realiteten også for Danmarks optagelse i EF.

På et møde med de økonomiske ministre i februar 1963 gav handelsminister Hilmar Baunsgaard udtryk for, at sagen ikke var henlagt, men „lagt til side".

Pengepolitisk stramning

Som nævnt var efterspørgselspresset i økonomien stort, og der var tydelige tegn på uligevægt. Det var derfor Nationalbankens opfattelse, at der var behov for en generel økonomisk-politisk stramning.

I første omgang fandt Nationalbanken ikke forståelse herfor. Regeringen var opmærksom på, at det kunne gå galt, men var mest optaget af de lyse sider ved udviklingen. Danmark havde behov for investeringer, og beskæftigelsen havde høj prioritet.

At samme hensyn også lå Nationalbanken på sinde, fremgår af bankens årsberetninger fra disse år og af andre offentlige udtalelser fra bankens side. I sin tale i Studenterforeningen i København den 28. november 1960 placerede nationalbankdirektør Svend Nielsen således beskæftigelsen øverst på ønskelisten hurtigt efterfulgt af stabile priser. Arbejdsløshed blev karakteriseret som et menneskeligt onde og meningsløs ud fra et økonomisk synspunkt. Begge mål, høj beskæftigelse og stabile priser, var så vigtige opgaver, at man måtte være villig til at tage de midler i brug, der skulle til for at løse dem, også, som han udtrykte det, de upopulære.

Hans opskrift var, at det private forbrug skulle holdes nede ved hjælp af statsfinanserne, staten selv skulle være påpasselig med udgifterne, og indkomsterne i samfundet skulle afpasses efter stigningen i produktionen.

Da Nationalbanken ikke vandt gehør for sin vurdering, fandt man det i januar 1960 nødvendigt selv at skride til handling. Dette skete i form af en *diskontoforhøjelse* fra 5 til 5½ pct. med virkning fra den 26. januar 1960. Forhøjelsen kom kun fire måneder efter den forrige justering fra 4½ til 5 pct. i september 1959. Nationalbanken havde dengang været indstillet på en stigning på 1 pct., men efter indtrængende henstilling fra regeringen havde man nøjedes med ½ pct., men så samtidig gjort opmærksom på, at denne begrænsning kunne gøre en ny forhøjelse påkrævet senere hen.

Dette tidspunkt var nu kommet. Efterspørgselspresset var uformindsket stærkt, og udviklingen på betalingsbalancen og i valutastillingen gik klart den forkerte vej. Endvidere var diskontosatserne omkring nytår 1960 blevet forhøjet i en række lande, senest i Sverige og England. Under de friere handels- og betalingsforhold kunne denne internationale rentestigning ikke lade Danmark uberørt.

Diskontoforhøjelsen kom bag på regeringen. Samme dag, som Nationalbanken havde truffet sin beslutning, var der møde mellem Nationalbankens direktion og de økonomiske ministre, som indledte mødet med at spørge, hvad man kunne gøre for at modvirke den forventede stramning af likviditeten. På baggrund af det budgetterede statslige kasseoverskud og et forventet valutaunderskud ville likviditetsforholdene efter regeringens skøn blive forringet med et beløb i størrelsesordenen 1 mia.kr. Dette var for meget, og en nærliggende modforholdsregel ville være, at enten Nationalbanken eller staten købte obligationer i markedet, altså det stadigt tilbagevendende tema.

Det var ikke just dette, Nationalbanken var kommet for at diskutere. Da ministrene erfarede Nationalbankens beslutning, var deres første reaktion,

hvordan diskontoforhøjelsen ville blive opfattet politisk, specielt om den kunne bruges af oppositionen som argument for lempelse af finanspolitikken. Økonomiminister Bertel Dahlgaard så gerne, at Nationalbanken advarede mod sådanne lempelser. Han var bange for, at oppositionen med den, som han udtrykte det, vanvittige VK-plan[1]) ville sige: „Nu har vi fået diskontoforhøjelse, så kan vi nedsætte skatterne". Finansminister Viggo Kampmann mente dog, at tidspunktet for diskontoforhøjelsen var ganske godt.

Ministrene støttede stærkt, at Svend Nielsen i sine efterfølgende offentlige kommentarer ville understrege behovet for en fortsat stram finanspolitik.

Dette var der også god grund til, for uanset regeringens ønske om at fastholde finanspolitikken blev der reelt gennemført lempelser. Med udskrivningsloven for 1960-61, der vedtoges i marts 1960, blev skattesatserne således nedsat med en betydelig lempelse af indkomstbeskatningen til følge. På grund af stigningen i indkomsterne og det øgede forbrug kunne det statslige overskud dog opretholdes uændret.

Det Økonomiske Sekretariat skrev herom i Økonomisk Oversigt, marts 1961, side 31: „En væsentlig del af indtægtsstigningen skyldes dog, at afgifterne vil indbringe mere som følge af større forbrug, og det uændrede overskud på budgettet tilslører således, at de finanspolitiske beslutninger med hensyn til skatter, lønninger og andre udgifter virker fremmende på efterspørgselen".

Det samme gentog sig i marts 1961, men denne gang ledsaget af en voldsom forøgelse af statsudgifterne i 1961-62, hovedsagelig forårsaget af en række nye love og bevillinger fra sommeren 1960 og fremefter. Der indtraf herved et kraftigt omslag i den statsfinansielle situation. Som det blev sagt ved en bestemt lejlighed, „man skulle tro, at bunden i statskassen var lavet af hønsetråd".

Hovedtrækkene fremgår af den foranstående tabel 2.2, der viser, at kasseoverskuddet i 1960-61 på ca. 350 mill.kr. svingede om til et kasseunderskud i 1961-62 på næsten 600 mill.kr.

Ud over diskontoforhøjelsen fandt Nationalbanken det i maj 1960 nødvendigt at rette en indtrængende *opfordring til pengeinstitutterne* om at vise tilbageholdenhed med ydelse af lån, specielt forbrugsbetonede kreditter.

Denne appel kom samtidig med genåbningen af adgangen til belåning af værdipapirer. Som nævnt var et af formålene hermed at dæmpe tendensen til stigning i obligationsrenten, men samtidig skulle bankerne altså holde sig

[1]) Venstre og Det Konservative Folkeparti havde fremsat forslag om nedsættelse af indkomst-, formue- og ejendomsskatterne til staten i 1960-61 med 662 mill.kr., mod til gengæld øget vægt på pengepolitikken. Forslaget blev den 18. februar 1960 afvist i Folketinget af regeringspartierne med støtte af fhv. finansminister Thorkil Kristensen, der hermed brød med sit parti, Venstre. Folketingstidende 1959-60, sp. 3101-3187.

i skindet som en slags modvægt til den af politikerne iværksatte stigning i efterspørgslen.

Under drøftelserne med regeringen gav ministrene udtryk for en vis bekymring over uroen på arbejdsmarkedet, herunder de mange ulovlige strejker. Der blev da også truffet visse forholdsregler mod den - efter de flestes opfattelse - for høje byggeaktivitet, men herudover fandt man ikke anledning til at gøre noget.

Den politiske stemning var præget af, at der ventedes valg til efteråret, og dette blev også tilfældet. I sin åbningstale til Folketinget tirsdag den 4. oktober 1960[1]) sluttede statsminister Viggo Kampmann med at udtale, at regeringen agtede at indstille til Kongen, at der blev udskrevet valg til Folketinget til afholdelse den 15. november 1960[2]). Han udtalte samtidig et ønske om, at de kommende overenskomstforhandlinger „kan føres til afslutning med et resultat, der kan sikre ro på arbejdsmarkedet og opretholde balancen i samfundsøkonomien".

Dette ønske blev ikke opfyldt, og da der i det tidlige forår 1961 kun blev gennemført nogle få afgiftsforhøjelser, som formentlig ikke havde større efterspørgselsbegrænsende virkning, så Nationalbanken sig nødsaget til at stramme pengepolitikken yderligere.

I april 1961 forhøjedes *renten for lån på værdipapirer* fra 6½ til 7 pct. Dette skridt fulgtes op med en *diskontoforhøjelse* den 23. maj 1961 fra 5½ til 6½ pct.

Der havde forinden, pinselørdag den 20. maj, været møde mellem statsministeren, finansministeren, økonomiministeren og Nationalbankens direktion. Det anede ministrene, hvad der var på vej. Mens Kjeld Philip havde foretrukket en forhøjelse på en halv procent, støttede Viggo Kampmann stærkt, at diskontoen blev hævet med en hel procent, og det burde ske straks. Det var ønskeligt, at befolkningen blev vækket (!). Han gav i øvrigt udtryk for den opfattelse, at genopretning af statsoverskuddet måtte være hovedmidlet. Bertel Dahlgaards reaktion var, at når man ikke vil høre, må man føle. Han var ganske enig med Viggo Kampmann. I samtalerne med Nationalbanken var holdningen således totalt ændret.

Det var derfor en stor skuffelse for banken og formentlig også for andre, at Viggo Kampmanns åbningstale i Folketinget den 3. oktober 1961[3]) intet indeholdt om en forestående finanspolitisk stramning. Nationalbanken fandt

---

[1]) Folketingstidende 1960-61, 1. samling, sp. 1-22.

[2]) Efter valget dannede statsminister Viggo Kampmann en regering baseret på Socialdemokratiet og Det Radikale Venstre. Retsforbundet gled ud af Folketinget ved valget. Det samme gjorde Danmarks Kommunistiske Parti. Socialistisk Folkeparti kom ind med 11 mandater og De Uafhængige med 6 mandater.

[3]) Folketingstidende 1961-62 I, sp. 1-24.

det følgelig nødvendigt umiddelbart efter at rette endnu en *henstilling til banker og sparekasser* om at være tilbageholdende med ydelse af lån og at give henvendelsen eftertryk i form af en antydning om, at blev der ikke holdt igen med udlånene, kunne det blive nødvendigt at skærpe holdningen til bankernes låntagning i Nationalbanken. Selv om sparekasserne ikke måtte låne i Nationalbanken eller i udlandet, blev også de omfattet af henstillingen.

Kjeld Philip, der i mellemtiden var blevet økonomiminister, erklærede sig særdeles tilfreds med dette initiativ. Pengeinstitutterne derimod mente ikke, at der kunne opnås meget ved en mere restriktiv kreditpolitik, men deres organisationer sluttede dog op bag Nationalbankens opfordring.

Endelig strammedes i februar 1962 *reglerne for belåning af børsnoterede obligationer.* Belåningsprocenten nedsattes i to tempi fra 70 pct. til 50 pct. I et forudgående møde med ministrene havde Viggo Kampmann givet udtryk for, at der først kunne ventes forslag om en finanspolitisk stramning omkring 1. april 1962, men han forudså vanskeligheder. Venstre og Konservative var for tiden ikke lette at tale med, og det kunne ikke nytte at forsøge på at gennemføre noget ved hjælp af „Aksel Larsen-folkene".

Svend Nielsen reagerede ved at sige, at Nationalbanken så måtte foretage endnu en stramning. Da direktionen efter omstændighederne ville foretrække, at man ikke endnu en gang forhøjede diskontoen, og da det var Nationalbankens indtryk, at regeringen ville finde en sådan forhøjelse ubehagelig, valgte man i stedet at stramme reglerne for belåning af værdipapirer.

Oms og helhedsløsning

Efterhånden kom det imidlertid til at stå klart, at der måtte ske noget. Overenskomstresultatet i foråret 1961 var ikke blevet, hvad man havde håbet på, valutareserverne var faldende og statsfinanserne på vej mod underskud.

Regeringen havde offentligt støttet pengepolitikken, ikke fordi man satte pris på et højt renteniveau, men fordi man i renten så et nødvendigt første værn mod valutasvind og samtidig en løftestang for vedtagelsen af de forslag, man selv var på vej med. Blev disse forslag gennemført, kunne man derefter håbe på en lettelse af renteforholdene.

Dette blev sagt meget direkte af Kjeld Philip i en kronik i dagbladet Politiken den 19. august 1961. Efter at have omtalt den „investeringshæmmende" rente, fortsatte han: „Vil vi bort herfra, må vi anvende finanspolitiske indgreb, ikke alene til at afbøde faldet i valutareserverne, men også til at aflaste pengepolitikken. De finanspolitiske indgreb skal først og fremmest tjene til at muliggøre en lavere rente end den, vi nu lider under".

I sin nytårstale den 1. januar 1962 appellerede statsminister Viggo Kamp-

mann til politisk samarbejde om løsning af de økonomiske problemer. Opgaven var at bremse, ikke at standse den økonomiske vækst.

I et interview med Kristeligt Dagblad den 13. januar 1962 gjorde Kjeld Philip sig til talsmand for en skatteomlægning med hovedvægt på omsætningsskat, og ifølge Skive Folkeblad den 27. januar 1962 gav han senere på måneden udtryk for, at man måtte arbejde hen imod en diskontosænkning gennem et bredt forlig om en stor skattereform.

I vinterhalvåret 1961-62 blev der gennemført visse afgifts- og takstforhøjelser, men det var først i marts 1962, at der blev lagt op til indgreb af betydeligt omfang. Dette skete ved fremsættelsen af lovforslaget om indførelse af en omsætningsafgift (oms) i detailleddet på 5 pct.

Forslaget faldt imidlertid. Venstre og Det Konservative Folkeparti ønskede, at omsen skulle ligge i engrosleddet, og at der skulle gøres væsentlige undtagelser, bl.a. for fødevarer. Samtidig faldt de skattelempelser, der var indregnet i forslaget til udskrivningslov for 1962-63.

Det lykkedes et par måneder senere at få et forlig i stand mellem de fire gamle partier - Socialdemokratiet og Det Radikale Venstre samt de to oppositionspartier Venstre og Konservative - og i juni 1962 vedtoges herefter *lov om almindelig omsætningsafgift* på 9 pct. i engrosleddet for de fleste varer med levnedsmidler og brændsel som de vigtigste undtagelser. Sammen med en opadgående justering af visse punktafgifter trådte forhøjelserne i kraft den 1. august 1962.

Endvidere gennemførtes visse begrænsninger i de offentlige udgifter, finansministeren bemyndigedes til at optage to præmieobligationslån, der blev givet udvidet adgang til tegning af indekskontrakter, og der åbnedes op for lejeforhøjelser ved genudlejning.

Det blev anslået, at forliget ville medføre et kasseoverskud i 1962-63 på ca. 500 mill.kr. mod et tilsvarende underskud året før. Overskuddet skulle anvendes til afskrivning på statens faste gæld til Nationalbanken. Indgrebene satte ikke noget stærkt præg på den økonomiske udvikling for 1962 som helhed.

Forliget fik en „krusedulle" i forhold til Nationalbanken. Efter dets indgåelse gjorde handelsminister Hilmar Baunsgaard banken opmærksom på, at den sene ikrafttræden af omsen var i færd med at sætte en hamstringsbølge i gang. Han henstillede, at man søgte at formå pengeinstitutterne til at afholde sig fra at yde lån til dette formål.

Dette var Nationalbanken ikke meget for som følge af de mange andre finansieringsmuligheder, der forelå, men accepterede alligevel. Efter drøftelser med de to organisationer blev resultatet en indtrængende henstilling fra Nationalbanken om, at der fra bankers og sparekassers side „gøres, hvad gøres kan for at undgå, at unormale indkøb finansieres ved kredit".

Indgrebene tog navnlig sigte på at få fjernet efterspørgselspresset gennem genopretning af statens overskud og ved stramning af byggepolitikken. Tilbage stod *indkomstudviklingen*, som efter forløbet af overenskomstforhandlingerne i foråret 1961 og de mange krav om kompensation gav noget at tænke over.

Sideløbende med overvejelserne om den finanspolitiske stramning foregik der derfor en diskussion om dette problem, indimellem ved anvendelse af en symbolik, der gav debatten et anekdotisk skær, men også krydret af vurderinger, der var ganske rammende.

I en tale i Århus den 1. maj 1961 gav Viggo Kampmann udtryk for, at der ikke blev mere at spise, fordi man gav alle omkring grødfadet en større ske at spise med. Holger Brodthagen, Socialdemokratiet, udtalte en uges tid senere i Folketinget, at landet var ved at blive en galeanstalt[1]). Viggo Kampmann kvitterede med følgende bemærkning til dagbladet Aktuelt den 18. maj 1961: „Hvis Danmark i dag er en galeanstalt, så skyldes det, at mennesker normalt er gale". I et interview med B.T. den 15. februar 1962 gav Holger Brodthagen udtryk for, at det var blevet endnu værre siden hans bemærkning i Folketinget i fjor. Der kommer nye krav fra alle sider. Ingen har mod til at sige stop. „I stedet følger man denne parole: Jensen stem på mig, så pynter jeg juletræet".

Også professor Erik Hoffmeyer var kritisk. I en kronik i Berlingske Tidende den 28. marts 1962 udtalte han bl.a., at „fuld beskæftigelse kræver en anden mentalitet, end vi er vant til, og større modenhed hos vore organisationer og i Folketinget".

Nationalbankdirektør Svend Nielsen tog temaet op i et foredrag den 17. oktober 1962 i Handelsstandens Klub af 1841, hvor han om indkomstkapløbet sagde, at „kompensation" så ud til at skulle blive Danmarks hovederhverv.

De videre politiske bestræbelser gik ud på at få gjort noget ved denne sag. Ved Folketingets åbning den 2. oktober 1962 betegnede statsminister Jens Otto Krag det som en hovedopgave at styrke genopretningspolitikken. „Med dette formål vil regeringens politik tage sigte på at fastholde og fortsætte den linje, som er aftalt ved forliget om den økonomiske politik"[2]).

I november 1962 forelagde Kjeld Philip en ekstraordinær økonomisk halvårsoversigt og advarede i sin redegørelse til Folketinget mod en „ny indkomstbølge med påfølgende svækkelse af konkurrenceevnen såvel på eksportmarkederne som på vort stadig mere åbne hjemmemarked ..."[3]).

---

[1]) Skete den 9. maj 1961 i forbindelse med behandlingen af et lovforslag om statslån i udlandet. Folketingstidende 1960-61, 2. samling II, sp. 3449.

[2]) Folketingstidende 1962-63 I, sp. 1-28. Jens Otto Krag efterfulgte i september 1962 Viggo Kampmann som statsminister. Per Hækkerup blev udenrigsminister. Efter Hans R. Knudsens død i november 1962 udnævntes Poul Hansen til finansminister.

[3]) Folketingstidende 1962-63 I, sp. 1374.

Ligeledes i november 1962 gav Nationalbanken et lille bidrag ved i en skrivelse til Danske Bankers Fællesrepræsentation at henstille, at bankerne undlod at betale højere udbytte for 1962 end for det foregående år. Fællesrepræsentationen tilsluttede sig henstillingen, og i nytårsmøderne med bankerne et par måneder senere udtrykte Nationalbanken tilfredshed med denne positive reaktion. Økonomisk var dividendestoppet ikke af stor rækkevidde, men psykologisk og politisk tillagde Nationalbanken det stor betydning. Det var også tilfredsstillende for banken, at formanden for Industrirådet, direktør J. C. Thygesen, udsendte en lignende appel til industrien.

I midten af januar 1963 fik statsministeren principiel tilslutning fra de fire gamle partier til en *helhedsløsning* af de økonomiske problemer. Måneden efter gik overenskomstsituationen i hårdknude, og forligsmanden meddelte statsministeren, at han ikke så sig i stand til at stille mæglingsforslag. Regeringen offentliggjorde sin plan få dage senere.

Planen, der gennemførtes i marts, indeholdt følgende hovedelementer: De kollektive overenskomster forlængedes for to år, der indførtes et midlertidigt pris- og avancestop fra 25. februar 1963, aktieselskabernes udbytter begrænsedes, der indførtes en generel huslejekontrol, lovgivningen vedrørende statens støtte til landbruget videreførtes, der opkrævedes en bunden opsparing for skatteåret 1963-64, og udskrivningsloven for skatteåret 1963-64 gennemførtes med de nedsættelser i skattesatserne, der aftaltes ved det økonomiske forlig i forsommeren 1962.

Forslaget om forlængelse af arbejdsmarkedets overenskomster vedtoges med et knebent flertal. Bl.a. Venstre og Konservative stemte imod til stor fortrydelse for Jens Otto Krag. Under 3. behandlingen den 12. marts 1963 rettede han skytset mod oppositionen med følgende ord: „Hvad er det, denne forenede opposition er enig om, denne forening, hvor vi finder det ærede medlem hr. Aksel Larsen i varm forbrødring med de konservative, venstre og de uafhængige? Hvad står disse fire forenede oppositionspartier for? Svaret er desværre, at de ikke står for noget positivt; de er enige om at gå imod regeringens helhedsløsning, men de er ikke enige om noget at sætte i stedet"[1]).

De øvrige lovforslag blev vedtaget med væsentligt større flertal.

En anden vigtig politisk begivenhed var folkeafstemningen den 25. juni 1963 om 4 af de 7 *jordlovsforslag*, som Folketinget havde vedtaget den 31. maj. De 4 forslag faldt med et brag ved afstemningen.

Omsen og helhedsløsningen mv. satte sig efterhånden tydelige spor i den økonomiske udvikling. Der indtraf en opbremsning i den økonomiske vækst, uden at det gik voldsomt ud over beskæftigelsen. Samtidig opnåedes der en

[1]) Folketingstidende 1962-63 III, sp. 4042.

markant forbedring af betalingsbalancen, prisudviklingen stabiliseredes, og udviklingen i statsfinanserne vendte, således at der på ny blev overskud.

Der var hermed lagt op til en *pengepolitisk lempelse,* og en sådan kom også.

Pengeinstitutternes likviditet styrkedes i 1963 med ca. 800 mill.kr. som følge af en kraftig forbedring af de samlede valutareserver. På baggrund af den balance, der var blevet tilvejebragt i økonomien, forsøgte Nationalbanken ikke at imødegå denne udvikling. Det spillede også en rolle, at stigningstakten i bankernes udlån næsten halveredes.

I august 1963 nedsatte Nationalbanken diskontoen med ½ pct. til 6 pct. og i november yderligere til 5½ pct.

Bankers og sparekassers indlånsrenteaftale kom i denne forbindelse ind i billedet. Direktøren for Tilsynet med Banker og Sparekasser, Erling Sveinbjørnsson, var som monopolmyndighed ikke velvillig stemt over for denne aftale, og da Nationalbanken i nogen grad delte hans betænkeligheder, henstillede Nationalbanken efter diskontonedsættelsen i august til pengeinstitutterne ikke at revidere indlånsrenteoverenskomsten før efter nærmere forhandling med Nationalbanken.

Disse forhandlinger fandt sted nogle få dage senere med repræsentanter for Danske Bankers Fællesrepræsentation og Danmarks Sparekasseforening, herunder de to organisationers formænd, bankdirektør Henning Hoffmann og sparekassedirektør O. Blinkenberg Nielsen. Resultatet blev, med direktør Sveinbjørnssons billigelse, en reduceret nedsættelse af visse indlånsrentesatser, således at der skete en indsnævring af pengeinstitutternes rentemarginal.

Diskontonedsættelsen i august blev ledsaget af en advarsel om, at Nationalbanken ville træffe særlige forholdsregler over for banker, som bragte sig i en likviditetsmæssigt udsat stilling ved gennem særlig stor og langvarig lånoptagelse i Nationalbanken at skabe mulighed for et unormalt højt udlånsniveau. Denne advarsel blev gentaget ved nytårsmøderne med pengeinstitutterne i januar 1964.

I de afsluttende bemærkninger i Nationalbankens årsberetning for 1963 advarede banken endvidere imod fornyet pres i økonomien, men var ellers godt tilfreds med den forbedring, der var tilvejebragt. Denne tilfredshed kom til udtryk i en bemærkning om, at der i 1963 for første gang siden 1959 på samme tid var høj beskæftigelse, relativt stabile priser og ligevægt i udenrigsøkonomien.

Dette glade budskab fik ikke lang levetid.

Fortsat uligevægt

I 1964 gik det igen den forkerte vej - set fra et balancesynspunkt. Efterspørgslen steg på ny, og bruttonationalproduktet kom op i en vækstrate, der var større end i de store vækstår 1959-62. Baggrunden var en kraftig for-

øgelse af påbegyndelserne af nyt boligbyggeri, en stærk stigning i erhvervsinvesteringerne og en forøgelse af det private forbrug. Ledigheden faldt på ny, og der viste sig atter mangel på arbejdskraft på mange områder.

Dette gav grobund for et fornyet pres på lønninger, avancer og priser, og betalingsbalancen forværredes mærkbart. Fra et lille plus i 1963 blev resultatet på de løbende poster et minus i 1964 på 1,4 mia.kr.

De offentlige finanser virkede efterspørgselsfremmende som følge af en kraftig stigning i udgifterne, men der blev kun gennemført mindre modforholdsregler. I februar 1964 forhøjedes en række forbrugsafgifter. Efterfølgende gennemførtes der visse begrænsninger på bygge- og anlægsområdet. Endelig suspenderedes kommuners og koncessionerede selskabers adgang til at optage lån i udlandet.

Bankernes likviditet forringedes, men alligevel steg deres udlån kraftigt. I april 1964 lod Nationalbanken de tidligere advarsler mod for stærk udlånsstigning på basis af låntagning i Nationalbanken følge op af *samtaler med individuelle banker*, også kaldet „forhandlinger under fire øjne". Låneadgangen i Nationalbanken skærpedes med undtagelse af visse låneformer, og hovedbankerne blev anmodet om at påse, at provinsbankernes låntagning i Nationalbanken ikke blev overflyttet til dem.

På denne baggrund blev 12-15 banker orienteret om, at de i for lang tid og i for stort et omfang havde gjort brug af Nationalbankens lånefaciliteter. Bankerne tog denne besked til efterretning med nogenlunde sindsro og lovede at holde igen.

Aktionen gav dog anledning til en vis bekymring i provinsbankkredse. Som følge heraf kom repræsentanter for Provinsbankforeningens ledelse med bankdirektør Gunnar Holm, Veile Bank, i spidsen til møde i Nationalbanken, hvor de fik en uddybende forklaring.

I sin tale på Provinsbankforeningens årsmøde den 24. maj 1964 gav nationalbankdirektør Svend Nielsen en yderligere orientering. Han påpegede, at bankerne gennem den kraftige udlånsekspansion i 1960-62 havde bidraget til den uheldige økonomiske udvikling i disse år. Dette måtte ikke gentage sig. Provinsbankforeningens formand mente dog fortsat, at det var forkert at pålægge bankerne et selvstændigt ansvar for den økonomiske udvikling.

Det næste skridt var en *diskontoforhøjelse* i juni 1964 med 1 pct. til 6½ pct. Problemet var tidspunktet. Regeringen blev underrettet om bankens hensigt i begyndelsen af juni, men statsminister Jens Otto Krag var alt andet end glad ved udsigten til denne markering. Han havde allerede i april tilkendegivet, at regeringen ville udskrive valg til Folketinget til afholdelse den 22. september, og en diskontoforhøjelse inden da ville komme meget ubekvemt. Han mente, at man ved at vente måske kunne få nye oplysninger om udviklingen i økonomien, der ville gøre dette skridt unødvendigt.

De efterfølgende overvejelser førte til, at offentliggørelsen blev udskudt, indtil der forelå udenrigshandelstal for april måned. Der blev indimellem – af departementschef Erik Ib Schmidt – arbejdet med et udkast til udtalelse af statsministeren gående ud på, at regeringen var enig. Diskontoforhøjelsen gennemførtes herefter den 10. juni 1964 (med virkning fra 11. juni) samtidig med offentliggørelsen af udenrigshandelstallene, der som ventet blev meget dårlige. Da statsminister Jens Otto Krag på dette tidspunkt var i USA, blev det den fungerende statsminister, landbrugsminister Karl Skytte, der meddelte regeringens tilslutning.

I august blev advarslerne til pengeinstitutterne suppleret med en konkret anvisning på, i hvilket omfang Nationalbankens *lånefaciliteter* kunne udnyttes på normale vilkår, og hvilke regler der skulle gælde for låntagning herudover.

Dette skete på den måde, at der for rediskontering af veksler og belåning af obligationer blev indført lånerammer, der for hvert kvartal svarede til låntagning i indtil 20 dage af 25 pct. af bankens egenkapital, for oktober kvartal dog 30 pct. som følge af store nettoindbetalinger til statsfinanserne i dette kvartal. For låntagning herudover ville der med virkning fra 1. oktober 1964 blive opkrævet en *overrente* på 6 pct. Dog kunne der ved administrationen af ordningen tages specielle hensyn i særlige tilfælde.

I november 1964 lempedes belåningsreglerne for obligationer. Baggrunden var vedvarende kursfald, som blev særlig voldsomme i slutningen af oktober og begyndelsen af november til trods for ret betydelige støttekøb fra Nationalbankens side. Såvel statsminister Jens Otto Krag som formanden for Danske Bankers Fællesrepræsentation, bankdirektør Johs. Green, udtrykte over for Nationalbanken bekymring over denne udvikling og henstillede, at der blev gjort noget.

Dette var Nationalbanken indstillet på, men frem for yderligere intervention direkte i markedet foretrak man at lempe belåningsreglerne, således at belåningsprocenten blev sat op fra 50 pct. til 75 pct. af køberkursen. I den følgende tid var obligationsmarkedet betydelig mere roligt.

Valget den 22. september 1964 gik regeringen imod, og dagen efter demissionerede regeringen Krag-Skytte. Den 26. september dannede Jens Otto Krag en socialdemokratisk mindretalsregering. Poul Hansen fortsatte som finansminister. Lars P. Jensen flyttede fra Indenrigsministeriet til Handelsministeriet. I oktober udnævntes Henry Grünbaum til økonomiminister.

I sin åbningstale i Folketinget den 6. oktober[1]) skitserede statsministeren kort de indgreb, der var foretaget for at mindske risikoen for overophedning af økonomien, herunder Nationalbankens stramning af kreditgivningen, og tilføjede, at det for regeringen var „et afgørende hensyn, at der føres en poli-

[1]) Folketingstidende 1964-65 I, sp. 1-20.

tik, hvorved den økonomiske balance holdes", men der blev ikke givet anvisninger på konkrete foranstaltninger til fremme af dette formål.

Spørgsmålet om den høje rente kom op igen. I to møder i november med de økonomiske ministre gav økonomiminister Henry Grünbaum udtryk for, at vel var det nødvendigt, at statsfinanserne blev indrettet på at dæmpe forbruget, men den likviditetsbegrænsning, der fulgte af det store kasseoverskud, måtte give anledning til betænkelighed[1]). Det var glædeligt, at Nationalbanken havde hævet belåningsgrænsen for obligationer, men der måtte kunne gøres noget mere.

Svend Nielsen svarede, at forudsætningerne for en kraftig indsats fra Nationalbanken i lighed med købene i efteråret 1962 måtte være, at der blev tilvejebragt balance udadtil og skabt stabilitet i prisniveauet. Det var ikke pengemangel, der var faremomentet, men de for store indkomststigninger.

I samme måned blev Svend Nielsen af Folketingets udvalg angående forslag til lov om ændringer af visse forbrugsafgifter anmodet om at give sin vurdering af den aktuelle økonomiske situation og udsigterne for udviklingen i den nærmeste fremtid.

I sit svar af 27. november 1964 kom Svend Nielsen ind på de uheldige virkninger af de - efter hans opfattelse - for store indkomststigninger samt pegede på de opgaver, der påhvilede penge- og finanspolitikken, herunder pengepolitikkens muligheder for at lette den stramning af likviditetsforholdene, der fulgte af overskuddet på statsfinanserne.

I tilslutning hertil blev der givet bl.a. følgende vurdering: „Den økonomiske politik har som sin naturlige og af alle anerkendte målsætning, at der skal være god vækst i økonomien og høj beskæftigelse. Dette mål kan imidlertid ikke realiseres i det lange løb, hvis betalingsbalancen over for udlandet ikke er i orden, og hvis priserne ikke udvikler sig nogenlunde stabilt. Det er ikke muligt i længere perioder at have underskud og at få dette dækket ved gældsstiftelse i udlandet.

En købeevne, der ikke er plads til i økonomien, må skummes af igen, og i samme grad det sker, bliver indkomstforhøjelserne kun nominelle. De giver ikke større realindkomst, men som hovedresultat kun højere priser og dårligere konkurrenceevne både på eksportmarkederne og på hjemmemarkedet. Dette er en trussel for beskæftigelsen, og den bør ikke bringes i fare".

Offentlig kapitalimport

Det var et led i regeringens politik at skabe større frihed for kapitalimporten. Dette var Nationalbanken under de daværende forhold meget imod. Der

[1]) Staten fik i 1964 for første gang i en lang årrække et nettotilgodehavende i Nationalbanken.

var i forvejen fri adgang til at modtage og yde handelskreditter, og man var liberal hvad angik udenlandske virksomheders direkte investeringer i Danmark og danske virksomheders direkte investeringer i udlandet, men regeringen ville gå videre og også åbne op for rent finansielle transaktioner.

Nationalbankens afvisende holdning var især begrundet i tre forhold.

For det første var banken af den opfattelse, at betalingsbalanceproblemerne skulle løses ved interne foranstaltninger. Dækning af underskuddene ved kapitalimport ville svække viljen i Folketinget til at gennemføre de nødvendige stramninger.

For det andet kom presset for friere adgang til udenlandsk låntagning især fra kommuner og koncessionerede selskaber, som efter bankens opfattelse burde holdes i stramme tøjler. Det fandtes således urimeligt, at kommunerne, undertiden ved Hypotekbankens mellemkomst, lånte i fremmed valuta og således blev i stand til at fortsætte en i forvejen for høj kommunal investeringsaktivitet. De koncessionerede selskaber burde – i stedet for at låne – forhøje taksterne og dermed forøge selvfinansieringsgraden.

For det tredje ville fri kapitalimport virke likviditetsforøgende og dermed vanskeliggøre den stramning af likviditeten i pengeinstitutterne, som var nødvendig for at få dem til at holde igen på udlånene.

Nationalbanken benyttede de lejligheder, der bød sig, for offentligt at gøre opmærksom på disse synspunkter. Ved årsmødet på Nyborg Strand den 27. maj 1962 i De Danske Provinsbankers Forening rettede nationalbankdirektør Svend Nielsen således en skarp kritik mod det offentliges udenlandske låntagning. Denne kritik blev dog senere modificeret derhen, at det på grund af faldet i valutareserverne kunne være hensigtsmæssigt i en overgangsperiode at optage *statslån* i udlandet, forudsat at provenuet „blev lagt på hylde".

Nationalbanken stod ikke helt alene med sit standpunkt. Også Det Økonomiske Sekretariat var forbeholden. I halvårsoversigten fra november 1962 blev der således – på side 30 – givet udtryk for, at „den yderligere forøgelse af kapitalimporten, som muligvis kunne opnås ved en lempelse af kontrollen hermed, vil være både vanskeligt opnåelig og måske risikabel, så længe opgangen i det danske omkostningsniveau ikke er blevet bragt under kontrol".

Formelt skulle kommuner og koncessionerede selskaber indhente godkendelser i Indenrigsministeriet henholdsvis Ministeriet for Offentlige Arbejder. Reelt var det Finansministeriet, der udstak retningslinjerne. Nationalbankens kompetence var begrænset til sognekommunerne, herunder de københavnske omegnskommuner.

Selv om den offentlige, ikke-statslige låntagning i udlandet endnu langtfra stod mål med den indenlandske kreditudvidelse, jf. omstående tabel 2.4, var den alligevel en torn i øjet på Nationalbanken. Ud fra en samlet kreditpolitisk målsætning måtte långivningen til det private erhvervsliv som følge heraf strammes ekstra hårdt, hvilket ikke var ønskeligt.

Tabel 2.4 Kreditudvidelse til den private sektor og kommuner mv. fra forskellige finansieringskilder

	Nettoudlån fra		Nettolåntagning i udlandet	
	Banker og sparekasser	Realkredit-institutter mv.	Private sektor	Kommuner og koncessionerede selskaber
	Milliarder kroner			
1960	2,0	1,4	0,1	0,0
1961	1,8	1,9	0,2	0,2
1962	2,2	2,3	0,2	0,0
1963	1,6	3,1	0,3	0,4
1964	3,3	3,5	0,2	0,7

Danmarks Nationalbank.

Spørgsmålet om kapitalimport indgik som et særligt afsnit i statsminister Jens Otto Krags redegørelse for helhedsløsningen den 22. februar 1963. Det hed heri: „For at styrke valutareserverne og derigennem skabe basis for en lavere rente overvejer regeringen at lette erhvervslivets optagelse af lån i udlandet. Man overvejer således at lette virksomhedernes adgang til at opnå private finanskreditter i udlandet eller at gøre det muligt for udenlandske statsborgere i begrænset omfang at erhverve danske obligationer".

Svend Nielsen blev præsenteret for denne tekst i et møde med økonomiminister Kjeld Philip samme dag. Efter et kort direktionsmøde i Nationalbanken meldte han telefonisk tilbage, at Nationalbanken måtte tage afstand fra dette forslag. Han gentog bankens principielle modstand. Renten burde ned, men det måtte ske ved tilvejebringelse af balance i den hjemlige økonomi.

Økonomiministeren var ikke forbavset over denne reaktion - det var, hvad regeringen havde ventet. Døren for kapitalimport skulle imidlertid ikke slås op på vid gab, men holdes på klem.

I et foredrag den 2. april 1963 ved Industriforeningens 125-års jubilæum gav departementschef Erik Ib Schmidt udlandslåntagningen et par ord med på vejen. På baggrund af helhedsløsningen udtalte han bl.a., „at det ikke kan være betænkeligt at søge de fordele, udenlandsk låntagning kan give i den nuværende situation. Men en betingelse må klart være, at inflationen her i landet bringes til ophør". Erik Ib Schmidt understregede samtidig, at „det er betalingsbalancen over for udlandet, der er vor akilleshæl", og at der på langt sigt kun er „een recept, der fører til løsning af valutaproblemet; på den står: Konkurrenceevne".

Bl.a. på baggrund af Nationalbankens kritik bebudede finansminister Poul Hansen, ligeledes i april 1963, at ministeriet fremover ville skærpe sin praksis ved kun at anbefale offentlige udenlandske lån med en løbetid på mindst 10 år.

Senere på året opstod der et særligt intermezzo i forbindelse med Københavns Kommunes lån på 60 mill.sfr. optaget i London i oktober 1963. Nationalbanken havde advaret mod dette lån, som Schweiz helt sikkert ville vende sig imod. Dette skete også, og den schweiziske reaktion blev oven i købet meget heftig.

De schweiziske myndigheder havde flere indvendinger. Den væsentligste var, at landets kontrol med långivningen til udlandet, der bl.a. havde til formål at sikre et forholdsvis lavt indenlandsk renteniveau, blev omgået. Efter aftale med finansministeren afgav Nationalbanken et tilsagn til den schweiziske nationalbank om, at den danske regering ved fremtidige andragender om optagelse af lignende lån ville tage de schweiziske betænkeligheder i betragtning. Dette skete da også hurtigt efter, da K.T.A.S. ønskede at optage et tilsvarende lån. Dette blev afvist i Finansministeriet.

Kritikken fortsatte ind i 1964. Årsmødet i Danmarks Sparekasseforening den 14. maj blev anvendt til endnu et udfald samtidig med, „at den prolongerede[1]) nationalbankdirektør", som det blev udtrykt i Politikens leder dagen efter, „benyttede ... en af sine sidste „store" taler til endnu en gang at vende sig imod arvefjenden - byggeriets økonomi". Svend Nielsen slog til lyd for en større opsparing inden for boligområdet, dels ved at forøge afdragene gennem en forkortelse af lånenes løbetid, dels ved at stille større krav til egenkapitalen.

I juni 1964 lykkedes det. Regeringen besluttede at ophøre med at give kommuner og koncessionerede selskaber tilladelse til at låne i udlandet, dog med undtagelse af tilfælde, hvor låneforhandlingerne var langt fremme, men i så fald på betingelse af, at låneprovenuet blev indsat på en konto i Nationalbanken. Herfra kunne provenuet kun udbetales med godkendelse fra Indenrigsministeriet eller Ministeriet for Offentlige Arbejder, efterhånden som de projekter, der lå til grund for lånoptagelsen, skulle finansieres.

Nationalbankens restriktive holdning til kapitalimport kom også til udtryk i forbindelse med et forslag fra OECD i marts 1964 om en væsentlig udvidelse af OECD-landenes forpligtelser til liberalisering af kapitalbevægelser. Ved forslaget ville OECD's regler stort set blive bragt på linje med de da gældende EF-forpligtelser.

Svend Nielsen engagerede sig personlig stærkt i denne sag. Efter anmodning fik han en samtale med Jens Otto Krag om den holdning, Danmark skulle indtage. Samtalen fandt sted den 29. april 1964.

---

[1]) Som følge af Nationalbankens aldersbestemmelser skulle Svend Nielsen være fratrådt med udgangen af august 1963, men blev af regeringen anmodet om at fortsætte til udgangen af 1964, hvor han blev afløst af Erik Hoffmeyer.

Ifølge Svend Nielsens egenhændige referat advarede han kraftigt imod at give udlændinge adgang til at købe danske obligationer og aktier. Sådanne køb „ville give en likviditet, som ville være aldeles ødelæggende, så meget mere som vi ikke har noget som helst at sætte ind imod dem. Vi mangler stadig kassereservebestemmelser, og vi ville få et rentefald, der ville rejse store økonomiske problemer for os. Nationalbanken ville blive sat fuldstændig ud af spillet og ikke have nogen mulighed for at drive hverken rentepolitik eller likviditetspolitik".

Krag var forstående, og da han næste dags morgen telefonisk blev gjort bekendt med, at England i OECD ville udtale sympati med forslaget, men „med stor omhu tage forbehold på alle områder, så de ikke behøvede at ændre deres hidtidige økonomiske politik", og at Norge og Sverige ville optræde fuldstændig som England, svarede Krag - stadig ifølge referatet - „Så er vor vej jo klar".

Ved forslagets vedtagelse i OECD's Råd i juli 1964 tog Danmark således en række forbehold, der især kom til at angå køb og salg af værdipapirer og ydelse af finanskreditter og finanslån i øvrigt. Danmark kom herved til at ligge på linje ikke alene med England og de øvrige nordiske lande, men med en lang række andre lande.

Sådan var holdningen altså dengang. Den kom til at stå i skærende kontrast til det standpunkt, der senere blev indtaget i dette spørgsmål, men var i god samklang med datidens mere indadvendte syn på tingene, ligesom det senere skift hen imod en mere liberal indstilling lå på linje med den åbning over for omverdenen, der siden kom til at præge udviklingen.

Nye obligationsudstedende institutter

Det lå i disse år Nationalbanken meget på sinde at få styrket kapitalmarkedsforholdene. Dels var der behov for specialinstitutter for industrien, landbruget og værfterne, dels var det vigtigt, at den hidtidige statslige deltagelse i boligbyggeriets finansiering uden vanskeligheder kunne overtages af hertil oprettede institutter.

Nationalbankens indsats bestod i at lægge pres på banker og sparekasser for at få dem til at deltage aktivt i institutternes etablering. Nationalbanken selv gik ind med kapital i nogle af dem og medvirkede endvidere ved udformningen af de regler, der kom til at gælde for deres virksomhed. Endelig fik institutternes obligationer en favørstilling ved at blive gjort belånbare i Nationalbanken til fordelagtige belåningsprocenter.

Oprettelsen af Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk - FIH - beroede således i høj grad på initiativer fra Nationalbankens side. Især nationalbankdirektør Svend Nielsen gjorde en stor indsats. Bankerne mente i før-

ste omgang, at de selv kunne klare industriens mellemfristede finansieringsbehov, men indvilgede alligevel i at støtte projektet.

Efter forarbejde i et udvalg, der lededes af bankdirektør Johs. Green, og hvori bl.a. nationalbankdirektør Frede Sunesen havde sæde, stiftedes instituttet i oktober 1958 som et aktieselskab af Danmarks Nationalbank, Danske Bankers Fællesrepræsentation, Danmarks Sparekasseforening, Assurandør-Societetet og Industrirådet.

Ved lov nr. 332 af 5. december 1958 om visse finansieringsinstitutter blev der givet adgang til, at direktører mv. i en bank eller sparekasse kunne have sæde i selskabets bestyrelse eller repræsentantskab[1]). Der blev endvidere skabt hjemmel for at fritage selskabets kasseobligationer for stempelafgift.

Instituttet fik til opgave at yde mellemlange lån til industri- og håndværksvirksomheder med henblik på finansiering af faste investeringer. Det kunne til fremme af sine formål optage lån i ind- og udland, herunder kasseobligationslån.

Ved siden af sin primære virksomhed påtog instituttet sig senere at administrere midler, som delvis stilledes til rådighed af det offentlige til særlige formål af eksport- og investeringsfremmende karakter, herunder miljøinvesteringer og investeringer med henblik på energibesparelser.

I 1959 oprettedes de tre boligfonde – Byggeriets Realkreditfond, Provinsbankernes Reallånefond og Landsbankernes Reallånefond. Lovgrundlaget herfor var tilvejebragt året før[2]). Baggrunden var et politisk ønske om, at staten trak sig ud af boligfinansieringen.

Byggeriets Realkreditfond stiftedes som en selvejende institution i marts 1959 af Danmarks Nationalbank, Danske Bankers Fællesrepræsentation og Fællesorganisationen af Almennyttige Danske Boligselskaber. Som grundlag for fondens virksomhed blev der af Nationalbanken og private banker tegnet en garantikapital på oprindelig 60 mill.kr., der senere suppleredes med tegning af yderligere garantikapital fra boligselskaber mfl. Fondens udlån kom til at omfatte etagebyggeri i hele landet, parcelhusbyggeri i hovedstadsområdet, byggeri med socialt og kulturelt formål samt i specielle tilfælde kontor- og forretningsejendomme[3]).

---

[1]) Instituttets første formand blev bankdirektør Johs. Green, Privatbanken. Som direktør blev udpeget bankdirektør Erik Mollerup, Banken for Hobro og Omegn. Nationalbanken blev i bestyrelsen repræsenteret af kontorchef, senere underdirektør Børge Christiansen, og fra 1975 af underdirektør Arne Brøndum. Direktør Mollerup har i skriftet „Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk A/S, 1958/1978" givet en skildring af de første 20 år af instituttets virksomhed.

[2]) Lov nr. 356 af 27. december 1958 om boligbyggeriet.

[3]) Fondens første formand blev bankdirektør Poul Ingholt, Landmandsbanken. Som direktør blev udpeget afdelingschef i Boligministeriet, Viggo Nørby, der i sin bog fra 1984 „Byggeriets Realkreditfond 1959-1984" har givet en skildring af boligfondenes tilblivelse.

Ligeledes i marts 1959 stiftedes Provinsbankernes Reallånefond med det formål inden for provinsbankernes område at yde lån til parcelhusbyggeri med eventuelt supplerende erhvervsareal.

I maj samme år stiftede Andelsbanken og Arbejdernes Landsbank deres eget institut - Landsbankernes Reallånefond. Låneområdet blev parcelhusbyggeri - ligeledes med eventuelt supplerende erhvervsareal - uden for hovedstadsområdet. Banker med hjemsted i hovedstadsområdet fik ret til at benytte fonden ved formidling af sådanne lån. Fonden blev administreret af Byggeriets Realkreditfond, men med fondens egen bestyrelse som det ansvarlige organ.

Endelig indførte sparekasserne en låneordning på forsikringsbasis for parcelhusbyggeri gældende for hele landet.

Fondene kunne som tredjeprioritetsinstitutter gå op til en lånegrænse på 75 pct., som kunne forhøjes ved passende garantistillelse. Denne mulighed blev hurtigt udnyttet ved hjælp af forsikringsgarantier, hvorved der blev lagt op til en halv snes procent ekstra på lånegrænsen.

Fondene benyttede sig også af muligheden for at yde kontantlån, således at låntagerne kunne vælge mellem denne låneform og traditionelle obligationslån med udbetaling i kasseobligationer. Det var denne sidste låneform, der anvendtes i kredit- og hypotekforeningerne.

Nationalbankdirektør Svend Nielsen, der blev medlem af Byggeriets Realkreditfonds bestyrelse, var stærkt kritisk over for kontantlån, der byggede på en asymmetri i rentefastsættelsen, hvorved der kunne opnås skattefordele for låntageren og køberen af de bagved liggende nominelt forrentede obligationer set under ét. Endvidere - og det var nok hovedindvendingen - kunne denne konstruktion gøre det sværere for låntageren at drage fordel af et rentefald og dermed udnytte en potentiel konverteringsmulighed. Da Landsbankernes Reallånefond havde indført denne låneform, fandt man det imidlertid nødvendigt at følge efter. Kontantlån blev en stor succes[1]).

I efterårsmånederne 1959 og de første måneder af 1960 blev der arbejdet på etableringen af et særligt finansieringsinstitut for landbruget. Instituttet skulle yde lån til bygningsforbedringer, mekanisering og generationsskifte. I første omgang var især det mindre landbrug optaget af denne tanke.

I sin åbningstale til Folketinget i oktober 1959 havde statsminister H. C. Hansen ladet forstå, at regeringen overvejede at gøre det lettere for det mindre landbrug at opnå lån. Bemærkningen faldt i forbindelse med en bebudet revision af loven om indkøbsforeninger for mindre jordbrugere. Udtalelsen blev opfattet sådan, at det var en statslig landbrugsbank - i lighed med Fi-

[1]) Direktør Viggo Nørby har i Danske Realkreditfunktionærers Landsforenings jubilæumsskrift 1986 (50 år) skrevet en artikel om emnet „Kontantlån - hvorfor - hvorfor ikke".

skeribanken – man havde i tankerne. Det viste sig imidlertid hurtigt, at der også hvad angik lån til landbruget var et bredt politisk ønske om at undgå statsfinansiering.

På denne baggrund blev der den 9. marts 1960 afholdt møde hos landbrugsminister Karl Skytte. I mødet deltog bl.a. repræsentanter for pengeinstitutterne. Der blev givet udtryk for mange, men overvejende positive synspunkter. Fra pengeinstitutside understregede man vigtigheden af, at et nyt institut drog fordel af bankers og sparekassers sagkundskab og apparat. Landbrugsministeren ønskede en snarlig afgørelse, og en sådan kom også.

Allerede i slutningen af marts kunne pengeinstitutterne fremlægge en skitse til et landbrugsfinansieringsinstitut, og efter yderligere møder og finpudsning kunne landbrugsministeren den 12. maj 1960 fremsætte forslag i Folketinget til lov om et finansieringsinstitut for landbrug mv.[1]). Et enigt folketingsudvalg indstillede lovforslaget til uændret vedtagelse, hvilket skete ved 3. behandlingen den 14. juni 1960.

Dansk Landbrugs Realkreditfond blev herefter stiftet som en selvejende institution i oktober 1960 af Danmarks Nationalbank, Danske Bankers Fællesrepræsentation og Danmarks Sparekasseforening i samarbejde med De Samvirkende Danske Landboforeninger og De Samvirkende Danske Husmandsforeninger.

Fonden fik til formål at yde lån mod sekundær panteret i landbrugsejendomme, gartnerier, skov- og havebrugsejendomme med dertil hørende besætning, driftsinventar og driftsmateriel mv. Endvidere kunne der ydes lån til lettelse af generationsskifte.

Som ønsket af pengeinstitutterne blev fondens lån formidlet gennem banker og sparekasser, der samtidig påtog sig en del af risikoen gennem selvskyldnerkaution og deltagelse i tegning af en kollektiv garantikapital. Herudover blev der tilvejebragt en grundfond ved grundfondsforskrivninger tegnet af Danmarks Nationalbank samt banker og sparekasser[2]).

Spørgsmålet om etableringen af et skibskreditinstitut blev rejst fra forskellig side i 1959. Såvel formanden for Centralorganisationen af Metalarbejdere i Danmark, folketingsmedlem Hans Rasmussen, som handelsminister Kjeld Philip gik ind for denne mulighed, der også blev støttet af Arbejderbevægelsens Erhvervsråd. Værfter og redere var ligeledes interesserede. Baggrunden var dårlige skibsfartskonjunkturer i 1958 og 1959 og den efterhånden hårde

---

[1]) Folketingstidende 1959-60 III, sp. 5551-5553.

[2]) Fondens første formand blev bankdirektør J. Paulsen, Tønder Landmandsbank. Nationalbankdirektør Frede Sunesen indtrådte i bestyrelsen. Erik Krogstrup, der som direktør for Danske Bankers Fællesrepræsentation havde ledet det praktiske arbejde med etableringen af fonden, blev valgt til direktør.

internationale konkurrence om skibsleverancer, der havde tvunget værfterne ud i store og lange leveringskreditter.

Det var vigtigt for sagens videre forløb, at også et par af de store banker var positive. Især Landmandsbanken, der havde betydelige engagementer på området, så heri en velkommen mulighed for at opnå en likviditetsmæssig aflastning.

Nationalbanken kom til at stå som initiativtager, men det kneb i første omgang med at få skabt enighed. Der kom først for alvor skred i forhandlingerne, da Nationalbanken i maj 1960 genindførte den almindelige obligationsbelåning og samtidig afskaffede genbelåningen af skibspantebreve.

Året efter blev lovgrundlaget bragt på plads[1]). Der blev herved bl.a. givet stempelfrihed for fondens obligationer. Fonden stiftedes den 6. juni 1961 som en selvejende institution af Danmarks Nationalbank, Danske Bankers Fællesrepræsentation, Danmarks Rederiforening, Foreningen af Jernskibs- og Maskinbyggerier i Danmark samt Assurandør-Societetet[2]). Garantikapitalen på oprindelig 40 mill.kr. blev tegnet af Nationalbanken samt institutter og virksomheder inden for de stiftende organisationer.

Fonden fik til formål at yde lån med en løbetid på indtil 7 år mod 1. prioritets pant i skibe på mindst 150 brt., normalt inden for 50 pct. af skibets værdi. Der kunne ydes lån mod pant i skibe bygget for dansk regning på dansk eller udenlandsk værft samt i skibe bygget for udenlandsk regning på dansk værft. Af besparelseshensyn blev fondens administration henlagt til Byggeriets Realkreditfond[3]).

Fondens virksomhed forløb som planlagt i den første tid. Lånene blev ydet som almindelige kurstabslån, der finansieredes ved A-obligationer med en pålydende rente på 6 pct.

Men efterhånden meldte der sig problemer. Det skyldtes her som på andre konkurrenceudsatte områder stigningen i det danske renteniveau. Der opstod et pres for at få afbødet virkningerne heraf, og det lykkedes.

Da den effektive rente af fondens lån kom op på 8-9 pct., introduceredes i september 1963 - på regeringens opfordring - såkaldte B-obligationslån. Den pålydende rente var fortsat 6 pct., men B-obligationerne skulle købes af pengeinstitutterne til pari, mod at de til gengæld - efter behov - kunne belåne dem i Nationalbanken til samme lave rente. I september 1965 ændredes ordningens tekniske udformning, således at det blev Nationalbanken, der overtog obligationerne, der herefter blev udstedt i særlige C-serier. Ændringen gjaldt nybygninger på danske værfter til levering fra 1. januar 1967.

---

[1]) Lov nr. 143 af 17. maj 1961 om et skibsfinansieringsinstitut.

[2]) Fondens første formand blev bankdirektør Poul Ingholt, Landmandsbanken. Nationalbankdirektør S. Hartogsohn indtrådte i styrelsen som næstformand - i 1963 afløst af nationalbankdirektør Svend Andersen.

[3]) Dette ændredes i 1991, hvor fonden fik egen direktion og administration.

Der indførtes således rentestøttede lån, som hurtigt blev det altdominerende element i fondens udlånsvirksomhed. Fonden blev følgelig dybt involveret i subsidieringen af værftsindustrien og blev dermed et modstykke til de mange og omfattende støtteordninger, der dukkede op i andre lande.

Som følge af finansieringsformen blev det i første omgang Nationalbanken, der måtte registrere et tab, men da tabet formindskede overskudsoverførslen fra Nationalbanken til staten, blev det i sidste instans staten, der kom til at bære det.

Endelig skal nævnes Færøernes Realkreditinstitut, der blev oprettet i marts 1955 med det formål at yde lån mod pant i fiskefartøjer hjemmehørende på Færøerne[1]).

Ifølge loven udpeger Nationalbanken et af de tre medlemmer af direktionen. De to øvrige udpeges af henholdsvis Statsministeriet og Landsstyret. Direktionen fungerer i realiteten som bestyrelse.

Nationalbanken deltog i udvalget, der formulerede lovforslaget. Under forhandlingerne blev banken anmodet om at yde støtte til instituttet i den første tid. Grundfonden - midler fra Marshall-hjælpen - var ikke tilstrækkelig, og det ville være svært umiddelbart at skaffe midler gennem obligationsudstedelse. Nationalbanken indvilgede derfor i at yde et lån på 2 mill.kr. Lånet blev rente- og afdragsfrit i 10 år. Efter flere udsættelser påbegyndtes afviklingen i 1976.

Midlerne til finansieringen blev efterhånden for størstedelens vedkommende fremskaffet ved udstedelse af obligationer, som blev afsat på det danske kapitalmarked. Da renten i Danmark steg, henvendte Landsstyret sig til rigsmyndighederne med anmodning om hjælp til billiggørelse af finansieringen. Man ønskede især etableret en købsordning i lighed med den, der var gennemført for Danmarks Skibskreditfonds C-obligationer.

Statsminister Jens Otto Krag lod henvendelsen - med sin anbefaling - gå videre til Nationalbanken, som i november 1967 accepterede at overtage instituttets statsgaranterede obligationer til pari frem til og med finansåret 1968-69 inden for en ramme på 8 mill.kr. årligt eller i alt 16 mill.kr. Tilsagnet blev siden fornyet og rammebeløbet forhøjet.

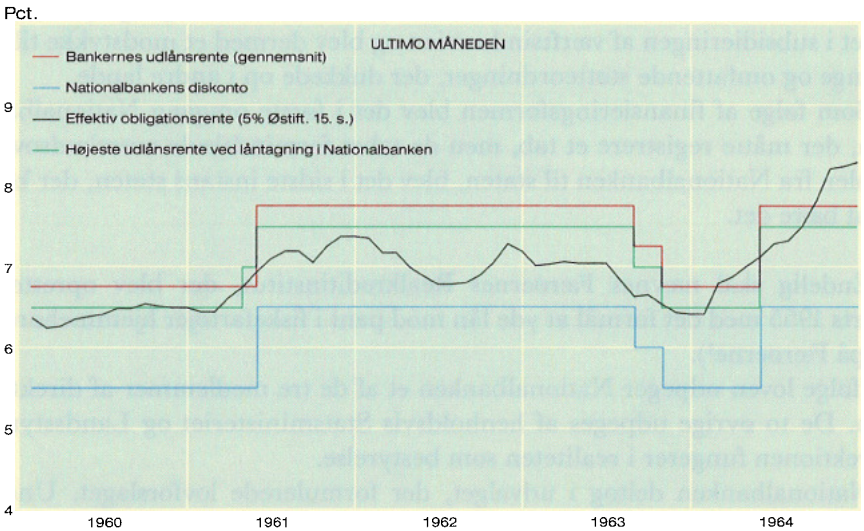
Styring af långivningen

Det var naturligvis hensigten med de pengepolitiske beslutninger, at pengeinstitutterne skulle tilpasse deres rentesatser og udlånspolitik herefter.

Det gjorde de også for så vidt angår diskontoændringerne, der hurtigt blev efterfulgt af stort set tilsvarende ændringer i ind- og udlånsrentesatserne.

[1]) Lov nr. 60 af 12. marts 1955 om Færøernes Realkreditinstitut.

Figur 2.1 Rentesatser 1960-1964



Danmarks Nationalbank.

Bankers og sparekassers indlånsrenteaftale fra 1935, der omfattede bindende maksimale rentesatser for indlån på anfordring og opsigelse, medførte – med mindre afvigelser – en praktisk taget automatisk tilpasning efter de rentesignaler, der kom fra Nationalbanken.

Der var endvidere en vis sammenhæng med den lange rente, således at man fik en nogenlunde parallel udvikling på renteområdet som helhed, som det fremgår af figur 2.1.

Ændringerne i Nationalbankens belåningsgrænser for obligationer blev også fulgt op, og endelig lykkedes det at realisere en stramning af pengeinstitutternes likviditet i de år, hvor der var pres i økonomien, jf. tabel 2.5.

For så vidt kan man sige, at pengepolitikken virkede efter hensigten, men en helhedsvurdering må naturligvis også omfatte den faktiske stigning i pengeinstitutternes udlån, og her kneb det. Udlånstallene, der fremgår af tabel 2.6, tydede på, at pengeinstitutterne ikke holdt igen på kreditgivningen i de perioder, hvor der var brug for det.

I møderne med Nationalbanken gav pengeinstitutterne udtryk for, at dette var meget svært. De accepterede Nationalbankens henstillinger, som formentlig havde en vis effekt, men realiteten var, at udlånsvæksten blev større end ønskeligt set fra et pengepolitisk synspunkt. Pengeinstitutternes forklaring var bl.a., at der altid ville gå en vis tid, fra man ændrede udlånspolitik, til resultatet viste sig, respektive at det ikke lod sig gøre at kontrollere træk på allerede bevilgede kreditter. En hovedbankdirektør udtrykte det bramfrit ved at sige, at „det er kunderne, der bestemmer farten".

Tabel 2.5 Ændringer i bankers og sparekassers likviditet

	Bankers og sparekassers nettotilgodehavende i		I alt	Likviditetsbestemmende forhold			
	Nationalbanken[1])	Udlandet (nettovalutastilling)		Statens nettogæld til Nationalbanken[2])	Samlede valutareserver[3])	Nationalbankens beholdning af obligationer og aktier[4])	Andre faktorer[5])
	Milliarder kroner						
Stilling ultimo dec. 1959 ...	0,2	0,3	0,5	1,7	1,5	0,5	
Ændring i							
1960	- 0,3	- 0,3	- 0,6	- 0,4	- 0,1	0,0	- 0,1
1961	0,0	- 0,2	- 0,2	0,3	- 0,2	0,1	- 0,3
1962	- 0,2	- 0,4	- 0,6	- 0,2	- 0,6	0,4	- 0,2
1963	0,7	0,2	0,9	- 0,6	1,7	0,1	- 0,3
1964	- 0,4	- 0,3	- 0,7	- 1,6	0,8	0,4	- 0,3
Stilling ultimo dec. 1964 ...	0,1	- 0,7	- 0,6	- 0,8	3,2	1,5	

Danmarks Nationalbank.
[1]) Inkl. indlånsbeviser med en løbetid på 91 dage. Kreditbeviser er ikke inkluderet i tallene. Til og med 1962 ekskl. sparekasser.
[2]) Inkl. postgiromidler.
[3]) Ændringstallene er beregnet ekskl. kursregulering af Danmarks internationale likviditet.
[4]) Ændringstallene er beregnet ekskl. kursregulering.
[5]) Omfatter bl.a. ændringer i seddel- og møntomløbet, Nationalbankens løbende indtjening og ændringer i Nationalbankens mellemværender med Hypotekbanken.

Tabel 2.6 Bankers og sparekassers udlån og beholdning af obligationer og aktier

Ultimo	Udlån	Stigning i forhold til året før	Udlån i procent af indlån	Beholdning af obligationer og aktier[1])	Stigning i forhold til året før[2])	Obligationer og aktier i procent af indlån
	Milliarder kroner	Procent		Milliarder kroner	Procent	
1959	14,2	•	•	3,5	•	•
1960	16,2	14,1	90	3,2	- 7,3	18
1961	18,0	11,1	91	3,3	3,2	17
1962	20,2	12,2	94	3,6	6,2	17
1963	21,8	7,9	89	4,3	11,4	18
1964	25,1	15,1	93	4,3	1,9	16

Danmarks Nationalbank.
[1]) Ekskl. Nationalbankens indlånsbeviser og kreditbeviser.
[2]) Ekskl. kursregulering.

Pengeinstitutterne var således villige til at forøge deres udlån, uanset at deres likviditet forringedes. Dette var ikke i overensstemmelse med den undersøgelse, som en halv snes år forinden var foretaget af professor, dr.polit. Jørgen Pedersen og daværende undervisningsassistent Carl Erik Sørensen om bankernes reaktion på ændringer i deres likviditet[1]). Undersøgelsen, der hvilede på besvarelse af en række skriftligt stillede spørgsmål, pegede i retning af, at bankerne ikke ønskede at yde lån på basis af gældsætning til Nationalbanken.

Denne konklusion, der ellers var vand på Nationalbankens mølle, viste sig altså ikke at holde i praksis. Andre og senere undersøgelser var da også mere nuancerede eller pegede i retning af, at bankerne stort set efterkom låneefterspørgslen og efterfølgende tilpassede deres likviditet herefter[2]).

At Nationalbanken ikke var tilfreds med disse forhold, kom frem ved flere lejligheder. I Nationalbankens årsberetning for 1964 blev der således på side 45 som en kommentar til det fornyede pres i økonomien givet udtryk for følgende: „Der er næppe tvivl om, at den store udlånsstigning var en af forudsætningerne for, at den stigende efterspørgsel - hvis årsager lå andetsteds - kunne omsætte sig i et effektivt efterspørgselspres med deraf følgende betalingsbalanceunderskud".

Styring af obligationsmarkedet - i det omfang, der overhovedet blev gjort forsøg herpå ud over de tidligere nævnte likviditets- og rentebestemte interventioner - var forbundet med endnu større vanskeligheder.

Det var en udbredt opfattelse, at de nye obligationsudstedende institutter, som blev oprettet omkring 1960, gjorde det nemmere at få lån, således at tilkomsten af disse institutter bidrog til den overophedning, der især karakteriserede bygge- og anlægsområdet.

At de tre boligfinansieringsfonde hurtigt fik fodfæste på markedet for realkreditlån, fremgår af tabel 2.7. Der er ingen tvivl om, at fondene medvirkede til den kraftige forøgelse af den samlede obligationsmængde i disse år, uanset at de afløste statslån, og uanset at de - for at dæmpe konkurrencen - fik eneret på den yderste del af realkreditbelåningen.

Det afgørende for udviklingen i obligationsrenten var dog presset i bygge- og anlægssektoren og de renteforventninger, der blev skabt af stigningen i priser og omkostninger. Det var først og fremmest disse forhold, der pressede obligationsrenten op. Problemet var, at finansieringsforholdene lettede mu-

---

[1]) Refereret i Nationaløkonomisk Tidsskrift 1950, side 93-124, under overskriften „Hvorledes reagerer bankerne?"

[2]) Bl.a. Niels Thygesen „The variability of the credit multiplier in Denmark 1950-1962" - indlæg på møde i „Econometric Society" i Zürich, september 1964, Erik Hoffmeyer „Pengepolitik i Teori og Praksis", Nationaløkonomisk Tidsskrift 1965, side 209-225 og Bodil Nyboe Andersen „Den danske pengeefterspørgsel 1921-62", samme tidsskrift 1966, side 223-243.

Tabel 2.7 Cirkulation af realkreditobligationer

Ultimo	Kredit-foreningsobligationer	Hypotek-foreningsobligationer	Andre realkreditobligationer[1])
	Milliarder kroner		
1960	12,6	1,7	0,1
1965	25,5	4,0	4,2
1970	49,7	8,3	15,9
	Procent		
Relativ fordeling			
1960	87	12	1
1965	76	12	12
1970	67	11	22

Danmarks Nationalbank.
[1]) De tre boligfonde samt Dansk Landbrugs Realkreditfond.

ligheden for, at efterspørgselstrykket i selve økonomien fik lov til at udfolde sig.

Der viste sig samtidig en vis tilbageholdenhed hos store institutionelle investorer med hensyn til obligationskøb. Dette gjorde sig bl.a. gældende i banker og sparekasser, der naturligt nok søgte at tilpasse købene efter deres egne udlånsmuligheder. Sammenholdt med indlånene og set over en årrække var pengeinstitutternes beholdninger af værdipapirer dog nogenlunde stabile, jf. tabel 2.6, et forhold, som senere skulle vise sig at blive ændret ganske radikalt. Forsikringsselskabers og pensionskassers relative betydning som obligationskøbere var aftagende. I denne situation betød tilkomsten i 1964 af Arbejdsmarkedets Tillægspension en væsentlig styrkelse af kapitalmarkedets efterspørgselsside.

At Nationalbanken ikke nærede illusioner om det lange marked som bremsende faktor, fremgår af de afsluttende bemærkninger i bankens årsberetning for 1962, hvori det bl.a. hed: „Da der ... for en væsentlig del af byggeriet anvendes finansieringsformer, som stiller meget beskedne krav til egenkapitalen, har kapitalmarkedets forhold kun ringe indflydelse på byggeriets omfang, så længe velstandsfremgang i forening med befolkningens vækst og vandringen fra land til by fremkalder en ekstraordinært stærk boligefterspørgsel, som yderligere stimuleres kunstigt af huslejebindingen".

Fra Nationalbankens side var man således ikke tilfreds med de resultater, der blev opnået. Dette kom til at præge tilrettelæggelsen af pengepolitikken i de følgende år.

Internationale valutaforhold

Igennem 1960'erne opstod der stigende spændinger i det internationale valutasystem, Bretton Woods-systemet, der var bygget op omkring Den Internationale Valutafond i Washington.

Deltagerne i dette system var forpligtet til i princippet at holde faste valutakurser, som dog skulle ændres i tilfælde af fundamental uligevægt på betalingsbalancen. Der var ifølge fondoverenskomsten mulighed for udsving i de markedsmæssige kurser, men begrænset til 1 pct. på hver side af pariteten[1]).

Parikurserne blev fastsat i forhold til guld. Samtidig garanterede USA for forbindelsen mellem guld og dollar ved at erklære sig villig til at omveksle andre landes dollartilgodehavender til guld i forholdet 35 dollars pr. ounce fint guld. Dette skete i praksis via guldmarkedet i London ved de såkaldte guldpuljelandes mellemkomst[2]).

Disse bestemmelser gav efterhånden problemer for de to reservevalutalande, USA og England.

USA's dollarforpligtelser over for omverdenen steg stærkt, dels som følge af USA's store civile og militære hjælpeprogrammer over for andre lande, dels på grund af kapitaludstrømning fra USA. Dette skabte mistillid til, om den officielle guldpris kunne holde. Resultatet blev omveksling af dollars mod guld i betydeligt omfang, således at USA's guldbeholdning faldt. Med stigende dollarforpligtelser og faldende guldbeholdning blev USA's internationale likviditet med andre ord markant forringet.

Englands problemer skyldtes underskud på betalingsbalancens løbende poster. Det blev samtidig mere og mere klart, også for England selv, at sterlings rolle som reservevaluta ikke i længden ville kunne opretholdes.

Begge lande forsøgte at forsvare sig på forskellig vis, bl.a. ved diskontoforhøjelser og andre stramninger internt, ved træk på Valutafonden og gennem støtteordninger aftalt med andre landes centralbanker. Også verbale fornægtelser blev taget i brug. Kort efter sin tiltrædelse som præsident i januar 1961 udtalte John F. Kennedy således kategorisk, at guldprisen ikke ville blive ændret.

I 1962 indledte den amerikanske centralbankmyndighed et samarbejde med centralbanker i en række andre lande om gensidige kortfristede kreditarrangementer, såkaldte swap-aftaler. Samme år styrkedes Valutafondsystemet ved tilsagn fra en række valutastærke lande om på visse betingelser at stille ekstra beløb til rådighed for fonden (General Arrangements to Borrow, GAB).

De pågældende lande kom til at udgøre den såkaldte 10-landegruppe, der foruden de syv store industrilande, USA, Japan, Tyskland, England, Frankrig, Italien og Canada, tillige omfattede Holland, Belgien og Sverige. Senere kom også Schweiz til, uden at gruppen af den grund skiftede navn.

---

[1]) Se Svend Andersen „Det internationale valutasystem under forvandling", Festskrift til Carl Iversen 1969, og Bodil Nyboe Andersen og Henning Holten „Udviklingen i det internationale valutasystem siden 1945", Nationaløkonomisk Tidsskrift 1978, nr. I.

[2]) Foruden USA - Belgien, England, Holland, Italien, Schweiz og Tyskland. Oprindelig var også Frankrig deltager, men ophørte fra juni 1967 med at medvirke aktivt.

I juli 1963 forhøjedes den amerikanske diskonto fra 3 til 3½ pct. med det formål at forsvare dollaren. Det var første gang i mange år, at diskontoen blev anvendt i dette øjemed. Der blev samtidig aftalt en beredskabskredit med Valutafonden. Endvidere indførtes i 1964 med virkning fra juli 1963 en renteudligningsskat, som gjorde det dyrere for udlændinge at optage obligationslån i USA. Denne form for kapitaleksport tørrede herefter ind, men til gengæld steg långivningen fra amerikanske banker til udlandet. Endvidere dannede der sig et marked uden for USA – især i London – i euroobligationer udtrykt i dollars. En anden nydannelse var salg til udenlandske monetære myndigheder af mellemfristede obligationer denomineret i kreditorlandets valuta (Roosa-bonds).

Også England måtte tage skrappe midler i brug samt ty til hjælp hos Valutafonden og støtte fra udenlandske centralbanker. I 1964 indførtes en midlertidig importafgift på 15 pct. af de fleste importvarer med fødevarer og råmaterialer som de vigtigste undtagelser.

Omvendt forøgedes Tysklands valutareserver kraftigt. Det skete på baggrund af en stærk økonomi, en forholdsvis høj rente samt tillid til D-marken. De tyske myndigheder forsøgte at bremse for valutatilstrømningen. Det hjalp, da D-marken – sammen med den hollandske gylden – blev opskrevet i marts 1961. Under Berlin-krisen nogle få måneder senere gik kapitalstrømmen den modsatte vej, men da krisen var overstået, rettede D-marken sig hurtigt igen.

Det lykkedes således ikke at få fjernet spændingerne i valutasystemet, og 1963 og 1964 blev år med betydelig uro. Det var et problem, at valutakursændringer blev betragtet som en politisk falliterklæring og derfor som oftest blev den sidste udvej til imødegåelse af betalingsbalancevanskeligheder. Som følge heraf opbyggedes der voldsomme spekulative pres mod valutaer under mistanke, og var der tale om store valutaer, blev resultatet valutakriser af internationalt format.

Pres mod kronen

Uroen smittede også af i Danmark. Omkring nytår 1963 blev kronen udsat for et pres, om end ikke af voldsomt omfang, og det vakte da heller ikke større opmærksomhed hverken i Danmark eller i udlandet.

Der havde forinden været en vis debat om valutakurspolitikken. I en samtale med Kristeligt Dagblad den 18. august 1962 gav professor Anders Ølgaard således udtryk for, at „vi kan meget vel om nogen tid komme i en situation, hvor det kan blive nødvendigt at tage vor valutakurspolitik op – en devaluering kan blive nødvendig". Disse tanker blev fulgt op af en kronik i samme blad den 9. september 1962, hvori Ølgaard gik i rette med to myter om valutakurserne, nemlig for det første, at devaluering under ingen om-

stændigheder kan komme på tale som middel i den økonomiske politik, og for det andet, at valutakursændringer i hvert fald er noget, man ikke taler om.

Det gjorde man nu alligevel, men ikke over for offentligheden. I slutningen af august 1962 var økonomiminister Kjeld Philip under et møde mellem de økonomiske ministre og Nationalbankens direktion inde på tanken, men mere kom der ikke ud af det ved denne lejlighed.

I efteråret fik rygterne om en mulig kronedevaluering næring fra en speciel kant, nemlig i det forhold, at Verdensbankens mission til Danmark for at drøfte et nyt lån til elværkerne var blevet udsat. Selv om udsættelsen skyldtes rent tekniske forhold, blev den nogle steder taget som udtryk for mistillid, bl.a. fordi Verdensbanken forveksledes med Valutafonden, så det på et vist tidspunkt forlød, at Danmark havde ansøgt om et træk på Valutafonden, men fået afslag.

Presset mod kronen viste sig især i valutaterminsmarkedet gennem forholdsvis lave terminskurser for kroner[1]), og dette sammen med den anstrengte danske økonomi og svækkelsen af valutastillingen gav næring til skepsis, som fandt vej til det engelske dagblad The Times, hvis artikel blev omtalt i Berlingske Tidende den 5. januar 1963 med tilføjelsen, „men det er rygter uden bund i virkeligheden".

Den 11. januar 1963 bragte dagbladet Børsen en leder under overskriften „Grundløst kronerygte", og i selve lederen blev det nævnt, at „for den nuværende ledelse af Danmarks Nationalbank er tanken om devaluering ganske kold og fremmed". Bladets chefredaktør, Jens Peter Jensen, havde aftenen i forvejen haft en telefonsamtale med Svend Nielsen om sagen.

På denne baggrund intervenerede Nationalbanken for første gang i sin historie i valutaterminsmarkedet. Det skete ved salg af pund, hvorefter situationen stabiliseredes.

I november 1964 opstod der en lignende situation på baggrund af den stærke uro om sterling. Frygten for, at en devaluering af sterling kunne trække kronen med sig, øgede interessen for kurssikring hos danske virksomheder med det resultat, at terminskursen endnu en gang kom under pres. Nationalbanken greb atter ind med samme resultat som før. Terminskursen rettede sig hurtigt derefter.

Begge episoder fik således et kort forløb. Selv om de fortrinsvis var foranlediget af uro uden for landets grænser, var de en påmindelse om Danmarks valutarisk svage stilling.

De gav samtidig anledning til overvejelser i Nationalbanken om, hvordan man skulle forholde sig i tilfælde af en devaluering af sterling. Det gjaldt om at undgå, at det indtryk skulle fæstne sig, at den danske krone i en sådan si-

[1]) I modsætning til kontantmarkedet kunne kurserne på terminsmarkedet svinge frit.

tuation næsten som en selvfølge måtte følge pundet, således som det var sket i 1931 og 1949.

I et internt notat fra november 1964 kom Nationalbanken til den konklusion, at sammensætningen af Danmarks udenrigshandel både varemæssigt og geografisk havde ændret sig så radikalt, at en sterlingdevaluering nu ikke længere automatisk burde få konsekvenser for den danske krone, men at det formentlig snarere ville være i dansk interesse at opretholde kronens paritet, i hvert fald hvis England kun fik følgeskab af ganske få lande uden for sterlingområdet. Økonomisk var Danmark langt mindre afhængig af England end tidligere, og i en situation med fuld beskæftigelse og stærkt efterspørgselspres ville en devaluering af kronen kun stimulere de inflationære tendenser.

Disse synspunkter, der under et møde i Nationalbanken i december 1964 blev meddelt økonomiminister Henry Grünbaum, som lovede at orientere regeringen herom, kom til at danne grundlaget for det videre arbejde med fastlæggelsen af den danske politiske holdning til dette spørgsmål.

3. 1965-1969

Balanceproblemer

Vanskelighederne med at holde økonomien på ret køl fortsatte. Den økonomiske vækst lå stadig på et højt niveau, men med svingninger fra år til år. 1966 var lavpunktet med en vækst på 2½ pct., mens man i 1969, der var et år med „hul" i skatten på grund af overgangen til kildeskat, kom op på over 6 pct.

Ledigheden var fortsat overordentlig lav. I årene fra 1965 til 1967 udgjorde den omkring 1 pct. af arbejdsstyrken. Dette indebar, at der stadigvæk periodevis var udtalt mangel på arbejdskraft, især inden for bygge- og anlægssektoren. I årene 1968-69 kom ledigheden op på omkring 2 pct., hvilket dengang blev betragtet som en politisk belastning.

Uanset om den økonomiske vækst var stærk eller svag, forøgedes timelønningerne med 11-12 pct. årligt. Forbrugerpriserne steg gennemgående med 6-7 pct. undtagen i 1969, hvor stigningstakten kom ned under 5 pct.

Betalingsbalancens løbende poster viste i alle årene underskud i størrelsesordenen 1½-2 pct. af bruttonationalproduktet undtagen i 1969, hvor underskuddet fordobledes, jf. den følgende tabel 3.1.

Altså alt i alt en udvikling, hvor der fortsat var behov for en stabiliserende indsats.

På baggrund af erfaringerne fra de foregående år kom det pengepolitiske bidrag især til at hvile på deponeringsordningen og obligationsrationeringen, mens Nationalbankens låneregler gled noget i baggrunden. Der blev således indført et kvantitativt element i penge- og kreditpolitikken, men med understregning af, at denne form for regulering skulle være midlertidig. Nationalbanken lagde samtidig stor vægt på, at der gennemførtes begrænsninger i kommunernes lånoptagelse. Diskontoen blev et vigtigt instrument i forbindelse med devalueringen i 1967 og under valutakrisen i 1969.

Vægtfordelingen mellem finanspolitikken og pengepolitikken dukkede op gang på gang. Nationalbanken gik ind for en stram finanspolitik, således at pengepolitikken kunne aflastes, dvs. renten holdes på et ikke alt for højt niveau af hensyn til investeringerne.

Dette var der også bred forståelse for i politiske kredse, men samtidig så man gerne, at Nationalbanken selv søgte at afskærme renten ved brug af direkte midler. Herigennem kunne der - håbede man - lægges en dæmper på

Tabel 3.1 Betalingsbalance, kapitalbevægelser og international likviditet

	Betalingsbalancens løbende poster	Registrerede kapitalbetalinger		Uregistrerede kapitalbevægelser samt fejl og udeladelser	Ændringer i Danmarks internationale likviditet[1])	Danmarks internationale likviditet ultimo[2])
		Private	Offentlige			
	Milliarder kroner					
1965	- 1,2	0,8	0,1	0,3	0,0	3,7
1966	- 1,5	0,6	0,1	1,0	0,2	3,9
1967	- 2,0	0,7	0,2	1,0	- 0,1	3,8
1968	- 1,6	0,4	0,6	0,5	- 0,1	3,8
1969	- 3,1	0,6	0,8	1,0	- 0,7	3,2

Danmarks Nationalbank.
[1]) Ekskl. kursregulering.
[2]) Se note 2 til tabel 2.1.

udlånsstigningen uden rentemæssige omkostninger. Derfor interessen i deponeringsordningen og obligationsrationeringen samt de utallige opfordringer til Nationalbanken om at gøre sin indflydelse gældende over for pengeinstitutterne med henblik på begrænsning af lån til forbrugsformål. Synet på indlånsrenteaftalen var langt hen ad vejen udtryk for samme holdning.

Det var typisk, ikke alene for denne periode, men for årene før og efter, at politikerne ønskede sig betalt for stramninger af finanspolitikken med efterfølgende lettelser af pengepolitikken. En finansminister udtrykte det engang på den måde, at nu havde regeringen næsten med livet som indsats gjort, hvad Nationalbanken ønskede, underforstået, at nu måtte banken kvittere på passende vis.

Det forhold, at Nationalbanken i forbindelse med finanspolitiske stramninger kunne finde på at købe obligationer, gav fortsat forståelsesvanskeligheder. Det gjorde banken imidlertid ud fra den opfattelse, at en finanspolitisk stramning havde til formål at holde igen på forbruget, ikke at stramme pengeforholdene.

Nationalbankdirektør Svend Nielsen gjorde rede for dette forhold i den tidligere nævnte skrivelse af 27. november 1964 til folketingsudvalget vedrørende ændringer af visse forbrugsafgifter, og samme synspunkter blev fremført i marts 1965 af nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer i et møde med statsminister Jens Otto Krag og forhandlingslederne for de partier, der på daværende tidspunkt deltog i de politiske forligsforhandlinger.

Forholdet mellem finans- og pengepolitikken kom frem senere i 1965, da Nationalbanken på foranledning af merværdiafgiftsudvalget blev anmodet om en vurdering „af den økonomiske situation, herunder problemerne vedrørende kreditstramningen og dennes sammenhæng med finanspolitikken".

Realiteten bag denne henvendelse var et ønske om at få belyst størrelsen af

det overskud på statsfinanserne, der kunne skabe grundlag for en lempelse af pengepolitikken.

I svaret, der havde form af en skrivelse til finansminister Henry Grünbaum af 22. november 1965, hed det herom bl.a.:

„En ... præcisering af størrelserne er næppe mulig. ... den mest hensigtsmæssige retningslinje (vil) være, at den reelle udgiftsstigning, der må påregnes i det kommende finansår, i det mindste dækkes ved indtægtsforøgelser af en sådan størrelse og karakter, at den samlede efterspørgsel ikke stimuleres. Hvis denne betingelse opfyldes, kan man sige, at den finanspolitiske stramning fastholdes".

Og videre hed det:

„En realistisk vurdering af mulighederne for at ændre vægtfordelingen mellem finans- og pengepolitikken kan derfor ikke formuleres mere præcist, end at en fastholdelse af den finanspolitiske stramning efter de anførte retningslinjer skulle gøre det muligt at påbegynde en gradvis lempelse af pengepolitikken i et omfang, der til enhver tid må bestemmes af en samlet bedømmelse af udviklingen i beskæftigelsen, priserne og betalingsbalancen".

Efter anmodning mødte Erik Hoffmeyer en uges tid senere op i udvalget for at uddybe svaret. Den skriftlige formulering lød måske noget indviklet.

Finanspolitikken blev strammet ved forskellige lejligheder. I første halvår 1965 vedtoges de såkaldte *buketter*, dvs. en række forhøjelser af skatter, afgifter og takster ledsaget af visse besparelser på statsbudgettet. I forbindelse hermed forhøjedes omsen fra 9 pct. til 12½ pct. Endvidere indførtes der et midlertidigt stop for igangsættelse af offentlige bygge- og anlægsarbejder.

Sammen med de samtidigt gennemførte pengepolitiske foranstaltninger blev resultatet et klart aftagende pres i økonomien fra efteråret 1965.

Denne linje videreførtes i januar 1966 ved *trekantforliget* mellem Socialdemokratiet, Venstre og Det Radikale Venstre om finanspolitikken og ejendomsskatterne. Fra konservativ side blev der udtrykt stor bitterhed over, at Venstre gik med i dette forlig. Det Konservative Folkeparti havde selv kort forinden sammen med de samme tre partier indgået et senere meget omdiskuteret *bolig- og byggepolitisk forlig*, hvorved der blev gennemført en vis opblødning af de hidtidige rigoristiske regler på dette område.

Således skulle lejen i det ældre udlejningsbyggeri normaliseres i løbet af en 8-årig periode, og der indførtes en rentesikringsordning, hvorved statskassen - med en vis aftrapningsordning - dækkede den del af det sociale byggeris renteudgifter, der oversteg en gennemsnitlig effektiv forrentning på 6,5 pct. p.a. af de optagne prioritetslån. Resten af igangsættelsesreguleringen af boligbyggeriet ophævedes, og der gennemførtes visse lempelser i reguleringen af erhvervsbyggeriet og det offentlige byggeri.

Der var dog stadigvæk et betydeligt element af direkte og indirekte subsi-

dier tilbage. Alligevel indebar disse ændringer, at aktiviteten på byggeområdet i højere grad end hidtil kom til at afhænge af lånevilkårene og dermed af de penge- og kreditpolitiske forhold.

Den tilsigtede normalisering af boligmarkedet blev imidlertid ikke opnået. Prisudviklingen og dermed lejefastsættelsen i nybyggeriet forløb i et hurtigere tempo end forventet, og renten kom op i et niveau, man ikke havde regnet med. Det lykkedes derfor ikke at opnå den ønskede udjævning af lejeniveauerne. Lejeforskellene blev tværtimod større.

Som en udløber af trekantforliget forhøjedes mindsteudbetalingen ved afbetalingshandel fra 15 pct. til 20 pct. med virkning fra 1. juni 1966. Især Venstre lagde vægt på at få afprøvet denne mulighed for stramning af den økonomiske politik[1]).

Svagheden ved finanspolitikken var drifts- og anlægsudgifterne, der voksede vedholdende og kraftigt og typisk i et væsentligt hurtigere tempo end produktionen. Bl.a. som følge heraf blev det stedse vanskeligere at forlige de gunstige produktions- og beskæftigelsesforhold med ligevægt i økonomien.

I inflationsudvalgets betænkning fra maj 1966[2]) blev der som eksempler på svækkelse af finanspolitikken „forårsaget af meget kraftige udgiftsstigninger uden fornøden rettidig dækning" nævnt foråret 1961 og begyndelsen af 1965. Var betænkningen udkommet f.eks. 15 år senere, havde det været muligt at udvide kataloget ganske betydeligt. Betænkningen indeholdt et bilag om „Finanspolitikken under inflation" udarbejdet af professor, dr.polit. Jørgen Gelting[3]).

Der blev også ofret megen opmærksomhed på den svære og tilsyneladende uløselige opgave at forene høj vækst og beskæftigelse med en rimelig pris- og omkostningsudvikling og dermed bevarelse af konkurrenceevnen over for udlandet.

Om udviklingen i indkomsterne hed det i inflationsudvalgets betænkning bl.a., at når „indkomstkapløbet er blevet så omfattende ..., må det især ses på baggrund af utilstrækkeligheden af de konjunkturstabiliserende forholdsregler og mangelfuld hensyntagen til den samlede økonomiske balance ved dispositio-

---

[1]) Foranlediget af et spørgsmål i juni 1965 fra folketingsmedlem Henry Christensen havde justitsministeren nedsat et udvalg til undersøgelse af dette spørgsmål. Folketingstidende 1964-65 III, sp. 6347-6348.

[2]) Betænkning nr. 421, 1966, „Inflationens årsager". Udvalget havde departementschef Erik Ib Schmidt som formand.

[3]) Senere beregninger foretaget af Det Økonomiske Råds formandskab på basis af SMEC II og offentliggjort i Dansk Økonomi, foråret 1973, pegede i retning af, at effekten af finanspolitikken i årene 1967-73 havde været ekspansiv med undtagelse af 1972, hvor der fremkom en let kontraktiv virkning. I Finansministeriets Budgetoversigt 2, maj 1991, er vist en grafisk oversigt over finanseffekten for perioden 1965-91.

ner inden for andre områder af den økonomiske politik". Styringen af de kommunale udgifter blev nævnt som et af de svage punkter i konjunkturpolitikken.

Inflationen og møntforringelsen blev fanget af Bo Bojesen i tegningen på den følgende side, der viser Jens Otto Krag stående på inflationsudvalgets betænkning i færd med at dirigere det politiske sangkor, mens kronen går ned bag en sky.

I sin søgen efter argumenter for en mere håndfast linje i indkomstpolitikken anmodede Jens Otto Krag i juli 1966 Det Økonomiske Sekretariat, Det Økonomiske Råds formandskab og Nationalbanken om at fremkomme med en vurdering af den økonomiske situation i almindelighed med henblik på indkomstforhandlingerne i vinteren 1966-67.

De svar, han fik, var nogenlunde enslydende. Svarene blev brugt ved udtalelserne i åbningstalen til Folketinget den 4. oktober 1966 om de forestående indkomstforhandlinger.

Det blev heri nævnt, at alle tre redegørelser[1]) stærkt havde understreget, at hensynet til landets betalingsbalance måtte spille en afgørende rolle ved vurderingen af, hvilken forøgelse af de samlede pengeindkomster, der var mulighed for i de nærmeste år. På dette grundlag var der samme dag blevet rettet henvendelse til erhvervenes og arbejdsmarkedets hovedorganisationer. Regeringen havde heri bl.a. „understreget den afgørende betydning af, at den økonomiske stabilitet opretholdes. Betingelsen herfor er, at stigningen i de samlede pengeindkomster holdes inden for de rammer, der er nødvendige ud fra de nævnte hensyn. Sker det ikke, kan det få alvorlige konsekvenser for den fremtidige udvikling i produktion og beskæftigelse"[2]).

Måneden efter nedsatte Økonomiministeriet et udvalg med den opgave at analysere de problemer, der rejste sig i forbindelse med en økonomisk politik, der havde til formål at sikre økonomisk vækst under opretholdelse af et stabilt prisniveau og valutarisk ligevægt. Udvalgets nedsættelse var blevet bebudet af økonomiminister Ivar Nørgaard under hans redegørelse i Folketinget den 24. maj 1966 om inflationsbetænkningen[3]). Til formand for udvalget udpegedes departementschef Otto Müller, Handelsministeriet. Udvalget fik herudover fem medlemmer, deriblandt Erik Hoffmeyer.

En del af den problemstilling, som vækstudvalget skulle beskæftige sig med, blev senere overført til den embedsmandsgruppe, der tog sig af perspektivplanlægningen, hvorefter vækstudvalgets arbejde blev indstillet[4]).

---

[1]) Nationalbankens besvarelse af 19. september 1966 er aftrykt som bilag til Nationalbankens årsberetning 1966.

[2]) Folketingstidende 1966-67, 1. samling, sp. 11-14.

[3]) Folketingstidende 1965-66 III, sp. 5455-5465.

[4]) Perspektivplanarbejdet, der lededes af Erik Ib Schmidt, endte op i de to omfattende redegørelser, PPI fra marts 1971 om de offentlige udgifter, og PPII fra december 1973 om udviklingstendenser og udviklingsmuligheder i det private erhvervsliv.

Uanset de mange anstrengelser indtraf der fra midten af 1966 en fornyet stigning i efterspørgslen. Det var et lyspunkt, at overenskomstforhandlingerne i de første måneder af 1967 førte til accept af forligsmandens mæglingsforslag. Statsministeren erklærede sig tilfreds med resultatet. Presset i økonomien tog først af, da svækkelsen af de internationale konjunkturer fra midten af 1967 også slog igennem herhjemme.

Det bidrog til omsvinget, at der i maj 1967 gennemførtes visse yderligere afgifts- og takstforhøjelser, og at *momsen* trådte i kraft fra 3. juli 1967. I Økonomisk Årsoversigt, marts 1968, skønnede Det Økonomiske Sekretariat, at momsen betød en forhøjelse af prisniveauet for det private forbrug på omkring 5 pct. og således væsentligt oversteg den samtidige lempelse af den direkte beskatning til staten, der isoleret betragtet svarede til ca. 2 pct. af det private forbrug.

Momsen var et resultat af det skattepolitiske forlig mellem Socialdemokratiet og Socialistisk Folkeparti fra marts 1967. Forliget omfattede tillige afskaffelse af skattefradragsretten og overgang til *kildeskat*. Der havde forinden været ført forhandlinger på et bredere politisk grundlag, men uden resultat[1]).

Begge nydannelser indebar en betydelig teknisk forbedring af budgetforholdene og af finanspolitikkens potentielle effektivitet. Hidtil havde indkomstskatterne tidsmæssigt ikke fulgt indkomstudviklingen, og punktafgifterne havde stor vægt i den indirekte beskatning. Der blev herefter større automatik i den finanspolitiske reaktion på ændringer i efterspørgslen og i det skattemæssige indtægtsgrundlag.

I forbindelse med forliget nedsatte de to partier et kontaktudvalg til drøftelse af løbende spørgsmål. Kontaktudvalget fik hurtigt tilnavnet „Det røde kabinet". Blandt de emner, man agtede at tage op, var spørgsmålet om ændringer i jordlovene, en skærpelse af kapitalvindingsskatten samt etablering af *Statens Bygge- og Boligfond.*

Bygge- og Boligfonden, der blev oprettet ved lov nr. 242 af 3. juni 1967, fik en kapital på 1 mia.kr., der blev stillet til rådighed ved overførsel til fonden af et tilsvarende obligationsbeløb fra Nationalbankens obligationsbeholdning. Fondens udlånsmidler tilvejebragtes ved renterne af fondens obligationsbeholdning, ved renter og afdrag på fondens udlån og ved særlig bevilling på de årlige finanslove. Lånene skulle fortrinsvis ydes til kommuner til forskellige boligpolitiske formål, herunder byggemodningsopgaver.

Nationalbanken, der var blevet gjort bekendt med tankerne om en sådan fond i slutningen af 1965, lagde under de følgende drøftelser med regeringen vægt på, dels at fonden blev pengepolitisk neutral, dels at der ikke blev tale

[1]) Hændelsesforløbet er bl.a. beskrevet af K. B. Andersen i bogen „Kamp og Fornyelse" fra 1971.

om direkte statslig långivning til boligbyggeriet, f.eks. i form af billige tredjeprioritetslån, der ville bryde forudsætningerne for Nationalbankens aftaler med de obligationsudstedende institutter[1]).

Efter devalueringen af kronen i november 1967, jf. herom senere, var der behov for, at finanspolitikken strammedes endnu en gang. Den indre efterspørgsel var ganske vist vigende, men det var vigtigt at bremse op for den pris- og omkostningsstigning, der uvægerligt ville følge af devalueringen. Endvidere viste de internationale konjunkturforhold tegn på bedring, og de heraf følgende eksportmuligheder skulle helst ikke svækkes af en fornyet opgang i den indre efterspørgsel.

Regeringen kom imidlertid i mindretal på et forslag om indefrysning af en dyrtidsportion, og statsminister Jens Otto Krag lod derpå udskrive valg. Dette førte til, at Nationalbanken umiddelbart efter forhøjede diskontoen fra 6½ pct. til 7½ pct., jf. ligeledes herom senere.

Valgets resultat blev dannelsen af VKR-regeringen under statsminister Hilmar Baunsgaards ledelse i begyndelsen af februar 1968. Poul Hartling blev udenrigsminister, Poul Møller finansminister og Knud Thomsen handelsminister. P. Nyboe Andersen blev økonomiminister og minister for nordiske anliggender og europæiske markedsanliggender[2]). Som sin første opgave måtte regeringen gå i gang med de nødvendige følgeforanstaltninger. Dette skete i form af en momsforhøjelse fra 10 pct. til 12½ pct. og en opsparingspræmieringsordning.

Stramningen af finanspolitikken måtte tillige ses på baggrund af, at finanspolitikken reelt var blevet svækket ved de forlængelser af indbetalingsfristen ved momsafregning etc., som var blevet gennemført. De udestående afgiftsbeløb og dermed statens kreditter til erhvervslivet steg herved ganske betydeligt.

Den kraftige svækkelse af statsfinanserne i 1967-68 fremgår af tabel 3.2.

I sin „udtalelse af særlig karakter" i Folketinget den 5. marts 1968 redegjorde statsminister Hilmar Baunsgaard for det forudgående, men mislykkede forsøg på at få parterne på arbejdsmarkedet til at vise „lønmæssig resig-

---

[1]) Fonden blev kun virksom i begrænset omfang. Den kom til at fremtræde som en „cigarkasse i statskassen". Ved udgangen af 1990 havde den en nettoformue på 4,2 mia.kr., hvoraf 0,4 mia.kr. var udlån. Obligationsbeholdningen var bogført til 1,2 mia.kr., og 2,5 mia.kr. var akkumuleret overskud i form af mellemregning med Finansministeriet. I slutningen af 1991 vedtog Folketinget at nedlægge fonden.

[2]) Markedsproblemerne blev i VKR-regeringens tid et vigtigt politisk arbejdsområde. Efter at Charles de Gaulle i slutningen af 1967 igen havde vendt sig imod engelsk medlemskab af EF, kom der gang i forhandlingerne om et nordisk økonomisk samarbejde, NORDEK, som imidlertid måtte opgives i marts 1970 på grund af svigtende finsk tilslutning. Kræfterne samledes herefter på ny om EF. Charles de Gaulle var trådt tilbage som præsident i 1969, jf. herom senere.

Tabel 3.2 Statens drifts-, anlægs- og kapitalbudget

Finansår (april/april)	Drifts- og anlægs-budget	Kapital-budget	Kasse-overskud
	Millioner kroner		
1965-66	1.425	- 1.029	396
1966-67	1.765	- 875	890
1967-68	584	- 932	- 348
1968-69	1.178	- 1.256	- 78
1969-70	953	- 522	431

Det Økonomiske Sekretariat, Statsfinanserne 1970-71.

nation". Man havde herefter måttet stramme finanspolitikken, som så til gengæld skulle bane vejen for en *kreditlempelse* og *sænkning af renteniveauet*. Han henstillede, at kreditlempelsen, hvorom der førtes forhandlinger med Nationalbanken, fortrinsvis kom erhvervslivet til gode samt fandt det formålstjenligt, at der „inden for nærmere fastsatte regler åbnes adgang for erhvervsvirksomheder til optagelse af lån i udlandet"[1]).

Kreditlempelsen fik form af lettelser i deponeringsordningen og obligationsrationeringen, og herudover gennemførtes der en serie diskontonedsættelser, hver på ½ pct. Den første kom den 18. marts, den anden den 12. juni og den tredje den 28. august 1968, hvorefter diskontoen kom ned på 6 pct. Nedsættelsen blev foretaget gradvis for ikke at skabe unødig uro omkring fastsættelsen af pengeinstitutternes rentesatser. Den nedadgående tilpasning af disse satser kom da også til at foregå uden problemer.

Nationalbanken tilsluttede sig, at erhvervslivets adgang til låntagning i udlandet blev udvidet, men anbefalede, at de yderligere lånemuligheder blev begrænset til lån af langfristet karakter, og at finansieringsforetagender samt handel med fast ejendom og bygge- og anlægsvirksomhed holdtes udenfor.

Dette accepteredes, og med virkning fra 1. juli 1968 blev der givet adgang til optagelse af *finanslån*. Denne form for låntagning fik med tiden et betydeligt omfang. Også heri lå der en lettelse af pengeforholdene. I første omgang skulle lånene have en løbetid på mindst 5 år, og det enkelte lån skulle mindst udgøre 100.000 kr. og maksimalt være på 1 mill.kr. Maksimumsgrænsen blev senere forhøjet betydeligt.

Den indre efterspørgsel begyndte igen at stige i efteråret 1968, især forårsaget af en forøgelse af det private forbrug og boligbyggeriet. Udviklingen fortsatte og forstærkedes i 1969, der for året som helhed viste en betydelig forringelse af betalingsbalancen. Endvidere fik omkostningsforøgelsen yder-

[1]) Folketingstidende 1967-68, 2. samling I, sp. 553-562.

ligere et skub opad. Overenskomstfornyelserne i foråret 1969, pristalsreguleringen og lønglidningen resulterede tilsammen i en stigning i timefortjenesten på godt 12 pct. fra 1968 til 1969.

Den voldsomme uro om den franske franc og D-marken i det sidste par år af 1960'erne smittede af på danske kroner, og da den internationale rente ydermere var stigende, kom Danmark overgangsvis ud for et betydeligt dræn i valutareserverne. Diskontoen sattes derfor i slutningen af marts 1969 op til 7 pct. og i maj yderligere til 9 pct.

Disse begivenheder, der er nærmere omtalt nedenfor i afsnittet om majkrisen, kom til at markere et *vendepunkt i pengepolitikken*, idet Nationalbanken trak sig ud af obligationsmarkedet, der herefter selv måtte finde niveauet for obligationsrenten. Det første skridt blev taget i maj i forbindelse med diskontoforhøjelsen, og i september ophørte Nationalbanken helt - for en tid - med at intervenere i markedet.

Deponeringsordningen

Efter skuffelserne på udlånsområdet var det naturligt, at Nationalbanken begyndte at tænke i andre baner. Uanset de mange anstrengelser var især bankernes kreditgivning steget for stærkt. Nationalbanken var derfor godt utilfreds. Dette kom frem på bankens nytårsmøder med pengeinstitutternes organisationer i januar og februar 1965.

Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer gjorde her gældende, at pengepolitikken havde været stram i den forstand, at pengeinstitutternes likviditet var blevet forringet, og renten havde nået rekordhøjde, men alligevel havde udlånsekspansionen været meget kraftig - så kraftig, at man måtte sige, at hensigten med den stramme likviditet ikke var blevet nået. Pengepolitikken i 1964 var med andre ord ikke lykkedes. Dette måtte ikke gentage sig. Nationalbanken måtte derfor overveje, hvilke andre midler der kunne tages i brug.

Pengeinstitutternes repræsentanter vurderede naturligvis situationen ud fra deres egne synspunkter. Det var et gennemgående argument, at når politikerne satte så meget i gang, som de gjorde, herunder fastlagde en vid målsætning for boligbyggeriet, var det meget begrænset, hvad der kunne opnås ad kreditpolitisk vej.

Det viste sig dog, at de var enige i, at der måtte gøres noget ekstraordinært. De brød sig ikke om yderligere stramning af likviditeten, hvilket kunne blive tilfældet, hvis kasseoverskuddet fortsatte, hvad der var udsigt til, og ej heller, at lånemulighederne i udlandet blev beskåret.

De havde også en anelse om, at der kunne blive tale om kassereservebestemmelser, og med god grund. Erik Hoffmeyer kom ind på denne mulighed

under direktionens møde med de økonomiske ministre i tiden omkring bank- og sparekassemøderne. Statsminister Jens Otto Krag viste sig meget positiv og ville oven i købet gå så vidt som til at acceptere, at det blev Nationalbanken, der fik bemyndigelse til at fastsætte og ændre satserne, selv om bemyndigelsen egentlig burde ligge hos regeringen. Men han tilføjede, at en sådan lov nok ville blive meget svær at få gennemført.

Nationalbanken tog herefter sagen i egen hånd og foreslog ved møder i februar 1965 – først med bankerne og senere med sparekasserne – et kassereservelignende system gående ud på, at væksten i pengeinstitutternes udlån og beholdning af indenlandske obligationer og aktier ikke måtte overstige en bestemt procent, f.eks. 80 pct., af stigningen i deres indlån og egenkapital, alt sammen beregnet ud fra et aftalt basistidspunkt. Ordningen skulle hvile på en frivillig aftale, der for at være virksom måtte løbe over en årrække.

Regeringen havde forinden givet sin tilslutning til dette initiativ.

Bankerne bad om betænkningstid. Da de kom tilbage, meddelte de, at forslaget ikke lod sig praktisere, bl.a. fordi de ikke var herrer over udnyttelsen af givne kredittilsagn. De foreslog i stedet en deponeringsordning gående ud på, at pengeinstitutterne efter en bestemt dato bandt en vis procentdel af indlånsstigningen på en spærret konto i Nationalbanken eller – for bankernes vedkommende – tillige ved placering i udlandet.

Da denne model faktisk lå nærmere et system med variable kassereserver end Nationalbankens oprindelige forslag, men i sine virkninger næppe var meget forskellig herfra, accepterede Nationalbanken denne løsning. Muligheden for at opfylde deponeringspligten ved forbedring af nettostillingen over for udlandet tiltrådtes med den begrundelse, at bankerne herved fik sværere ved at imødegå en indenlandsk likviditetsstramning gennem optagelse af likviditetskreditter i udlandet. Det skulle senere vise sig, at Nationalbanken måtte trække i land på dette punkt.

Den 24. februar 1965 blev der herefter indgået en aftale mellem Nationalbanken og Danske Bankers Fællesrepræsentation byggende på følgende fem grundsynspunkter:

1) Kreditekspansionen måtte underkastes en vis kontrol med det formål at opnå en efter den økonomiske udvikling afstemt stigningstakt.

2) Aftalen måtte have en sådan karakter, at den sigtede på at komme til at omfatte alle pengeinstitutter.

3) Aftalen måtte ikke gribe ind i konkurrencen mellem bankerne.

4) Aftalen måtte være således udformet, at den ikke sigtede mod eller naturligt førte til, at man søgte at gribe ind i, til hvilke formål der ydes kredit.

5) Aftalen måtte gælde for en årrække.

Det blev præciseret, at aftalens formål ikke var at standse den stigning i bankernes udlån, som var nødvendig for en fortsat økonomisk vækst, men at

sikre, at udlånsekspansionen blev holdt inden for rammer, som var forenelige med en stabil økonomisk udvikling.

Nationalbanken gav samtidig tilsagn om, at så længe samarbejdet blev opretholdt, ville banken ikke søge lovgivning om kassereserveregler eller lignende gennemført.

Aftalen gik i store træk ud på, at bankerne indtil videre skulle deponere 20 pct. af stigningen i deres indlån på en særlig konto i Nationalbanken eller ved placering i udlandet efter de til enhver tid gældende regler for anbringelse af midler i udlandet. Såfremt en bank forøgede sin udenlandske nettogæld, skulle hele forringelsen deponeres i Nationalbanken. Indskuddene i Nationalbanken forrentedes med 1½ pct. under diskontoen.

Den 5. marts 1965 blev der indgået en tilsvarende aftale med Danmarks Sparekasseforening, dog med visse ændringer på grund af sparekassernes særlige forhold. Sparekasserne måtte således ikke finansiere en udlånsudvidelse ved kredittagning, og de havde ikke mulighed for at placere midler eller optage kreditter i udlandet. Deponeringsreglen blev derfor udformet således, at indtil halvdelen af deponeringspligten kunne opfyldes ved anbringelse i obligationer udstedt af de nye tredjeprioritetsinstitutter, inkl. Dansk Landbrugs Realkreditfond, eller ved sparekassernes egen ydelse af tredjeprioritetslån i nyt boligbyggeri. Resten skulle anbringes på en særlig konto i Nationalbanken.

Efter at Nationalbanken havde præciseret, at de deponerede beløb ville blive frigivet, hvis et pengeinstitut kom ud for ekstraordinært store udtræk af indlånsmidler, accepterede Tilsynet med Banker og Sparekasser, at de i Nationalbanken deponerede beløb kunne medregnes ved pengeinstitutternes opgørelse af deres likviditetsreserver.

Begge aftaler var rammeaftaler, som forudsatte tilslutning fra hver enkelt bank og sparekasse. I løbet af kort tid blev der opnået tilslutning fra næsten samtlige banker og langt de fleste sparekasser. Nationalbanken havde lagt et vist pres på pengeinstitutternes ledelser ved at lade forstå, at adgangen til Nationalbankens lånefaciliteter i form af vekseldiskontering og lån på værdipapirer måtte være betinget af tiltrædelse af aftalen.

Aftalerne, også kaldet deponeringsordningen, var gældende indtil videre. De kunne opsiges af hver af parterne med et halvt års varsel, dog tidligst med ophør fra den 1. oktober 1968. Det var forudsat, at der hvert halve år skulle optages forhandlinger mellem Nationalbanken og Danske Bankers Fællesrepræsentation respektive Danmarks Sparekasseforening om, hvorvidt der i lys af den økonomiske udvikling måtte være anledning til at ændre den procentsats, hvorefter deponeringen skulle ske. En ændring i procentsatsen forudsatte tilslutning fra begge parter[1]).

[1]) Aftalerne med tilhørende tekster er aftrykt som bilag til Nationalbankens årsberetning 1964.

Tabel 3.3 Bankers og sparekassers deponeringer i henhold til aftalerne med Danmarks Nationalbank

Ultimo	Deponeringer i alt	Anbragt på særlig konto i Nationalbanken		Deponeret i obligationer		Bankers placering i udlandet	Sparekassers placering i 3. prioritetsobligationer mv.
		Banker	Sparekasser	Banker	Sparekasser		
	Millioner kroner						
1965	369	31	22	•	•	300	16
1966	999	132	139	18	1	586	123
1967	1.488	136	142	139	119	735	217
1968	1.982	65	86	253	244	1.046	288
1969	2.864	151	77	1.061	408	776	391
1970	3.341	94	53	1.395	521	808	470

Danmarks Nationalbank.

På Provinsbankforeningens årsmøde den 9. maj 1965 fremkom Erik Hoffmeyer med nogle uddybende bemærkninger om ordningen. Hensigten var, at bankerne og Nationalbanken i fællesskab skulle give pengepolitikken noget større præcision, således at den samlede kreditudvidelse kunne afstemmes med den økonomiske udvikling. „Det centrale er, at Nationalbanken påtager sig at skabe det likviditetsmæssige grundlag for en rimelig kreditudvidelse, og at vi i fællesskab fastlægger grænserne for kreditudvidelsen ved regelmæssige forhandlinger".

Ved de første halvårlige forhandlinger i oktober 1965 var der enighed om, at den fortsat høje økonomiske aktivitet i forbindelse med usikkerheden omkring finanspolitikken medførte, at deponeringssatsen ikke burde ændres. Spørgsmålet blev på ny taget op i februar 1966, og også på dette tidspunkt var der enighed om ikke at foretage ændringer. Årsagen var usikkerheden om den videre udvikling, der meget vel kunne gå i ekspansiv retning efter den hårde vinter og frigivelsen af boligbyggeriet fra den 1. marts 1966.

Væksten i pengeinstitutternes udlån var ellers kommet ned på et væsentligt lavere niveau. For bankernes vedkommende faldt den årlige udlånsforøgelse fra 17 pct. ved udgangen af 1964 til 9 pct. ved udgangen af 1965. I sparekasserne var faldet mere behersket, nemlig fra 12 pct. til ligeledes 9 pct.

Som det fremgår af tabel 3.3, var det kun en lille del af deponeringspligten, der blev opfyldt ved indsættelse på konto i Nationalbanken. Langt størstedelen fandt sted ved anbringelse i obligationer etc. eller ved placering i udlandet. Årsagen var naturligvis forrentningen, der var langt gunstigere ved de sidstnævnte anbringelsesformer.

I december 1966 udvidedes muligheden for placering i obligationer. Årsagen var igen forrentningsspørgsmålet. Mindre banker gjorde gældende, at

Tabel 3.4 Bankers og sparekassers indenlandske udlån og beholdning af obligationer og aktier

Ultimo	Udlån	Stigning i forhold til året før	Udlån i procent af indlån	Beholdning af obligationer og aktier[1])	Stigning i forhold til året før[2])	Obligationer og aktier i procent af indlån
	Milliarder kroner	Procent		Milliarder kroner	Procent	
1964	25,1	•	•	4,3	•	•
1965	27,4	9,2	92	4,4	0,9	15
1966	31,5	15,0	93	5,1	11,7	15
1967	34,3	8,9	92	5,3	0,1	14
1968	37,3	8,7	87	6,4	14,8	15
1969	42,9	15,0	90	6,8	5,7	14

Danmarks Nationalbank.
[1]) Ekskl. Nationalbankens indlånsbeviser og kreditbeviser.
[2]) Ekskl. kursregulering.

de havde sværere ved at benytte sig af placering i udlandet end de større. De pressede derfor på for enten at få en højere forrentning i Nationalbanken eller at få adgang til, ligesom sparekasserne, at deponere i obligationer. Nationalbanken gik med til det sidste ud fra den begrundelse, at obligationsmarkedet trængte til at blive støttet af andre end Nationalbanken. Ordningen, der kom til at omfatte såvel banker som sparekasser, blev begrænset til obligationer med en restløbetid på 10 år og derunder.

I forståelse med Tilsynet med Banker og Sparekasser blev det i dette tilfælde bestemt, at obligationerne - for at lettelsen trods alt ikke skulle blive for stor - ikke kunne medregnes i opgørelsen over det lovbestemte krav til pengeinstitutternes likviditet.

Ved samme lejlighed fik banker og sparekasser medhold i, at de ved opgørelsen af deponeringspligten kunne fradrage stigningen i indskud på sikringskonti for byggelån. Ved træk på byggelån skete der samtidig - ved salg af forhåndslånsobligationer - en stigning i disse indskud, hvilket gav øget deponeringspligt. Dette følte pengeinstitutterne ikke var rimeligt.

Disse ændringer måtte ses i lys af, at deponeringsordningen var en nydannelse, og at det derfor ikke kunne undgås, at der skulle foretages korrektioner hen ad vejen. Det var dog klart, at ordningens effektivitet herigennem blev svækket.

Derimod fastholdtes deponeringssatsen og med god grund. Som det fremgår af tabel 3.4, steg udlånene igen stærkt i 1966, hvor der i årets sidste halvdel på ny opstod efterspørgselspres i økonomien.

Dette gav anledning til kritiske bemærkninger i Nationalbankens årsberetning for 1966. For at give de pågældende synspunkter ekstra vægt blev ordlyden af dem sendt til de to organisationer med en skrivelse af 15. marts

1967, hvori det endnu en gang blev påpeget, at udlånsekspansionen havde været for stærk.

Kritikken blev gentaget under Provinsbankforeningens årsmøde den 18. maj 1967, hvor Erik Hoffmeyer udtalte, at et af de forhold, der svigtede i 1966, var pengepolitikken. „Der er en naturlig tendens til at lade skylden gå forbi sin egen dør, men jeg tror ikke, vi i denne situation kan benægte, at udlånsaftalen ikke fungerede efter sin hensigt i andet halvår 1966 - og for den sags skyld heller ikke i 1. kvartal 1967".

Altså endnu en erkendelse af, hvor svært det egentlig var.

I løbet af 1967 faldt udlånsekspansionen til et niveau, der efter omstændighederne måtte betragtes som tilfredsstillende.

Deponeringssatsen fastholdtes imidlertid uændret, således også hen imod slutningen af 1967, hvor den politiske situation nødvendiggjorde en stramning af pengepolitikken, der foruden diskontoforhøjelsen i december 1967 omfattede en fastholdelse af bestemmelserne i aftalerne med banker og sparekasser og med de obligationsudstedende institutter.

Efter at VKR-regeringen ved sin tiltræden i begyndelsen af februar 1968 havde tilkendegivet, at den sigtede mod en finanspolitisk stramning, blev der - som nævnt foran - gennemført en række pengepolitiske lempelser, der også omfattede deponeringsordningen.

I februar 1968 blev indskud på 12 måneders sparepræmiekonti således fritaget for deponeringspligt. Dette skridt tog dog især sigte på at dæmpe den uro, der var opstået om bankers og sparekassers indlånsrenteaftale, jf. herom senere. I marts fik pengeinstitutterne adgang til at dække hele deponeringspligten ved deponering i Nationalbanken af kortfristede obligationer, og i august nedsattes deponeringssatsen fra 20 pct. til 10 pct. for indlånsstigninger efter udgangen af denne måned.

Disse ændringer var tillige begrundet i den afsvækkelse af efterspørgselspresset, der havde gjort sig gældende siden midten af 1967. Prisudviklingen blev mere afdæmpet, og betalingsbalancen viste en lille forbedring på trods af den betydelige bytteforholdsforringelse, der fulgte efter devalueringen i november 1967.

De roligere tider varede imidlertid ikke længe. Betalingsbalancen forværredes på ny, og uroen på de internationale valutamarkeder mærkedes også i Danmark, bl.a. i form af valutaudstrømning.

Det blev derfor nødvendigt at stramme til igen, og til det formål blev efterhånden så at sige alle midler taget i brug, herunder diskontoen, der som tidligere nævnt forhøjedes til 7 pct. og 9 pct. i henholdsvis marts og maj 1969.

Også deponeringsordningen måtte holde for. I maj forhøjedes deponeringssatsen fra 10 pct. til 20 pct. for indlånsstigninger fra udgangen af august

1968 til udgangen af april 1969 og til 30 pct. for stigninger derefter. Endvidere begrænsedes bankernes adgang til at dække deponeringsforpligtelsen ved forbedring af nettovalutastillingen til kun at omfatte en forbedring fra en negativ valutastilling på basistidspunktet i 1965 til nettovalutastillingen nul. Som følge af den omlægning af deponeringen, der herefter måtte ventes, blev adgangen til deponering i obligationer udvidet til også at omfatte papirer med en løbetid på indtil 30 år, en trods alt forholdsvis begrænset koncession.

Resultatet af disse ændringer fremgår af tabel 3.3, side 75, der viser den forholdsvis store stigning i deponeringerne i 1969 samt den øgede anvendelse af obligationer som deponeringsobjekt. Endvidere strammedes pengeinstitutternes likviditet ganske betydeligt.

Alligevel steg udlånene kraftigt, jf. tabel 3.4, side 76. Selv om der var tegn på en vis stabilisering i efterårsmånederne 1969, var situationen således igen klart utilfredsstillende. Erik Hoffmeyer gav da også udtryk herfor på Danske Bankers Fællesrepræsentations årsmøde den 4. november 1969.

I efteråret 1970 indledtes en udfasning af deponeringsordningen. Dette skete på baggrund af, at der forinden var gennemført en direkte udlånsregulering - baseret på kreditbevillingerne - gældende til udgangen af september 1970. Hermed blev grunden lagt til det udlånsloft, der kom til at præge samarbejdet mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne i det meste af 1970'erne. Den sidste del af deponeringerne tilbagebetaltes den 1. oktober 1971.

At deponeringsreglerne og ikke mindst de senere ændringer heri havde gjort systemet svagt, blev erkendt af alle. Der var derfor enighed om, at skulle deponeringsordningen igen sættes i kraft, skulle deponeringerne alene ske kontant på konto i Nationalbanken. Ordningen blev imidlertid ikke genoplivet[1]).

Obligationsrationeringen

Efter bank- og sparekasseaftalerne var det naturligt at søge reguleringen udstrakt til også at gælde realkreditområdet, da det måtte ventes, at en del af låneefterspørgslen herefter ville vende sig mod realkreditinstitutterne.

Der var også et hensyn at tage til obligationsmarkedet, der var hårdt belastet. Tilgangen af realkreditobligationer var forøget mere, end man kunne forvente ud fra udviklingen i byggeriet og dets omkostninger.

Obligationsrenten, der var steget med et par procentpoint i 1964, fortsatte

[1]) Hovedtrækkene i deponeringsaftalerne 1965-71 fremgår af bilag 9 til Nationalbankens årsberetning 1971.

med at stige, således at man ind i 1965 nåede op på en effektiv rente på omkring 9 pct. mod 6-7 pct. ved årsskiftet 1963/64.

Nationalbanken havde under disse omstændigheder støttet markedet, men ønskede ikke at fortsætte, bl.a. for ikke at kompromittere den kreditpolitik, der var aftalt med pengeinstitutterne. Banken fandt samtidig, at det af hensyn til investeringerne ville være uheldigt, såfremt renten steg yderligere, hvilket utvivlsomt ville blive tilfældet, hvis man slap taget i markedet.

Nationalbanken gjorde i slutningen af januar 1965 regeringen opmærksom på denne problemstilling. Reaktionen var, at hvis Nationalbanken kunne påvirke kreditforeningerne, så man det meget gerne.

Dette viste sig imidlertid at være svært. Mens aftalerne med banker og sparekasser var gået nogenlunde glat igennem, blev det en sej omgang at få trukket aftalerne med de obligationsudstedende institutter i land. Formandskabet for Kreditforeningernes stående Fællesudvalg[1]) gav under efterfølgende samtaler med Nationalbanken udtryk for, at foreningerne ikke kunne indgå en aftale i lighed med den, der var indgået med pengeinstitutterne. Som sammenslutninger af debitorer havde kreditforeningerne pligt til at tilbyde lån inden for det sikkerhedsmæssigt forsvarlige. En regulering måtte derfor blive et politisk anliggende og i givet fald ske ved lov. Derimod var man indstillet på at forsyne Nationalbanken med statistik om udlånsvirksomheden.

En appel om samarbejde fra nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer på Danmarks Sparekasseforenings årsmøde den 20. maj 1965 gav heller ikke noget resultat.

Da stigningen i obligationsudbuddet fortsatte, og kurserne faldt drastisk uanset Nationalbankens betydelige støttekøb, valgte Nationalbanken at meddele regeringen, at man stod over for et valg. Enten måtte man imødese en yderligere kraftig stigning i obligationsrenten, eller også måtte der gennemføres en regulering af realkreditinstitutternes obligationsudstedelse. Nationalbanken foretrak den sidste løsning.

Det gjorde regeringen også, men lagde ikke skjul på, at man ikke var begejstret over at skulle tilvejebringe en sådan ad lovgivningsvejen. Man bad imidlertid om en officiel henvendelse, og en sådan fik man i form af en skrivelse af 28. maj 1965. Et par dage senere indledtes drøftelser om et af Nationalbanken udarbejdet lovudkast.

Nationalbanken gik ind for en enhedskvote på 90 pct. af nyudlånet i perioden 1. april 1964 til 31. marts 1965. Kvoten skulle altså gælde for alle lån og til alle formål. Dette stødte imidlertid på modstand. Boligminister Kaj Andresen og økonomiminister Henry Grünbaum ville helst fritage boligbygge-

[1]) Direktør Povl Valeur, Vest- og Sønderjydsk Kreditforening, var formand og direktør Niels Alkil, Østifternes Kreditforening, var næstformand.

riet, men gik efterhånden med til en kvote på 110 pct. Til gengæld kunne kvoten for alt andet fastlægges til 75 pct.

Efter at statsminister Jens Otto Krag havde skaffet den fornødne parlamentariske dækning bl.a. ved samtaler med folketingsmedlemmerne Karl Skytte, Det Radikale Venstre, og Niels Westerby, senere Liberalt Centrum, blev lovforslaget fremsat den 1. juni 1965 af økonomiministeren. Forslaget blev straks sat til 1. behandling og gik derefter i udvalg[1]).

Da realkreditinstitutterne fik lejlighed til at fremføre deres synspunkter over for udvalget, gav hypotekforeningerne - efter at have orienteret sig hos Erik Hoffmeyer - udtryk for, at de ville foretrække en aftale med Nationalbanken frem for en lov. Tredjeprioritetsinstitutterne var enige heri, og efter nogen overvejelse tilsluttede også kreditforeningerne sig dette standpunkt.

Regeringen besluttede herefter at stille behandlingen af lovforslaget i bero for at give mulighed for, at der kunne indgås en sådan aftale. I en erklæring, som blev afgivet af økonomiministeren den 3. juni 1965, hed det, at såfremt en frivillig aftale, der tilgodeså hensigten med forslaget, ikke var opnået inden den 18. juni 1965, havde partiernes repræsentanter i udvalget erklæret sig indforstået med, at Folketinget umiddelbart derefter blev indkaldt til færdigbehandling af lovforslaget - altså et vink med en vognstang.

Nationalbanken udarbejdede herefter udkast til en aftaletekst, der lå tæt op ad lovforslaget. Der blev under de følgende forhandlinger foretaget visse ændringer. Efter ønske fra navnlig landkreditforeningerne og Dansk Landbrugs Realkreditfond blev der fastsat en kvote på 90 pct. for udlån til landbrug mod de ellers foreslåede 75 pct. Af praktiske grunde blev reguleringen endvidere lagt over på tilbudsgivningen frem for på selve nyudlånet, og endelig blev der indrømmet særbehandling i begrænset omfang af enkelte realkreditinstitutter samt af Kreditforeningen af Kommuner i Danmark.

Da en opgørelse viste, at summen af bevilgede, men endnu ikke udbetalte lån udgjorde et overraskende højt tal, henved 3 mia.kr., besluttedes det at reducere kvoterne for juli kvartal 1965 med 10 pct.

Den 14. juni 1965 blev „Aftale om midlertidig regulering af obligationsudstedelsen" herefter godkendt af institutternes forhandlere og i de følgende dage formelt tiltrådt i institutternes kompetente forsamlinger[2]).

Aftalerne blev afsluttet med de samme institutter, som var omfattet af lovforslaget, dvs. kreditforeningerne, hypotekforeningerne, tredjeprioritetsinstitutterne, Dansk Landbrugs Realkreditfond, Kreditforeningen af Kommuner i Danmark og Den Danske Landmandsbanks Hypotekafdeling.

---

[1]) Folketingstidende 1964-65, Tillæg A, sp. 2759-2766, samt III, sp. 5868-5871 og 5991-6038.

[2]) Aftalerne med tilhørende tekster er aftrykt som bilag til Nationalbankens årsberetning 1965.

Aftalernes løbetid blev fastsat til den 31. marts 1967, medmindre parterne traf beslutning om en forlængelse. Regeringen godkendte forhandlingsresultatet den 18. juni 1965.

Der indtraf herefter en kraftig stigning i tilgangen af obligationer. Årsagen var de allerede givne tilsagn, der nu blev ekspederet i rask tempo samtidig med, at nye lånesager blev behandlet væsentlig hurtigere end før, bl.a. som følge af en forkortelse af acceptfristerne. Det kan heller ikke udelukkes, at det forhold, at aftalerne først trådte i kraft den 1. juli 1965, dvs. et par uger efter deres indgåelse og offentliggørelse, bevirkede fremskyndelse af mange lånesager, uanset institutternes løfte om at holde sig i ro.

Da der var tale om forhold af midlertidig karakter, fortsatte Nationalbanken sine støttekøb. I månederne juli-oktober aftog Nationalbanken næsten halvdelen af nettotilgangen af obligationer. Derefter forbedredes markedsforholdene, og der blev købt betydeligt fra anden side.

Under de første halvårlige forhandlinger i slutningen af 1965 viste institutterne sig mere interesseret i at få et rentefald, end at byggeriet eventuelt blev trykket. De frarådede derfor med mere eller mindre styrke, at aftalerne blev lempet.

Det skete dog alligevel efter den finanspolitiske stramning i januar 1966, det førnævnte trekantforlig mellem Socialdemokratiet, Venstre og Det Radikale Venstre. Forliget, der omfattede en række afgiftsforhøjelser og besparelser samt visse ændringer i ejendomsbeskatningen, havde det eksplicitte formål at gøre det muligt at opnå en lettelse af kreditstramningen. Herefter gennemførtes pr. 1. april 1966 den første almindelige justering af kvoterne, jf. omstående tabel 3.5.

I august 1966 foreslog Nationalbanken, at aftalerne blev forlænget et år til den 31. marts 1968, og at der sigtedes mod en ny justering. Der var almindelig tilslutning til det første med undtagelse af Østifternes Kreditforening, der tog forbehold, mens institutterne hvad angik kvoteændringer ønskede undersøgt, om aftalerne havde medført en forskydning af långivningen over mod andre långivere.

Der blev i en fælles arbejdsgruppe under ledelse af Richard Mikkelsen, Nationalbanken, udarbejdet et memorandum herom baseret på den tinglysningsstatistik, som Nationalbanken tidligere var begyndt at indsamle bl.a. med det formål at belyse udviklingen i det private pantebrevsmarked. Konklusionen var, at der ikke kunne påvises mærkbare forskydninger af denne art.

Dette var ikke tilfredsstillende for Østifternes Kreditforening, der ønskede en række betingelser opfyldt som forudsætning for tiltrædelse af en forlængelse. Hovedindvendingen var, at aftalerne ikke i tilstrækkelig grad understregede obligationsrationeringens midlertidige karakter.

Kreditforeningens holdning gav anledning til offentlig debat for og imod

Tabel 3.5 Aftalerne med de obligationsudstedende institutter

		Nyt bolig-byggeri	Land-brug	Andre formål[1])	I alt
		Millioner kroner			
I	Nyudlån pr. kvartal i basisperioden 1. april 1964-31. marts 1965 ..	682	212	508	1.402
II	Kvartalskvoter gældende fra:				
	1965 1. juli[2])	750	191	401	1.342
	1966 1. april[3])	854	206	433	1.493
	1967 1. januar	924	247	494	1.665
	1. juli	1.017	272	543	1.832
	1968 1. april	1.085	322	612	2.019
III	Stigning i forhold til basisperioden				
	i mill.kr.	403	110	104	617
	i pct.	59	52	21	44

Danmarks Nationalbank.
Anm.: Beløbene er beregnet med 30-årige 6 pct. obligationer som udgangspunkt.
[1]) Inkl. Kommunekreditforeningens kvote.
[2]) I juli kvartal 1965 var kvoterne midlertidigt nedsat med 10 pct. De anførte tal angiver de normale kvartalskvoter.
[3]) Inkl. en speciel justering af Byggeriets Realkreditfonds kvote med virkning fra den 1. januar 1966.

aftalerne. Der blev herunder bl.a. peget på den tilsyneladende konflikt mellem reguleringen af obligationsudstedelsen og den fortsat udbredte anvendelse af direkte og indirekte boligsubsidier. Foreningens synspunkter fandt støtte hos blandt andre professor, dr.polit. Jørgen Gelting, der i en kronik i Berlingske Tidende den 28. september 1966 advarede mod en forlængelse og henviste spørgsmålet til drøftelse i Folketinget. I udtalelser til forskellige dele af pressen lod økonomiminister Ivar Nørgaard[1]) forstå, at dette godt kunne blive resultatet, hvis aftalerne blev brudt. Erik Hoffmeyer gav sin version i en kronik i Berlingske Tidende den 20. oktober 1966.

Efter nye møder og efter at det var blevet accepteret, at de fremsatte krav skulle undersøges i den forannævnte arbejdsgruppe, tiltrådte også Østifternes Kreditforening forlængelsen.

Den pågældende undersøgelse gav til resultat, at de forslag, der var fremsat, ikke egnede sig til løsning af problemerne, der mere enkelt kunne klares ved at forhøje kvoterne.

Det gik man så i gang med. I 1967 blev kvoterne justeret i to omgange, pr. 1. januar 1967 og pr. 1. juli 1967, jf. ligeledes tabel 3.5.

---

[1]) Ivar Nørgaard var i august 1965 blevet udnævnt til økonomiminister efter Henry Grünbaum, der overtog finansministerposten efter Poul Hansen, som trådte tilbage af helbredsgrunde.

I juni 1967 forlængedes aftalerne yderligere et år til den 31. marts 1969. Dette skete på baggrund af lange lånekøer i visse institutter.

Forhandlingerne i efteråret blev udsat på grund af devalueringen af kronen den 20. november 1967 og kom senere til at ligge stille som følge af regeringens beslutning den 15. december 1967 om at udskrive valg til Folketinget den 23. januar 1968.

Under drøftelserne med VKR-regeringen i februar og marts 1968 udtrykte ministrene som nævnt ønske om en pengepolitisk lempelse i forbindelse med den stramning af finanspolitikken, som man fandt var uundgåelig. Økonomiminister P. Nyboe Andersen så endvidere gerne, at der til fremme af den private opsparing blev gennemført en forkortelse af løbetiden for tillægslån på frivillig basis. Ellers ville regeringen fremsætte lovforslag herom. Økonomiministeren lagde vægt på, at man fik et vægtskifte i den økonomiske politik.

Disse synspunkter lå på linje med Nationalbankens egen vurdering, og da de realøkonomiske forhold samtidig ændredes væsentligt i slutningen af 1967 og begyndelsen af 1968, påbegyndtes herefter en gradvis afvikling af rationeringsordningen.

I første omgang gennemførtes pr. 1. april 1968 en række lempelser, som hurtigt blev fulgt op af frigivelser, hvorefter det område, der var tilbage under kvotering, fra 1. september 1968 var begrænset til gældsafløsningslån mv. inden for landbruget, tillægslån i andre ejendomme, herunder lån i forbindelse med omprioriteringer, samt lån i sommerhuse. Endvidere fastholdtes kvoteringen af størstedelen af Kommunekreditforeningens obligationsudstedelse.

I marts 1968 vedtoges en forkortelse af løbetiden for tillægslån mv. uden for landbruget til 10 højst 15 år – senere lempet på forskellig vis.

Som følge af frigivelserne forøgedes obligationsudstedelsen voldsomt. Dette var for så vidt ventet, eftersom en opgørelse over låneandragender, der var sat på venteliste, viste en kødannelse af størrelsesordenen 4-5 mia.kr. fordelt med godt 3 mia.kr. på forhåndslån og ca. 1½ mia.kr. på endelige lån.

Det aftaltes, at køafviklingen skulle ske i et roligt tempo, men alligevel måtte Nationalbanken ved obligationskøb yde kraftig støtte til markedet. Dette var naturligvis ikke uden betænkelighed, men var en konsekvens af beslutningen om at få aftalerne afviklet. Nationalbanken ønskede ikke at blive fanget i en fælde, hvor det blev vanskeligt at få afløst byggelån med endelige lån, således som det f.eks. blev tilfældet i Sverige. De store obligationskøb bidrog til at undgå, at noget lignende skete hos os.

I marts 1969 tog Nationalbanken kontakt med regeringen med henblik på at få gennemført en langsigtet skitse til afhjælpning af strukturproblemerne på obligationsmarkedet.

Skitsen indeholdt tre elementer.

For det første en beskæring af den kommunale låntagning gennem en begrænsning af adgangen til at benytte det almindelige realkreditsystem og ved en stramning af Indenrigsministeriets praksis ved godkendelse af andragender om lån på det lange marked.

For det andet en gradvis afskaffelse af forhåndslånsordningen, der virkede destabiliserende på obligationsmarkedet. I august 1968 var det blevet besluttet at udskyde effektueringen af nyindkomne ansøgninger om forhåndslån, og i december opnåedes der enighed om, at institutterne i deres tilsagnsskrivelser skulle tage et almindeligt forbehold for tidspunktet for udbetalingen af sådanne lån. Nationalbanken ønskede altså at gå endnu et skridt videre.

Og for det tredje en nedsættelse af lånegrænser og forkortelse af løbetider i realkreditinstitutterne.

Hertil kom forslag om en skærpelse af deponeringsaftalerne med banker og sparekasser. Der var en ny valutakrise under opsejling.

Den samlede regering godkendte skitsen den 25. marts 1969. For at understrege tilslutningen udsendte statsminister Hilmar Baunsgaard samme dag en erklæring om, at det var regeringens ønske, at Nationalbanken optog forhandlinger med realkreditinstitutterne og bankerne „med det sigte at tilvejebringe en mere rolig udvikling på markedet og derigennem tilstræbe en stabilisering af obligationskurserne på det nuværende niveau".

I de følgende møder med institutternes organisationer var der almindelig tilslutning til disse indgreb.

Dog var bankerne stærkt kritiske over for afviklingen af forhåndslån, der var blevet et vigtigt led i deres likviditetspolitik. Forhåndslån var ellers oprindelig tænkt som en valgmulighed for bygherren, der herigennem kunne få sine lånevilkår fastlagt ved byggeriets start i stedet for at skulle vente til dets afslutning.

Som følge af den høje byggeaktivitet var byggelån imidlertid blevet så væsentlig en del af bankernes samlede udlån, at det var blevet almindeligt at stille krav om optagelse af forhåndslån som betingelse for, at der blev ydet byggelån. Bankerne kom herved til at stå likviditetsmæssigt friere, hvilket undertiden blev brugt som modspil over for Nationalbankens likviditetspolitik. Endvidere kunne bankernes salgsdispositioner med hensyn til forhåndslånsobligationer som nævnt virke destabiliserende på obligationsmarkedet.

Uanset bankernes modstand blev bevillingen af forhåndslån imidlertid suspenderet i slutningen af marts 1969. På dette tidspunkt udgjorde de samlede forhåndslånstilsagn næsten 6 mia.kr. svarende til mere end et års udbetalinger af sådanne lån.

Virkningen af suspensionen blev mildnet ved, at der blev givet adgang til acontoudbetalinger af endelige lån for byggeri, der opførtes i etaper – blok-

Tabel 3.6 Nettotilgang af obligationer (kursværdi)

	Statsobligationer	Realkreditobligationer	Andre obligationer	I alt	Nationalbankens nettokøb		
					Overtagne skibskreditfondobligationer[1])	Andre obligationer[2])	I alt
	Milliarder kroner						
1965	- 0,1	4,5	0,3	4,7	—	1,4	1,4
1966	- 0,2	3,4	0,8	4,0	—	0,8	0,8
1967	- 0,2	4,0	0,4	4,2	0,3	1,0	1,3[3])
1968	- 0,1	6,1	0,7	6,7	0,7	1,5	2,2
1969	- 0,1	7,3	0,9	8,1	0,9	0,7	1,6

Danmarks Nationalbank.

[1]) Nationalbankens køb af Skibskreditfondens B- og C-obligationer til pari.

[2]) Inkl. salg af Skibskreditfondens C-obligationer på markedsvilkår og udtrækninger af Skibskreditfondens B- og C-obligationer.

[3]) Bortset fra Nationalbankens salg til staten af obligationer til en kursværdi af 1 mia.kr., der blev stillet til rådighed for Statens Bygge- og Boligfond i henhold til lov nr. 242 af 3. juni 1967.

prioritering - og ved de i det følgende afsnit omtalte ekstraordinære genbelåningsordninger for banker og sparekasser.

Dele af skitsens elementer kom til at indgå i kommissoriet for udvalget vedrørende obligationsmarkedets forhold, der sammen med Realkreditkommissionens arbejde er omtalt side 150 ff.

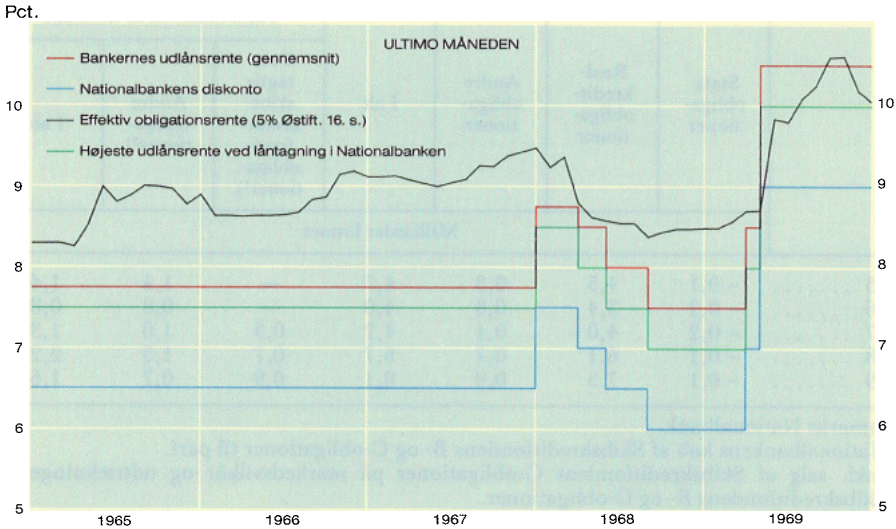
Efter frigivelserne i august 1968 benyttede kommunerne sig af lejligheden til at optage lån i realkreditinstitutterne mod pant i skoler og hospitaler mv. Da regeringen var stærkt interesseret i, at der blev lagt låg over kommunernes låntagning, genindførtes fra 1. april 1969 en kvotering af institutternes tilbud om lån til sådanne formål. Samtidig blev der fortsat holdt snor i Kommunekreditforeningens tilbudsgivning.

Den ny realkreditlov, der trådte i kraft den 1. juli 1970, indeholdt en stramning af lånegrænser og løbetider i forhold til de tidligere bestemmelser og var således i realiteten en videreførelse af den begrænsning af obligationsudstedelsen, der var sigtet med obligationsaftalerne.

For kommunernes vedkommende gennemførtes der en mere varig skærpelse ved Indenrigsministeriets stramning fra 1. april 1970 af kontrollen med deres lånoptagelse, og senere i januar 1971 ved Boligministeriets fastlæggelse af regler for ydelsen af realkreditlån i ejendomme tilhørende kommuner og selvejende institutioner mv.

Rationeringsordningen blev hermed overflødiggjort, men da det ville vare

Figur 3.1 Rentesatser 1965-1969



Danmarks Nationalbank.

nogen tid, før virkningerne på obligationsmarkedet af de nye bestemmelser viste sig, og da der stadig var kødannelser, besluttedes det på regeringens anmodning at forlænge aftalerne til den 30. juni 1971, for Kommunekreditforeningens vedkommende til den 31. marts 1971.

Som tilsigtet fik aftalerne en stabiliserende indflydelse på såvel nettotilgangen af realkreditobligationer som på obligationsrenten. Som det fremgår af figur 3.1 og den tidligere viste figur 2.1, side 54, fik renteniveauet et løft i 1964-65 på et par procentpoint, og i 1969-70 indtraf der en yderligere forhøjelse af samme størrelsesorden, men indimellem holdt niveauet sig nogenlunde uændret, kun afbrudt af uroen op til og efter krone-devalueringen i november 1967.

Aftalerne virkede næppe begrænsende på nybyggeriet. Som det fremgår af tabel 3.5, side 82, forøgedes kvoterne for nyt boligbyggeri med i alt 59 pct. i forhold til basisperioden, dvs. en gennemsnitlig årlig forøgelse i disse tre år på næsten 20 pct. Forøgelsen var også betydelig for så vidt angår landbruget.

Derimod blev tillægslån og omprioriteringer i boligejendomme klemt kraftigt. Disse lån indgik i gruppen „Andre formål", der tillige omfattede industrien, som fik væsentlig større forhøjelser end gennemsnittet for denne gruppe som helhed.

Det var således ydelsen af tillægslån mv., det kom til at gå ud over. Denne begrænsning blev videreført i den nye realkreditlov sammen med den førnævnte stramning af lånegrænser og løbetider.

At obligationsaftalerne henimod slutningen var ved at blive slidt op, fremgår af den kraftige stigning i obligationsudstedelsen i 1968 og 1969. En del af den finansiering, der i aftaleperioden var skubbet over på andre finansieringskilder, blev herved tilbageført. Endvidere viste det private pantebrevsmarked i 1969 og 1970 tydelige tegn på vækst.

I sin tale på Danske Bankers Fællesrepræsentations årsmøde den 8. november 1968 gav Erik Hoffmeyer aftalerne følgende skudsmål: „Efter vor opfattelse har obligationsrationeringen - som i øvrigt under forskellige former praktiseres i de fleste lande - i de forløbne år med det stærke efterspørgselspres bidraget til at stabilisere økonomien og til at hindre yderligere kraftige kursfald, der alvorligt ville svække tilliden til obligationsmarkedet. Selvfølgelig har den i visse henseender haft uhensigtsmæssige virkninger, men disse bør ikke overskygge det væsentlige forhold - at ordningen har haft en stabiliserende virkning".

Likviditet og låneregler

Som følge af deponerings- og obligationsaftalerne kom Nationalbankens låneregler ikke til at spille samme rolle i pengepolitikken som tidligere. Som nævnt var det et led i deponeringsordningen, der i sig selv var udtryk for en vis likviditetsstramning i pengeinstitutterne, at Nationalbanken påtog sig at skabe det likviditetsmæssige grundlag for en rimelig kreditudvidelse, og at Nationalbanken og pengeinstitutterne herefter i fællesskab fastlagde rammerne for kreditudvidelsens størrelse.

Der blev da heller ikke foretaget større ændringer i lånereglerne. Som det fremgår af omstående tabel 3.7, var intradekreditter, posteret under kontokurant, fortsat den dominerende låneform. Lån på obligationer og aktier, der ikke havde spillet den store rolle i de forudgående år, fik væsentlig større betydning i perioden 1965-69.

På området for *specialkreditter* var der stadigvæk en vis aktivitet. I 1965 forsøgte landbruget således endnu en gang at få etableret en genbelåningsordning vedrørende kornhøsten, men fik afslag.

Derimod accepterede Nationalbanken efter anmodning fra Danske Landkreditforeningers Fælleskontor for Grundforbedringslån at overtage grundforbedringsobligationer inden for en vis ramme, forudsat at obligationerne blev børsnoteret. Endvidere gik Nationalbanken efter anmodning af statsminister Jens Otto Krag med til via en genbelåningsordning at støtte udbetalingen til landbrugets eksportorganisationer af det erstatningsbeløb[1]), som landbruget fik til gode efter devalueringen i november 1967, men som

[1]) Godtgørelse for omkostningsstigninger på grund af devalueringen og tab på markeder med højere devaluering end Danmark, fratrukket devalueringsgevinster.

Tabel 3.7 Nationalbankens udlån

Ultimo	Veksler på indlandet	Lån på indlånsbeviser	Lån på kreditbeviser	Lån på obligationer og aktier	Kontokurant mv.	I alt
	Millioner kroner					
1964	154	116	17	169	357	813
1965	56	97	48	243	526	970
1966	147	122	53	584	780	1.686
1967	32	77	41	853	354	1.357
1968	12	278	14	320	517	1.141
1969	190	339	57	495	744	1.825

Danmarks Nationalbank.
Anm.: Inkl. mindre beløb udlånt til andre end banker og sparekasser.

bevillingsmæssigt var kommet i klemme på grund af Folketingets efterfølgende opløsning. Endelig etablerede Nationalbanken en særlig genbelåningsordning for bankkreditter ydet til skovbruget i anledning af stormfældet træ i oktober 1967.

I relation til pengeinstitutterne blev der gennemført enkelte lempelser samt indrømmet særlige trækningsmuligheder efter suspensionen af forhåndslånsordningen i realkreditinstitutterne.

På baggrund af den langsommere vækst i pengeinstitutternes udlån i 1965 fandt Nationalbanken det således muligt at lempe *overrenteordningen* i slutningen af året og i begyndelsen af 1966. Endvidere reduceredes det mindste antal *rentedage*, som Nationalbanken beregnede sig ved rediskontering af veksler og belåning af værdipapirer, fra 10 til 5 dage. Nedsættelsen blev fra 1. maj 1966 gjort gældende indtil videre. Dette skridt kan forekomme teknisk, men var ikke desto mindre en lempelse, som pengeinstitutterne lagde overordentlig stor vægt på. Der var mange penge i den.

I november 1968 opstod der en særlig situation som følge af den af Wilson-regeringen gennemførte engelske importdeponeringsordning. Det måtte herefter forventes, at engelske importører ville presse på for at få længere leverandørkreditter end hidtil, respektive at der fra udlandets side blev ydet egentlige lån til finansiering af deponeringen. For ikke at stille danske eksportører ringere i konkurrencen blev der givet adgang til at yde sådanne kreditter, og i det omfang danske banker medvirkede hertil og i den anledning fik behov for lån i Nationalbanken, ville Nationalbanken se bort fra de gældende overrentebestemmelser.

På disse områder var Nationalbanken således imødekommende. Derimod syntes man, at bankerne „pressede citronen" lige hårdt nok, da de i forbindelse med forhåndslånsordningens afvikling fra marts 1969 truede med at gå

ud af byggelån, medmindre de fik en særlig refinansieringsordning i hvert fald for en overgangsperiode.

Som følge af stigningen i byggelån og kravet om optagelse af forhåndslån var også indeståender på sikringskonti hidrørende fra salg af forhåndslånsobligationer steget stærkt. For bankernes vedkommende drejede det sig i 1969 om indeståender på mere end 3½ mia.kr. Efter forhåndslånsordningens suspension ville dette beløb gå ned, men banksystemet som helhed ville ikke blive berørt heraf. Indlånsnedgangen ville blive opvejet af indlånsfremgang etc. andre steder i systemet. Dog kunne der for det enkelte pengeinstitut blive tale om indlånstab og dermed om forringelse af likviditeten.

Da bankerne fortsatte deres pres, indførte Nationalbanken i maj 1969 en ordning, hvorefter de kunne opnå lån i Nationalbanken på grundlag af den nedgang, som de måtte få på indeståendet på sikringskonti efter udgangen af marts 1969. Bankerne kunne låne op til 80 pct. af nedgangen ved *diskontering af solaveksler.* Procentsatsen skulle nedsættes med 20 pct. årlig og ordningen bortfalde den 1. april 1973. For ikke at gøre det alt for nemt blev renten fastsat til højeste udlånsrente og beregnet for mindst 14 dage.

Til gengæld påtog bankerne sig at finansiere et byggeri af samme omfang som hidtil.

Denne håndsrækning var imidlertid ikke nok for de store banker, der som følge af stramme likviditetsforhold i sommeren 1969 fandt det vanskeligt at bevilge byggelån til nogle sociale boligbyggerier, der stod over for påbegyndelse. Bankerne ønskede en særordning og spillede klart på den politiske interesse - på godt og ondt - i dette byggeri.

Selv om bankerne efter Nationalbankens opfattelse fortsat overdrev likviditetsproblemerne, gik Nationalbanken efter henstilling fra regeringen med til en midlertidig *refinansieringsordning* for byggelån til socialt boligbyggeri bevilget efter den 1. juli 1969. 75 pct. af bankernes nettoudlån på disse byggelån kunne refinansieres indtil 31. marts 1971, hvorefter ordningen skulle nedtrappes, så den udløb den 1. april 1973.

Det var en forudsætning, at bankerne garanterede finansieringen af den politisk vedtagne ramme på 12-13.000 lejligheder årligt. Det var endvidere en forudsætning, at ordningen ikke fik karakter af en almindelig kreditudvidelse.

For at undgå dobbeltdækning blev udnyttelsen af refinansieringsordningen gjort betinget af, at der skete en tilsvarende begrænsning i udnyttelsen af solavekselordningen. Da bankerne endvidere skulle betale det samme i rente til Nationalbanken, som de selv modtog fra deres kunder, blev der kun i ringe omfang gjort brug af denne ordning. Også i dette tilfælde skete renteberegningen for mindst 14 dage.

Det samlede kreditmaksimum under de to ordninger nåede ved udgangen af 1970 op på 850 mill.kr., hvoraf kun en mindre del blev udnyttet.

Tabel 3.8 Ændringer i bankers og sparekassers likviditet

	Bankers og sparekassers nettotilgodehavende i		I alt	Likviditetsbestemmende forhold			
	Nationalbanken[1])	Udlandet (nettovalutastilling)		Statens nettogæld til Nationalbanken[2])	Samlede valutareserver[3])	Nationalbankens beholdning af obligationer og aktier[4])	Andre faktorer[5])
	Milliarder kroner						
Stilling ultimo dec. 1964 ...	0,1	- 0,7	- 0,6	- 0,8	3,2	1,5	
Ændring i							
1965	- 0,1	0,4[6])	0,3	- 0,5	- 0,2[6])	1,4	- 0,4
1966	- 0,8	0,1	- 0,7	- 1,0	0,2	0,8	- 0,7
1967	0,4	0,1	0,5	0,8	- 0,1	0,3	- 0,5
1968	0,5	0,6	1,1	0,3	- 0,2	2,2	- 1,2
1969	- 0,6	- 0,6	- 1,2	- 2,0	- 0,6	1,6	- 0,2
Stilling ultimo dec. 1969 ...	- 0,4	- 0,1	- 0,5	- 3,1	3,1	7,8	

Danmarks Nationalbank.
[1]) Inkl. indlånsbeviser med en løbetid på 91 dage samt indeståender på deponeringskonti. Kreditbeviser og 1-5-årige indlånsbeviser er ikke inkluderet i tallene.
[2]) Inkl. postgiromidler.
[3]) Ændringstallene er beregnet ekskl. kursregulering af Danmarks internationale likviditet.
[4]) Ændringstallene er beregnet ekskl. kursregulering.
[5]) Omfatter bl.a. ændringer i seddel- og møntomløbet, Nationalbankens løbende indtjening og ændringer i Nationalbankens mellemværender med Hypotekbanken.
[6]) Opgørelsesmetoden ændret. Korrektion herfor øger tallene med 0,1 mia.kr.

Som tidligere nævnt var Nationalbankens interventioner i obligationsmarkedet i disse år først og fremmest knyttet til obligationsaftalerne. Købene var særligt store i 1965 og 1968, dvs. begyndelsesåret og slutåret for obligationsrationeringen. Inklusive overtagelsen af skibskreditfondobligationer forøgedes Nationalbankens fondsbeholdning derfor betydeligt.

For i nogen grad at neutralisere den likviditetsforøgelse, der fulgte af købene i afviklingsfasen, aftalte Nationalbanken i november 1968 med pengeinstitutternes organisationer, at banker og sparekasser skulle aftage for ca. 1 mia.kr. 1-5-årige *indlånsbeviser* udstedt af Nationalbanken. Indlånsbeviserne kunne i første omgang kun belånes i Nationalbanken i særlige tilfælde.

Herudover var pengeinstitutternes manøvremulighed blevet reduceret ved suspensionen af forhåndslånsordningen. Det forhold, at Nationalbanken

trak sig ud af obligationsmarkedet, havde en lignende effekt, idet pengeinstitutterne herefter ikke kunne nedbringe deres obligationsbeholdninger uden at risikere kursfald og dermed kurstab.

Som det fremgår af tabel 3.8, virkede obligationskøbene synligt ind på pengeinstitutternes likviditet, men andre forhold trak i modsat retning, således at bankernes likviditetssituation ud fra en helhedsbetragtning fortsat var karakteriseret ved en vis stramning. Dette var især tilfældet i de to år, hvor udlånene steg kraftigt, nemlig 1966 og 1969.

Med beslutningen om at gå ud af obligationsmarkedet, fjernede Nationalbanken sig naturligvis ikke fra dette marked for bestandig. Der var fortsat behov for en indsats til begrænsning af store og abrupte kursudsving, og Nationalbanken var også i de følgende år indstillet på at dæmpe renten, når valutaforholdene tillod det.

Derimod lagde Nationalbanken afstand til de foregående års forsøg på „systematisk" at skære toppen af renten. Oplevelserne på valutaområdet, jf. herom senere, var en klar påmindelse om, at man nu var kommet dertil, at hensynet til valutastabilitet og betalingsbalanceunderskuddets finansiering måtte have første prioritet set fra et pengepolitisk synspunkt.

Private kundeforhold

I tilslutning til Nationalbankens låneregler kan der være grund til at afslutte et kapitel, som oprindelig udgjorde en væsentlig del af den virksomhed, der foregik i „Nationalbanken i Kjøbenhavn", nemlig ydelse af kreditter til private foretagender, bl.a. i form af vekseldiskonteringer.

Disse engagementer var med tiden blevet stærkt reduceret, men eksisterede stadig i et vist omfang ved overgangen til Danmarks Nationalbank i 1936. Endnu i 1960'erne var der en kreds af firmaer, der havde det „privilegium" at være vekseldiskontenter og kontohavere i Nationalbanken.

Medio 1966 drejede det sig om knap 100 med et samlet kreditmaksimum på lidt under 40 mill.kr., altså meget beskedne talstørrelser selv efter datidens forhold. Disse kundeforhold blev bragt til ophør med virkning fra den 1. oktober 1967[1]).

Nationalbanken var endvidere depotsted for en del legater, fonde, pensionskasser og privatpersoner. Disse depoter blev opsagt i 1964, og nogle år senere ophævedes de lovpligtige depoter, der var oprettet for udenlandske forsikringsselskaber[2]).

---

[1]) I juli 1972 blev det besluttet at ophøre med at yde mergelselskaber lån til dækning af udgifter ved kalk- og merglingsarbejder. Sådanne lån havde indtil da været ydet i en ca. 30-årig periode.

[2]) Fra oktober 1971 til april 1983 var Nationalbanken indskrivningssted for statspapirer. Ved denne ordnings ophør androg antallet af indskrivningsbeviser ca. 43.000.

Disse kunderelationer spillede ingen rolle i den daglige tilværelse, men alligevel fandt Nationalbanken, at de var blevet et fremmedelement, og at de derfor retteligt hørte hjemme i de private pengeinstitutter.

Kommunernes låntagning

Især kommunerne følte sig ramt af kreditstramningen. I forvejen var deres lånemuligheder blevet indsnævret ved regeringens beslutning i juni 1964 om at ophøre med at give dem tilladelse til at optage lån i udlandet.

Kommunerne lagde derfor et betydeligt pres på regeringen for at få særbehandling. De gjorde opmærksom på, at mange investeringsopgaver enten var i gang eller planlagt, og at kreditbegrænsningen derfor kom på tværs af de likviditetsbudgetter, der var lagt.

Regeringen var som hovedregel afvisende bortset fra tilfælde, hvor man fandt det nødvendigt at gå på kompromis, f.eks. af hensyn til hospitalsbyggeri og byggemodning. Endvidere fandt regeringen det rimeligt, som følge af betalingsbalanceunderskuddet, at åbne forsigtigt op for offentlig låntagning i udlandet.

Nationalbanken var som før meget kritisk og var nu samtidig på vagt overfor, at den kreditpolitik, der var tilrettelagt ved aftalerne med de långivende institutioner, ikke blev gennemhullet ved særlige arrangementer.

På denne baggrund påbegyndte Nationalbanken omkring midten af 1960'erne en regelmæssig opgørelse over de lånetilladelser, der af de forskellige tilsynsmyndigheder blev givet til kommunerne mfl.[1]).

Opgørelserne viste klart kommunernes evne til at trænge igennem med deres låneandragender og långivernes muligheder for at opfylde ønskerne. Kommunerne blev betragtet som solide låntagere. I modsætning til private virksomheder havde de et skattegrundlag at bygge på.

En væsentlig del af lånene blev optaget i banker og sparekasser eller ved formidling af vekselerere. Disse lån var fortrinsvis kortfristede lån. Også lån gennem realkreditinstitutterne fik efterhånden et betydeligt omfang. De steg særlig stærkt i de sidste måneder af 1968 efter ophævelsen af hovedparten af obligationsrationeringen.

Baggrunden var de kommunale investeringer, der i disse år voksede kraftigt, og i modsætning til statsfinanserne, der normalt viste kasseoverskud, arbejdede kommunerne som helhed med forholdsvis betydelige underskud. Resultatet var en stærk stigning i kommunernes gæld[2]).

---

[1]) Nationalbanken ophørte hermed i 1968, efter at Danmarks Statistik havde begyndt en mere fuldstændig opgørelse af den kommunale låntagning som led i en udbygning af kreditmarkedsstatistikken.

[2]) Fra marts 1965 til marts 1970 mere end fordobledes gælden fra 6 mia.kr. til 14 mia.kr. Danmarks Statistik, Statistisk tiårsoversigt 1972, side 75.

Under møderne med regeringen i 1965 og 1966 kunne Nationalbanken således gøre gældende, at kommunerne var den gruppe, der havde mindst grund til at beklage sig over kreditbegrænsningen. Deres aktiviteter var uanset stramningen stærkt stigende og medvirkede derfor til overophedningen af økonomien.

På denne baggrund henstillede Nationalbanken, at kommunerne pressedes til længst muligt at klare sig selv. Kun i akutte tilfælde kunne man eventuelt henvise til Hypotekbanken, der så til gengæld kunne få mulighed for at refinansiere sig i udlandet. Visse problemer kunne løses via Kommunekreditforeningen, der deltog i obligationsaftalerne.

Nationalbankens bestræbelser gik ud på at få problemet indkapslet, så det blev styrbart.

Efter forhandlinger mellem regeringen og Nationalbanken blev der i foråret 1966 udstukket nogle retningslinjer for løsningen af en række praktisk foreliggende finansieringsproblemer bl.a. i forbindelse med byggemodningsopgaver. Hypotekbanken skulle tage sig af visse kommuner og Kommunekreditforeningen af andre, men under den forudsætning, at der blev tale om begrænsede og kortvarige kreditter. Det var endvidere en forudsætning for Nationalbankens bagved liggende støtte til Hypotekbanken, at forrentningen af lånene blev tilrettelagt således, at kommunerne tilskyndedes til at holde igen på udgifterne samt i videst mulig udstrækning at søge finansiering ad de normale kanaler på lige fod med andre.

Omtrent samtidig rejstes fra bankside det spørgsmål, om kommuner kunne få adgang til at optage kortfristede indenlandske obligationslån. En række københavnske omegnskommuner og købstadskommuner havde udtrykt ønske herom.

Nationalbanken satte sig imod denne mulighed. Udbydelse af sådanne lån ville være i klar konflikt med obligationsrationeringen. Regeringen var enig. Indenrigsministeriet, der var tilsynsmyndighed over for amts- og købstadskommunerne, ville herefter undlade at give sådanne godkendelser. Regeringen henstillede til Københavns Amt, der havde beføjelsen bl.a. i forhold til de københavnske omegnskommuner, at følge en tilsvarende restriktiv linje.

Nationalbanken selv undgik ikke at blive direkte involveret. Københavns Kommune fik i løbet af 1965 en likviditetsmæssig spidsbelastning, som man ikke mente at kunne klare uden Nationalbankens hjælp. Dette var Nationalbanken af principielle grunde ikke meget for, men gik alligevel med til at yde kommunen en kortfristet løbende kredit. Det samme gentog sig i de følgende år til og med 1969, hvorefter likviditetsbehovet blev udjævnet som følge af overgangen til kildeskat.

I efteråret 1966 fremlagde Finansministeriet et oplæg vedrørende det offentliges udenlandske låntagning i 1967. Der opstilledes en række betingelser og forudsætninger, hvoraf især kan nævnes to. For det første var det vigtigt at

Tabel 3.9 Kreditudvidelse til den private sektor og kommuner mv. fra forskellige finansieringskilder

	Nettoudlån fra		Nettolåntagning i udlandet	
	Banker og sparekasser	Realkredit-institutter mv.	Private sektor	Kommuner og koncessionerede selskaber
	Milliarder kroner			
1965	2,3	4,8	0,6	0,1
1966	4,1	4,2	0,5	0,1
1967	2,9	4,4	0,5	0,3
1968	3,0	6,9	0,5	0,3
1969	5,6	8,2	0,3	0,4

Danmarks Nationalbank.

få begrænset låntagningen i det hele taget, og for det andet skulle der ved den låntagning, som fandtes nødvendig på grund af valutaforholdene, tages hensyn til Danmarks kreditværdighed. Dette sidste indebar, at lånetilladelser indtil videre måtte begrænses til Københavns Kommune, Københavns Amt og Hypotekbanken.

Oplægget, hvis principper i det store og hele også kom til at gælde for de følgende år, tiltrådtes af såvel regeringen som Nationalbanken, for Nationalbankens vedkommende dog med den tilføjelse, at det var en politisk afgørelse, hvilke kommuner der skulle tilgodeses. Andre kommuner var efterhånden blevet utilfredse med den favørstilling, der blev København til del.

Som det fremgår af tabel 3.9, lykkedes det at holde den udenlandske låntagning nede. Selv om der var tale om en vis stigning, var denne form for finansiering ganske underordnet sammenlignet med den samlede gældsforøgelse i kommunerne i denne periode.

Ved lov nr. 223 af 31. maj 1968 om kommunernes styrelse[1]) gennemførtes der en opblødning af reglerne for optagelse af korte kreditter. Dette skete som konsekvens af de større enheder, der ville blive resultatet af kommunalreformens gennemførelse. Det blev i den anledning fundet rimeligt at give kommunerne større frihed end tidligere i forhold til tilsynsmyndigheden hvad angik aftaler om kassekreditter, etc.

Med kommunalreformen ændredes samtidig byrdefordelingen uden at forrykke den totale balance mellem statens og kommunernes udgifter. Således blev statens refusion af visse kommunale udgifter nedsat, mod at staten til gengæld overtog de udgifter til sociale formål, der hidtil havde været fordelt på kommunerne efter reglerne om mellemkommunal refusion. Det var et led i reformen, at der fremover skulle ydes generelle tilskud til kommu-

[1]) Trådte i kraft den 1. april 1970.

nerne. Der skulle heri ligge en tilskyndelse til en økonomisk set mere hensigtsmæssig tilrettelæggelse af deres aktiviteter.

Uanset den større frihed var regeringen og Folketinget opmærksom på behovet for fortsat finansiel kontrol. På linje hermed blev der, som tidligere nævnt, fra 1. april 1970 gennemført en skærpelse af Indenrigsministeriets indseende med kommunernes lånoptagelse, ligesom der blev lagt begrænsninger på deres optagelse af realkreditlån.

Indlånsrenteaftalen

I slutningen af 1967 og begyndelsen af 1968 kom bankernes og sparekassernes indlånsrenteaftale ud for et betydeligt pres „indefra".

Årsagen var det forhold, at obligationsrenten 2-3 år forinden var steget med et par procentpoint, mens bankrenten, der fulgte Nationalbankens diskonto, var holdt uændret.

Der var som følge heraf opstået et øget spænd imellem obligationsrenten og bankrenten, men uden at der af den grund kunne konstateres synlige forvridninger i markedsforholdene. Interessen for placering i obligationer var trods det højere renteafkast svag, mens indskuddene i pengeinstitutterne steg kraftigt.

Alligevel havde der rejst sig kritiske røster i visse bankkredse, der mente, at konkurrenceforholdet på indlånssiden herved blev forskubbet til ugunst for pengeinstitutterne.

Ejendommeligt nok fik kritikken først konkret form efter diskontoforhøjelsen i december 1967. På baggrund af de pengepolitiske aftaler havde Nationalbankens rentesatser indtil da stort set været uændret i 3½ år. Ved diskontoforhøjelsen indsnævredes rentespændet, da den effektive obligationsrente ikke fulgte med op i samme omfang.

Ikke desto mindre kom Veile Bank kort efter med et konkurrenceudspil i form af en indlånstype, der lå uden for renteaftalen, nemlig indlån på 12 måneders opsigelse med en rente på 8½ pct. Efter den seneste justering af indlånsrentesatserne var den højest tilladte indlånsrente 7¼ pct. Som følge af dette brud blev banken ekskluderet af Provinsbankforeningen. Der blev samtidig igen sat gang i diskussionen om indlånsrenteaftalen.

Veile Bank fik følgeskab af en del andre pengeinstitutter navnlig i Midt- og Østjylland. Også de følte, at bankrenterne blev holdt kunstigt nede, og at der derfor var opstået et spænd i forhold til obligationsrenten, der, som det blev udtrykt, virkede uheldigt for sparerne, samfundet og pengevæsenet.

At der ikke var tale om nogen impulsiv handling fra Veile Banks side fremgår af de udtalelser, som bankens ledelse tidligere var fremkommet med. Ifølge Berlingske Tidende den 11. februar 1966 gav bankens direktør,

Gunnar Holm, på bankens generalforsamling samme år udtryk for, at sparerne, som især blev ramt af inflationens skadevirkninger, ikke var organiseret som pressionsgruppe, og derfor ikke blev hørt. „Sparekasser og banker, som skulle være de første til at forstå opsparingens betydning og værdi og til at tale sparernes sag, er ret passive i så henseende". Og videre hed det „Det er kunstigt ..., at det f.eks. skal være billigere at have en kassekredit med al hertil hørende service i form af mange posteringer, checkhæfter, kontoudskrifter osv. end at have et ganske almindeligt kreditforeningslån, der kun kræver to årlige posteringer hos långiveren, og som er sikret ved den bedst tænkelige sikkerhed".

Disse synspunkter blev senere gentaget i stort set samme form.

Provinsbankforeningens ledelse gjorde, hvad den kunne, for at holde gemytterne i ro, men det var svært[1]). Man påkaldte assistance fra Nationalbanken, og der blev ført mange samtaler om sagen. På et møde med foreningen i oktober 1965 gav nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer udtryk for, at renteaftalen ikke var nogen hjertesag for Nationalbanken. Aftalen dækkede kun halvdelen af bankernes indlån, og udlånsrentesatserne var ikke bundet fast til diskontoen. Der syntes også at være erfaring for, at indskyderne ikke hæftede sig stærkt ved størrelsen af den rente, som de modtog af deres indlån.

Nationalbanken forsøgte senere - i foråret 1966 - at tage brodden af debatten ved at foreslå, at pengeinstitutterne indførte særlig høj forrentning af langfristede indskud, men uden resultat.

I sin egenskab af monopolmyndighed for pengeinstitutter var direktøren for Tilsynet med Banker og Sparekasser, Erling Sveinbjørnsson, også interesseret i sagen. Hans udgangspunkt var, at aftalen gav indskyderne en lavere rente, end de kunne få ved fri konkurrence, og at aftalen derfor var i strid med monopolbestemmelserne. Han mente samtidig, at aftalen udvidede pengeinstitutternes rentemarginal og dermed gav dem en ekstra fortjeneste. Han havde imidlertid ikke grebet ind på grund af den betydning, som Nationalbanken efter hans opfattelse tillagde aftalen af pengepolitiske grunde. Han søgte at gøre sin stilling klar ved forskellige breve og redegørelser bl.a. stilet til Handelsministeriet.

På grund af uroen om aftalen havde Handelsministeriet i marts 1967 udarbejdet et notat om sagen med bistand fra Tilsynet og Nationalbanken. Der blev heri peget på tre muligheder: fuldstændig ophævelse af aftalen, indskrænkning af aftalens område eller ændring af aftalen til alene at være vejledende. Denne sidste mulighed var - også efter Nationalbankens opfattelse - mindre betænkelig end de to første.

---

[1]) Bankdirektør K. O. Petersen, Næstved Haandværker-, Handels- og Landbrugsbank, havde i 1964 afløst bankdirektør Gunnar Holm, Veile Bank, som formand for foreningen.

I notatet, der alene var et forsøg på at få klarlagt problemstillingen, blev det tillige nævnt, at Tilsynets indgrebsbeføjelse kunne præciseres med følgende: „Sådant indgreb over for rentesatser må efter forhandling med Danmarks Nationalbank foretages under hensyntagen til landets almindelige pengepolitik". Det blev dog tilføjet, at en sådan ændring kunne rejse diskussion om Nationalbankens diskontopolitik og landets penge- og rentepolitik i øvrigt.

Som nævnt satte Veile Banks aktion atter gang i den principielle diskussion. Den officielle holdning i de to pengeinstitutorganisationer var uændret. Langt de fleste banker og sparekasser var ganske godt tilfredse med aftalen. Renteregulering var heller ikke noget særsyn. Situationen i Danmark afveg ikke fra forholdene i de fleste andre lande, hvor rentefastsættelsen var undergivet offentlige eller aftalemæssige bestemmelser af den ene eller anden art.

På linje hermed udsendte Danske Bankers Fællesrepræsentation og Danmarks Sparekasseforening den 28. december 1967 en meddelelse om, at de ønskede at fastholde renteniveauet inden for de rammer, der blev afstukket ved Nationalbankens diskontopolitik. En almindelig forhøjelse af indlånsrenten, hed det, kunne ikke undgå at få indflydelse på det i forvejen høje udlånsrenteniveau til skade for erhvervsliv og beskæftigelse.

Også Tilsynet trådte naturligt nok i aktion. I en skrivelse til Nationalbanken af 29. december 1967 spurgte man, om Nationalbanken ud fra pengepolitiske betragtninger anså det for nødvendigt at undlade at gribe ind over for renteaftalen i dens seneste udformning, idet Tilsynet fortsat mente, at satserne var lavere, end fri konkurrence ville medføre.

Inden der blev givet svar på dette spørgsmål, afholdtes der den 2. januar 1968 møde i Nationalbanken med pengeinstitutternes organisationer, der ønskede bekræftet, at Nationalbanken anså renteaftalen for at være så vigtigt et led i pengepolitikken, at Nationalbanken ville lægge pres på pengeinstitutter, der ikke overholdt aftalen.

Et sådant løfte kunne Nationalbanken ikke give. Renteoverenskomsten var efter bankens opfattelse først og fremmest et internt organisationsspørgsmål. Nationalbanken hverken ville eller kunne iværksætte repressalier over for pengeinstitutter, som ikke var medlem af en privat organisation. Noget sådant ville være magtfordrejning. For Nationalbanken var udlånsrenten mere afgørende end indlånsrenten. Der blev henvist til, at Nationalbanken allerede i 1966 havde foreslået, at der blev indført særlige højt forrentede indlånskategorier. I den konkrete situation kunne Nationalbanken kun give pengeinstitutterne moralsk støtte.

Dette kom til udtryk i en skrivelse af 5. januar 1968 fra Nationalbanken til de to organisationer. Det hed heri bl.a., at som følge af sammenhængen mellem diskontoen og pengeinstitutternes rentesatser var aftalen et vigtigt led i

pengepolitikken. Det danske renteniveau var i forvejen højt, og det ville være særdeles uheldigt, hvis erhvervslivets renteudgifter blev forøget ud over virkningerne af diskontoforhøjelsen. Dette blev yderligere uddybet i skrivelsens afsluttende bemærkninger, hvori det hed: „Nationalbanken må i den foreliggende situation anse det for yderst uheldigt, hvis de samfundsmæssige hensyn skydes til side, således at en øget konkurrence om indlån fører til en større rentebyrde for erhvervslivet"[1]).

Efter at Erling Sveinbjørnsson var blevet gjort bekendt med denne skrivelse, gav han udtryk for, at Tilsynet ikke ville gribe ind. Grundlaget for hans kritik var i øvrigt blevet svækket, efter at rentespændet i forhold til obligationsrenten som nævnt var blevet indsnævret.

Oprøret bredte sig imidlertid, og efter møder i pengeinstitutternes organisationer den 12. og 13. januar 1968 blev der nedsat et udvalg med den opgave hurtigt at udarbejde udkast til en ny renteoverenskomst, som igen kunne samle pengeinstitutterne.

Nationalbanken støttede disse bestræbelser ved at tilbyde, at indskud i form af nye lange indlån med en særlig rentesats blev undtaget fra deponeringspligten. Dette blev imidlertid afvist som utilstrækkeligt.

Da en ny frivillig renteaftale ikke var mulig ifølge renteudvalgets bedømmelse, anmodede organisationerne Nationalbanken om at deltage i renteaftalen efter samme princip som ved deponeringsaftalen, således at brud på eller nægtelse af tilslutning til aftalen skulle medføre kreditnægtelse fra såvel Nationalbanken som de større pengeinstitutter. Ellers kunne man frygte en sprængning af organisationerne. Man var nu indstillet på at indføre en overrente for særligt bundne indlån, således at overrenten varieredes i takt med bevægelserne i den effektive obligationsrente. Pengeinstitutterne anmodede om, at sagen blev drøftet med regeringen.

En sådan drøftelse fandt sted den 12. februar 1968 mellem Nationalbankens direktion og regeringens økonomiske ministre. Der var tilslutning til, at Nationalbanken kunne udøve en mild pression over for ikke-deltagere, men heller ikke mere. Denne holdning blev bekræftet ved sagens behandling i det store økonomiudvalg dagen efter.

Et separat møde mellem Nationalbanken og direktionen for Veile Bank bragte intet nyt.

Den 16. februar 1968 kom der endelig en løsning. I et nyt udkast fra renteudvalget indgik der forslag om for indskud på mindst 12 måneders opsigelse at yde en sparepræmie på indtil ¾ pct. ud over den højeste indlånsrente på 7¼ pct. for 6 måneders indskud.

Da dette oplæg lå på linje med, hvad Nationalbanken tidligere havde fore-

[1]) Skrivelsen er aftrykt som bilag 1 til årsberetning 1967.

slået, gentog banken tilsagnet om at fritage sådanne indskud fra deponeringspligt, men med den tilføjelse, at lempelsen alene skulle gælde for institutter, der overholdt aftalens rentevilkår. For yderligere at støtte organisationernes bestræbelser ville Nationalbanken anerkende den nye renteaftale i en skrivelse til organisationerne og heri fremhæve, at Nationalbanken forbeholdt sig at gøre anmodning om kreditydelse fra pengeinstitutter, som ikke overholdt aftalens vilkår, til genstand for individuel prøvelse[1]).

På et møde samme dag mellem Danmarks Sparekasseforening og Danske Bankers Fællesrepræsentation indgik de to organisationer herefter den nye renteaftale, som med øjeblikkelig virkning afløste den hidtil gældende.

Efter at man havde fundet en overgangsordning, der gav deponeringsfritagelse for de 12-måneders indskud, som var oprettet med en rente på 8½ pct., meddelte Jyske Bank i en skrivelse til Provinsbankforeningen af 26. marts 1968 på 14 medlemsbankers vegne, at disse banker med omgående virkning tilsluttede sig renteaftalen. Samtlige de udbrydende 40-50 sparekasser tilsluttede sig ligeledes ved en tilsvarende henvendelse til Sparekasseforeningen. Veile Banks rentesatser blev bragt på linje med renteaftalens satser fra 1. april 1968.

På foranledning af Tilsynet med Banker og Sparekasser blev aftalen i den følgende tid ændret på tre punkter.

I september 1968 blev der således foretaget en justering af rentesatserne, så også indskud på skattebegunstigede opsparingskonti opnåede den højeste indlånsrente. Endvidere betragtede Tilsynet det som boykot, når pengeinstitutterne på linje med Nationalbanken var gået ind for kreditnægtelse over for pengeinstitutter, der stod uden for renteaftalen. Da aftalen herom ikke var blevet rettidigt anmeldt til Tilsynets register, betragtedes den som bortfaldet. Endelig ændrede Provinsbankforeningen og Københavnske Bankers Forening af 1920 i løbet af 1969 deres vedtægter, så det blev lettere for medlemmerne at frigøre sig fra renteaftalen.

Der rejste sig ligeledes en del offentlig debat. Veile Bank stod absolut ikke alene, men fik støtte i mange af de pressekommentarer, der blev fremsat. Også fra anden side fremkom der kritiske røster. I en kronik i dagbladet Information den 26. februar 1968 rettede professor, dr.polit. Anders Ølgaard en ret så skarp kritik mod Nationalbanken, der efter hans opfattelse var gået for vidt ved at tilkendegive, „at den vil kunne foretage leveringsnægtelse over for de pengeinstitutter, som ikke tilslutter sig aftalen".

På Sparekasseforeningens årsmøde den 30. maj 1968 uddybede Erik Hoffmeyer Nationalbankens holdning ved at bemærke, at banken ikke uden videre kunne endossere renteaftalen. Den form, man havde fundet, var

[1]) Skrivelsen er aftrykt som bilag 2 til årsberetning 1967.

ikke nødvendigvis den bedste. „Det væsentlige for os var at undgå en yderligere forhøjelse af udlånsrenten". Spørgsmålet om individuel behandling var „fejlagtigt (blevet) opfattet som en trussel om kreditnægtelse, hvis man ikke sluttede sig til renteaftalen. Realiteten var, at vi over for de pågældende pengeinstitutter gav udtryk for, at vi også fra dem måtte have sikkerhed for, at udlånsrenten ikke steg ud over den stigning, der allerede var sket".

Pengeinstitutterne blev meget fortørnet, da Monopoltilsynet under stor offentlig opmærksomhed i sine „Meddelelser nr. 2 - 1969" gav en redegørelse for indlånsrenteaftalen, uden at pengeinstitutternes organisationer forinden havde haft lejlighed til at udtale sig. Det gjorde ikke sagen bedre, at Monopoltilsynet indledte sin pressemeddelelse om redegørelsen med en bemærkning om, at den kom „som et apropos til de bankregnskaber, der præger avisernes erhvervssider i denne tid". Sagen gav anledning til en beklagelse over for handelsminister Knud Thomsen.

Også Nationalbanken fandt Monopoltilsynets fremstilling forkert på væsentlige punkter. Dette blev ligeledes skriftligt præciseret over for ministeren. Bl.a. blev det gjort klart, at Nationalbanken som led i sin pengepolitik „i sidste instans kan nægte at yde kredit til de banker og sparekasser, der ikke følger de pengepolitiske retningslinjer". Deponeringsaftalerne blev nævnt som eksempel. Vedrørende kreditnægtelse i forbindelse med indlånsrenteaftalen gentoges den ovenfor nævnte præcisering fra Erik Hoffmeyers side på Sparekasseforeningens årsmøde i maj 1968.

Det vil altid være muligt at diskutere enkeltheder i en sådan sag, herunder spørgsmål af formel karakter. Det blev der også ved denne lejlighed, hvor Handelsministeriet meget naturligt tog et andet udgangspunkt end Nationalbanken, der lige så naturligt i sin vurdering lagde vægt på pengepolitiske synspunkter.

Efter afviklingen af størstedelen af obligationsrationeringen og forhøjelsen af det korte renteniveau lagde Nationalbanken mere og mere afstand til aftalen. I forbindelse med valutauroen i foråret 1969 gav banken således flere gange udtryk for, at renteaftalen spillede en væsentligt mindre rolle for den pengepolitiske målsætning end tidligere.

Denne holdning blev skærpet under valutakrisen i maj 1969, hvor Nationalbanken tilkendegav, at den nu ikke længere ville gå ind for renteaftalen i dens bindende form. Problemet om aftalens udformning kunne tages op ved en kommende diskontosænkning.

Det var et problem for pengeinstitutterne, at de uafladeligt måtte stå for skud i pressen og hos politikerne. I store træk syntes vanskeligheden at bestå i, at de enten tjente for meget eller også for lidt. Og i 1968 havde de åbenbart tjent for meget.

Det samme gjorde sig gældende i 1969, hvor der opstod det særlige forhold, at pengeinstitutterne efter henstilling fra Nationalbanken og efter regeringens ønske kun satte den højeste indlånsrente op med 1 pct., efter at Nationalbanken i maj havde forhøjet diskontoen fra 7 pct. til 9 pct. Dette skete ud fra et ønske om at undgå for stærkt et kursfald på obligationsmarkedet. Udlånsrentesatserne blev derimod forhøjet med 2 pct., og da den høje diskonto af hensyn til valutaforholdene og betalingsbalancen måtte fastholdes længere end oprindelig påregnet, blev resultatet, at den forøgede rentemarginal ligeledes kom til at gælde længere end først forudsat.

På denne baggrund blev der under de politiske forhandlinger i begyndelsen af 1970 om den økonomiske politik endnu en gang rettet kritik mod pengeinstitutterne med speciel adresse til renteaftalen og den forøgede rentemarginal, jf. herom senere.

Internationale valutaforhold

Udviklingen i de internationale valutaforhold forværredes yderligere i de sidste år af 1960'erne med tiltagende spændinger, der – som før – især samlede sig om de to reservevalutaer, dollar og pund sterling, samt herudover franske franc og D-mark.

De amerikanske myndigheder fortsatte bestræbelserne på at bremse kapitaludstrømningen bl.a. ved at skærpe renteudligningsskatten, der blev udvidet til også at omfatte banklån samtidig med, at der åbnedes mulighed for at forøge lovens renteforhøjende virkning fra 1 pct. til 2 pct. Endvidere blev lovens gyldighedsperiode forlænget i et par omgange. Senere gik man det skridt videre at begrænse amerikanske virksomheders direkte investeringer i udlandet. Diskontoen blev også anvendt. Efterhånden var det ikke alene kapitalbalancen, men også de løbende poster, der blev svækket, bl.a. på grund af krigen i Vietnam.

Størstedelen af underskuddet blev dækket ved forøgelse af USA's kortfristede forpligtelser over for udlandet og således ved stigning i andre landes dollarbeholdninger. Der opstod herved stedse stærkere tvivl om stabiliteten af dollarens værdi over for andre valutaer og guld.

Pund sterling kom flere gange ud i alvorlige kriser til trods for gentagne stramninger af den økonomiske politik. Uro på det hjemlige arbejdsmarked, Rhodesia-konflikten og det stigende internationale renteniveau bidrog til at forværre situationen. England måtte derfor forstrækkes med betydelige valutakreditter fra andre centralbanker og fra Den Internationale Valutafond. Nationalbanken deltog i disse støttearrangementer.

Det viste sig under den internationale konjunkturafmatning vanskeligt for England at få styrket eksporten i tilstrækkeligt omfang, og forholdene for-

værredes yderligere af bl.a. krisen i Det mellemste Østen[1]). Englands „basisbalance", dvs. betalingsbalancens løbende poster og de langfristede kapitalbevægelser, kom herved ud for en betydelig belastning med store valutatab til følge.

I november 1967 blev situationen akut. England stod da over for valget imellem at gennemføre en så drastisk stramning af den økonomiske politik, at man ville sætte økonomien i stå, eller at devaluere. Man valgte den sidste udvej og devaluerede lørdag den 18. november 1967 pundet med 14,3 pct. i forhold til dollar. Regeringen havde ellers siden sin tiltræden i efteråret 1964 konsekvent afvist denne mulighed.

Beslutningen blev taget allerede torsdag den 16. november 1967. Inden da havde England forhørt sig hos en række andre større lande om deres holdning til en nedskrivning af forskelligt omfang. Man var herved kommet frem til, at ca. 15 pct. var den rette størrelsesorden. Den var stor nok til at hjælpe, men ikke så stor, at andre valutarisk betydningsfulde lande, herunder især USA, ville følge efter. Procenten 14,3 blev valgt, fordi man herved fik en rund dollarkurs på 2,40 dollars pr. pund.

Der var ellers på årsmøderne i Valutafonden og Verdensbanken i Rio de Janeiro i slutningen af september modtaget informationer om, at den engelske finansminister, James Callaghan, i fortrolige møder stærkt havde fremhævet, at pundets pariværdi ville blive fastholdt. Disse udtalelser skulle bl.a. tjene til at berolige lande, der havde sterlingtilgodehavender i London. Efter devalueringen, der også havde fået finansministerens støtte, valgte han at træde tilbage. Selv om der altid skal trækkes noget fra ved vurderingen af den slags udtalelser, meddelte han i et brev til premierminister Harold Wilson, at han følte at have fået et troværdighedsproblem. Han overtog i stedet indenrigsministerposten. Ny finansminister blev Roy Jenkins.

Devalueringen blev fulgt op af en stramning af den økonomiske politik, herunder pengepolitikken, og England fik tilsagn om valutakreditter på i alt ca. 3 mia.$ med knap halvdelen fra Den Internationale Valutafond og resten fra en række udenlandske centralbanker samt fra BIS i Basel. Nationalbanken deltog heri med i alt 34 mill.$.

Som det var hensigten, fulgte kun få lande det engelske skridt. I Europa var det således kun Danmark, Island og Spanien, der devaluerede. Finland havde dog nedskrevet sin valuta måneden før.

Spekulationen vendte sig herefter mod dollar med det resultat, at USA kom ud for betydelige guldtab. På denne baggrund blev der i midten af marts 1968 på amerikansk foranledning gennemført en radikal ændring i den hidtil førte guldpolitik. På et møde i Washington mellem guldpuljelan-

[1]) Førte til krigsudbruddet mellem Israel og dets nabostater den 5. juni 1967.

dene blev det besluttet at ophøre med at levere guld til markedet i London. Fremover skulle centralbankernes guld alene anvendes til transaktioner mellem monetære myndigheder. Der var samtidig enighed om, at det ikke længere var nødvendigt at supplere de officielle guldbeholdninger ved køb af guld i markedet. En række andre lande, deriblandt Danmark, tilsluttede sig denne aftale[1]).

Ved siden af det officielle marked, hvor guldhandelen foregik til den officielle pris, fik man således et privat marked, hvor prisen blev bestemt af udbud og efterspørgsel.

I Europa samlede spekulationen sig herefter om den franske franc og D-marken.

Frankrig blev i maj og juni 1968 rystet af voldsomme studenter- og arbejderuroligheder. Regeringen, der lededes af Georges Pompidou, blev omdannet, og der måtte gives betydelige indrømmelser. Ud over universitetsreformer blev der gennemført store lønforhøjelser, arbejdstiden blev forkortet, og der blev foretaget sociale forbedringer. I et forsøg på at absorbere den efterspørgselsstigning, der fulgte heraf, blev der i tiden derefter ført en ekspansiv økonomisk politik, men resultatet blev en kraftig kapitalflugt med heraf følgende pres mod francen.

Da der samtidig var forventning om en opskrivning af D-marken, oplevede Tyskland en tilsvarende kraftig kapitalindstrømning og voldsom stigning i Tysklands valutareserver.

Dette gav naturligvis anledning til mange drøftelser på internationalt plan mellem de instanser, der havde ansvaret for valutaforholdene. I november 1968 blev der således afholdt et møde i Bonn mellem finansministre og centralbankchefer fra 10-landegruppen. Så længe mødet stod på, var de vigtigste valutamarkeder lukkede. Forhandlingerne endte med, at såvel den franske som den tyske regering erklærede, at kurserne på deres respektive valutaer ville blive fastholdt, og at der ville blive gennemført en række interne foranstaltninger til støtte herfor. Frankrig skærpede valutakontrollen, strammede pengepolitikken og bebudede budgetforbedringer. Det vel nok mest markante tyske skridt var en lille skjult revaluering gennem afgiftsændringer i forbindelse med importen og eksporten.

Frankrig fik stillet kortfristede kreditter på i alt 2 mia.$ til rådighed fra en række centralbanker. Nationalbanken deltog i dette kredittilsagn med et beløb på indtil 30 mill.$.

Da det engelske pund sterling fortsat stod svagt i forhold til andre valutaer,

---

[1]) Nationalbanken fik den 18. marts 1968 tilsendt Washington-communiqueet fra Federal Reserve Board med opfordring til at tilslutte sig indholdet heri. Dette skete samme dag efter forudgående konsultation med regeringen.

måtte den engelske regering endnu en gang stramme tøjlerne. Det skete bl.a. ved indførelse af en midlertidig deponeringsordning omfattende lidt under halvdelen af den samlede import. Levnedsmidler og råvarer blev holdt udenfor. Importøren skulle ved varens indklarering deponere 50 pct. af importværdien rentefrit i Bank of England for en periode på 6 måneder[1]).

England havde et par måneder forinden opnået et kredittilsagn fra en række centralbanker og BIS på i alt 2 mia.$. Nationalbanken deltog heri med 37,5 mill.$. England kunne trække på dette arrangement, i det omfang udenlandske sterlingtilgodehavender i London blev bragt ned under en vis grænse. Kreditarrangementet, der var af langfristet karakter, blev konstrueret på en sådan måde, at det var BIS, der kom til at virke som stødpude. Til gengæld måtte England kursgarantere størstedelen af sterlinglandenes officielle tilgodehavender i London.

På baggrund af de urolige valutaforhold blev der i 1968 gennemført en betydelig udvidelse af den amerikanske centralbankmyndigheds swap-aftaler med en række andre centralbanker og BIS. I alt blev aftalerne udvidet fra 7 mia.$ til 10,5 mia.$. De trækningsmuligheder, der fulgte af aftalerne, blev bragt i anvendelse ved flere lejligheder.

Nationalbanken var blevet deltager i dette arrangement, da Danmark fra 1. maj 1967 gik over til såkaldt artikel VIII-status i Den Internationale Valutafond og dermed gav afkald på muligheden for at gøre brug af restriktioner i det løbende betalingssamkvem med udlandet. Den danske krone blev herefter konvertibel i Valutafondens terminologi. Swap-aftalen med Federal Reserve Bank of New York kom i første omgang til at omfatte et beløb på 100 mill.$, som i oktober 1969 fordobledes til 200 mill.$[2]).

Den internationale likviditet blev endvidere styrket ved udstedelse af særlige trækningsrettigheder på Valutafonden (SDR - Special Drawing Rights).

Ved fondens årsmøde i september 1967 var der vedtaget en resolution herom, og fondens bestyrelse, der siden havde arbejdet med sagen, kunne herefter i april 1968 fremlægge et forslag, som måneden efter blev godkendt af fondens repræsentantskab. På årsmødet i september 1969 var der tilslutning til, at fordelingen af SDR blev påbegyndt fra 1. januar 1970. Fordelingen, der skulle ske i forhold til medlemslandenes kvoter og i første omgang

---

[1]) Labour-regeringen havde tidligere, da den trådte til i oktober 1964, benyttet sig af en midlertidig importafgift på 15 pct. af importen bortset fra fødevarer og visse råstoffer mv.

[2]) I 1962 blev der indgået en lignende aftale mellem de fem nordiske centralbanker, men inden for meget begrænsede beløb. Aftalen udvidedes i 1967, hvor det mulige udestående kreditbeløb fordobledes fra modværdien af 100 mill.sv.kr. til modværdien af 200 mill.sv.kr., for Islands vedkommende 20 mill.sv.kr. Er omtalt i Nationalbankens årsberetning for 1962, side 35, og i årsberetningen for 1967, side 67-68. Aftalen er aftrykt som bilag 4 i årsberetningen for 1967. Island udnyttede aftalen i september 1968.

over en treårig periode, kom til at omfatte i alt 9,3 mia.SDR, dengang svarende til nogenlunde det samme beløb i dollars[1]).

De nordiske lande støttede stærkt udstedelsen af SDR, men det viste sig senere svært at komme igennem med yderligere tildelinger på grund af betænkeligheder i visse lande, bl.a. USA, ved på denne måde at forøge den internationale likviditet[2]).

Uanset de mange foranstaltninger, herunder beslutningerne på Bonn-mødet i november 1968, fortsatte uroen på valutamarkederne. Det ulmede stadig, og den franske franc kom igen i vanskeligheder. Der skulle den 27. april 1969 afholdes folkeafstemning i Frankrig om en forfatningsreform, der bl.a. gav større beføjelser til landets regionale myndigheder. Præsident Charles de Gaulle havde erklæret, at han ville træde tilbage, hvis afstemningen om reformen gik ham imod. Det gjorde den, og det kom derved til et præsidentvalg i juni 1969, der bragte Georges Pompidou ind på præsidentposten.

Kun Charles de Gaulles stærke modstand havde hindret en devaluering af francen under valutakrisen i november 1968. Risikoen for præsidentens fald og efterfølgende devaluering af francen førte derfor til fornyet kapitalflugt fra Frankrig til hovedsagelig Tyskland. Det, der begyndte som en franc-krise, udløste således hurtigt den latente spænding på valutamarkederne og førte til fornyet spekulation i en D-mark revaluering.

I Tyskland opstod der åbenlys uenighed i koalitionsregeringen om D-mark spørgsmålet. De socialdemokratiske ministre gik nu ligesom Den tyske Forbundsbank officielt ind for en D-mark revaluering, hvortil kom, at flere kristelig-demokratiske ministre fremsatte kommentarer, som lod formode, at en tysk revaluering eventuelt kunne ske som led i en generel kursjustering af en række valutaer.

Spekulationen antog et sådant omfang, at Forbundsbanken onsdag den 7. maj 1969 om eftermiddagen traf beslutning om at trække sig helt ud af valutaterminsmarkedet i D-mark.

På et regeringsmøde fredag den 9. maj konstateredes der flertal for at fastholde D-markens paritet, og forbundsregeringen udsendte derpå et kraftigt dementi af revalueringsrygterne. Styrken heri kom til udtryk i et brev fra forbundskansler Kurt Georg Kiesinger til præsidenten for Forbundsbanken, Dr. Karl Blessing, der i weekenden 10.-11. maj deltog i det ordinære månedlige styrelsesmøde i BIS. Kiesinger bad heri Blessing om at videregive den tyske regerings beslutning, idet han understregede, at den var definitiv, såle-

---

[1]) I forbindelse med tildelingen af SDR blev der truffet aftale mellem Finansministeriet og Nationalbanken om, at samtlige Danmarks mellemværender med Valutafonden fra og med den 30. juni 1969 skulle posteres på Nationalbankens balance.

[2]) I årene 1978-81 gennemførtes en ny fordeling på 12,1 mia.SDR, men herefter kunne der ikke opnås enighed om yderligere allokering.

des at der under ingen omstændigheder ville ske en D-mark revaluering i hans periode som forbundskansler.

Nogle måneder forinden var 10-landegruppens centralbankchefer nået til enighed om en rammeaftale om tilbagekanalisering („recycling") af kortfristede spekulative kapitalbevægelser. Ordningen var ikke automatisk virkende, men havde form af en tilkendegivelse om, at centralbanker, der i særlig grad mærkede valutatilstrømning, efter behov ville stille kreditter til rådighed for andre.

I Frankrig blev Maurice Couve de Murvilles i juni 1969 afløst som premierminister af Jacques Chaban-Delmas. Valéry Giscard d'Estaing blev finansminister. Den nye regering kom hurtigt til det resultat, at francen måtte nedskrives, men ventede med at gennemføre beslutningen, til der var ro på valutamarkederne. Det var der i august, hvor francen blev devalueret med 11,1 pct. Der var tale om et velvalgt tidspunkt og en efter de flestes opfattelse heldigt gennemført valutakursjustering. Der blev samtidig vedtaget en række følgeforanstaltninger, og Frankrig fik stillet yderligere valutakreditter til rådighed.

Ligesom i Frankrig blev også stemningen omkring D-marken påvirket af politiske begivenheder. Der skulle være valg til Forbundsdagen søndag den 28. september 1969, og inden da var der strømmet så betydelige kapitalmidler til Tyskland, at de tyske valutabørser efter henstilling fra forbundskansleren blev lukket torsdag den 25. og fredag den 26. september. Ved børsernes genåbning dagen efter valget suspenderedes D-markens paritet, hvorefter kursen steg med omkring 7 pct.

Ved dannelsen af den nye forbundsregering i oktober 1969 bestående af en koalition af socialdemokrater og frie demokrater overtog Willy Brandt posten som forbundskansler efter Kiesinger. Få dage efter revalueredes D-marken med 9,3 pct. Samtidig bortfaldt de afgiftsændringer vedrørende importen og eksporten, der var gennemført året før.

Devaluering af kronen

Turbulensen på de udenlandske valutamarkeder kunne ikke undgå at smitte af i Danmark, hvor man især fulgte det engelske pund med stor opmærksomhed. Pundets svaghed gav anledning til bekymring, da der i den almindelige bevidsthed stadig var et vist tilknytningsforhold mellem pundet og kronen. Bestræbelserne gik ud på at få fjernet dette indtryk.

Som tidligere nævnt havde Nationalbanken i november 1964 udarbejdet et notat, hvori det blev påpeget, at Danmarks handelsmæssige afhængighed af England var blevet så kraftigt reduceret, at en engelsk devaluering ikke nødvendigvis burde følges af Danmark.

Overvejelserne blev videreført og nedfældet i et af Det Økonomiske Sekre-

tariat udarbejdet notat dateret den 30. juni 1965. Det blev heri tilrådet, at kronekursen ikke blev ændret, hvis England foretog en relativt moderat devaluering, dvs. indtil 10 pct. Blev devalueringen betydelig – 15-20 pct. – ville det af hensyn til landbrugets stilling være vanskeligt at fastholde kronekursen. Men for at undgå en væsentlig styrkelse af det indre økonomiske pres måtte det i dette tilfælde tilrådes, at nedskrivningen begrænsedes til omkring halvdelen af den engelske kursændring.

Spørgsmålet kom på dagsordenen for et nordisk finansministermøde i København i dagene 17.-18. februar 1966, hvor man tillige skulle drøfte internationale likviditetsproblemer. På mødet var Nationalbanken repræsenteret ved Erik Hoffmeyer og Svend Andersen.

Til brug ved finansminister Henry Grünbaums forelæggelse af disse spørgsmål havde Nationalbanken – efter forudgående drøftelser med departementscheferne Erik Ib Schmidt og Kurt Hansen – udarbejdet et memorandum dateret den 10. februar 1966. Hvad angik sterlingproblemet blev der heri henvist til konklusionerne i Det Økonomiske Sekretariats ovennævnte notat.

Sterlingsituationen blev dog knap nok berørt på mødet, der, hvad angik valutasiden, koncentreredes om de nordiske landes stilling til foreliggende tyske og amerikanske skitser til international likviditetsskabelse inden for rammerne af Valutafonden i form af nye „reserveenheder" og muligheden af bl.a. Danmarks deltagelse i en eventuelt udvidet 10-landegruppe.

Det skortede således ikke på notater og overvejelser. Tværtimod må man sige, at den problemstilling, Danmark kom til at stå over for i tilfælde af en engelsk devaluering, var en af de mest grundigt forberedte af sin art.

Den holdning, der udkrystalliserede sig under drøftelserne mellem regeringen og Nationalbankens direktion, kan kort sammenfattes i, at kronens pariværdi ikke burde ændres, hvis pundet blev devalueret med mindre end ca. 15 pct., og devalueringen kun blev fulgt af få andre lande. Fik devalueringen et større omfang, kunne en vis nedskrivning af kronen næppe undgås.

Under årsmødet i Valutafonden i september 1967 benyttede de nordiske lande lejligheden til endnu en gang at udveksle synspunkter. Navnlig fra svensk side gik man ind for, at Norden på forhånd burde træffe bindende aftale om ikke at ændre pariteter i tilfælde af en sterlingdevaluering, der holdt sig inden for ca. 15 pct. Dette afvistes især fra dansk side.

I løbet af oktober 1967 blev Danmarks stilling overvejet endnu en gang i samtaler mellem regeringen og Nationalbanken. Fra bankens side gik man ind for, at problemet ved en engelsk devaluering så vidt muligt burde løses gennem andre økonomisk-politiske indgreb. De vanskeligheder, der måtte opstå for landbruget, kunne bedre ordnes på anden vis. Det blev dog tilføjet, at Danmarks økonomiske vanskeligheder i det sidste års tid var blevet så me-

get forværret, at det nu ville være vanskeligt helt at lade kronen urørt, hvis en engelsk devaluering oversteg ca. 10 pct.

Spørgsmålet blev drøftet på et nyt nordisk finansministermøde i Stockholm den 30. oktober 1967, hvori også Erik Hoffmeyer deltog. Forud for mødet havde Det Økonomiske Sekretariat efter drøftelser med Nationalbanken, Finansministeriet og Statsministeriet udarbejdet et nyt notat, dateret den 27. oktober 1967. Hovedkonklusionen heri var, at på baggrund af usikkerheden om de engelske planer var det umuligt på forhånd - ved denne lejlighed - at tilkendegive, hvilken valutakurspolitik Danmark ville følge.

Økonomiminister Ivar Nørgaard var dog mere eksplicit, idet han på mødet gav udtryk for, at hvis en engelsk devaluering højst blev på 10 pct., ville Danmark ikke følge med. Blev devalueringen større, ville det nok blive vanskeligt at stå fast. Mødet bekræftede i øvrigt tidligere beslutninger om at gennemføre konsultationer, inden der blev truffet afgørelse om valutakursændringer.

Lørdag morgen den 18. november 1967 overrakte den engelske ambassadør finansminister Henry Grünbaum den engelske finansministers meddelelse om, at sterling med virkning fra samme aften ville blive devalueret med 14,3 pct., idet kursen over for dollar ville blive ændret fra 2,80 til 2,40 $ pr. £.

Beslutningen herom kom ikke særligt overraskende. Det virkede således påfaldende, da Bank of England fredag eftermiddag den 17. november trak sig ud af valutaterminsmarkedet. Endvidere kunne Kurt Hansen og Svend Andersen, der begge var til møde i Paris, omtrent samtidig ringe hjem og orientere om fornemmelsen i internationale kredse, der gik i retning af, at devalueringen ville komme tidligere, end man før havde regnet med.

Alligevel var stemningen i den weekend nærmest kaotisk. Uanset at man åndeligt var forberedt på, at det kunne ske, og uanset at der var lagt en linje for Danmarks holdning, blev det i første omgang de politiske fornemmelser, der satte dagsordenen.

Selv om statsminister Jens Otto Krag aldrig havde taget et klart standpunkt, erklærede han sig til almindelig overraskelse som tilhænger af, at Danmark fulgte England fuldt ud. Han frygtede, at der ved en anden løsning ville opstå vanskeligheder med at få gennemført den følgelovgivning, der i så fald nødvendigvis måtte bringes på plads. Han havde især landbrugets forhold i tankerne. Det skulle senere vise sig, at problemerne kom fra en helt anden kant, nemlig fra støttepartiet SF, der gik op i limningen under behandlingen af den indkomstpolitiske del af følgeforanstaltningerne.

Det blev karakteristisk for de følgende drøftelser, at statsministeren personlig ledede slagets gang, og at det var hans udgangspunkt, der prægede forhandlingsforløbet. I Berlingske Aftenavis, mandag den 20. november

1967, der indeholdt en detaljeret kalender for lørdagens og søndagens mange møder, blev dette i overskriften udtrykt på denne måde „Statsminister Jens Otto Krag for anden gang i centrum for en dansk devalueringsbeslutning"[1]).

Erik Hoffmeyer deltog lørdag formiddag i et møde hos Jens Otto Krag, hvor bl.a. også finansminister Henry Grünbaum og departementscheferne Erik Ib Schmidt og Eigil Jørgensen var til stede. Statsministeren gav herunder udtryk for den nævnte holdning, nemlig at kronen burde devalueres i samme omfang som pundet. I overensstemmelse med Nationalbankens principielle indstilling argumenterede Erik Hoffmeyer for, at man nøjedes med en mindre devaluering. Han fremhævede bl.a., at regeringen hidtil havde været enig med Nationalbanken om, at Danmark ikke burde følge sterling fuldt ud, og at en så kraftig devaluering ikke kunne undgå at udløse meget store prisstigninger.

Samme dags eftermiddag afholdtes der møde i Stockholm mellem finansministrene og centralbankcheferne fra Danmark, Norge og Sverige. I mødet deltog fra dansk side Henry Grünbaum, Erik Hoffmeyer og Erik Ib Schmidt.

Det lykkedes ikke på mødet at nå til enighed om en fælles nordisk holdning. Sverige meddelte straks, at den svenske krone ikke ville blive devalueret. I Norge var der overvejende stemning for ikke at følge sterling, men det danske standpunkt kunne blive afgørende for holdningen. Det skabte herefter en pinlig situation, da Henry Grünbaum - efter en telefonsamtale med Jens Otto Krag - måtte meddele, at en fuld dansk devaluering var så godt som besluttet.

Erik Hoffmeyer deltog derefter i en række samtaler i Statsministeriet. Statsministeren virkede overbevist om, at det ville være rigtigst at gennemføre en devaluering af kronen fuldt ud på linje med sterling. Hoffmeyer fremførte på ny og i skærpet form argumenterne mod en så kraftig devaluering og pointerede, at konsekvensen af en devaluering af dette omfang ville blive, at han ville nægte overhovedet at kommentere beslutningen offentligt, hvad der uvægerlig ville blive udlagt som en afstandtagen fra Nationalbankens side.

Statsministeren indvilgede til sidst i, at der blev udarbejdet notater dels om landbrugets tab, dels om virkningerne på statsbudgettet af en devaluering på 10 pct. Sent om aftenen, efter at nedskrivningen af det engelske pund var blevet offentliggjort, afgav statsministeren offentligt en erklæring om, at

---

[1]) Ved devalueringen af det engelske pund i september 1949 med 30,5 pct., hvor Danmark fulgte efter med samme nedskrivning, var Jens Otto Krag handelsminister i regeringen Hans Hedtoft. H. C. Hansen var finansminister.

også kronen ville blive devalueret, men at der endnu ikke var taget stilling til i hvilket omfang.

Da statsministeren fik de udarbejdede notater forelagt tidligt søndag morgen, var han, om end knap så sikker, fortsat af den opfattelse, at en devaluering af samme omfang som den engelske var det bedste, men senere på formiddagen gav han udtryk for, at han nu var indstillet på en mindre nedskrivning. Medvirkende til det ændrede standpunkt var foruden Nationalbankens stilling de samtaler, han havde ført med de politiske partier og erhvervsorganisationerne. Det syntes heraf at fremgå, at der kunne skabes parlamentarisk flertal for visse indkomst- og finanspolitiske foranstaltninger.

Statsministeren redegjorde herefter ud på eftermiddagen for regeringens planer, der nu gik ud på en devaluering på 8 pct., gennemførelse af et avancestop, indefrysning af en dyrtidsportion og en særskat på ikke-lønmodtagere. Fra Nationalbankens side gav man udtryk for, at banken efter omstændighederne kunne tilslutte sig en devaluering af denne størrelse. Af praktiske grunde ville det dog være ønskeligt at få fastsat en rund dollarkurs, og det blev derfor foreslået, at dollarkursen fastsattes til kr. 7,50 mod hidtil ca. kr. 6,91, hvilket ville svare til en devaluering på ca. 7,9 pct.

Nationalbanken tog ikke stilling til de indkomst- og finanspolitiske forslag, som regeringen ville forelægge, men understregede, at det var en forudsætning for Nationalbankens tilslutning, at der blev truffet foranstaltninger, der kunne hindre, at devalueringen straks resulterede i kraftige stigninger i priser og omkostninger. Nationalbanken fandt dog, at forslaget om bortfald af den dyrtidsportion, som måtte formodes at ville følge af devalueringen, i sig selv var et egnet middel til at undgå en hurtig forhøjelse af omkostningsniveauet.

Efter afsluttende forhandlinger søndag med repræsentanter for LO, erhvervsorganisationerne og de politiske partier meddelte statsministeren på et pressemøde ved midnat, at regeringen ville anmode Valutafonden om godkendelse af en devaluering af kronen på ca. 7,9 pct.

I statsministerens udtalelse hed det, at dansk økonomi ikke kunne være uberørt af den engelske devaluering, og at nedskrivningen af kronen alene var fremkaldt af devalueringen af sterling. For at holde pris- og omkostningsudviklingen i tømme ville regeringen søge gennemført et almindeligt *avancestop* gældende til den 1. juli 1968 og med godkendelse af LO og tjenestemandsorganisationerne forhindre udbetaling af den *dyrtidsportion*, som devalueringen måtte formodes at give anledning til. Der skulle endvidere gennemføres en *ekstraskat* på ikke-lønmodtagere svarende til den bortfaldne dyrtidsportion. Regeringen var samtidig rede til at forhandle med landbruget om erstatning for det tab, som erhvervet ville lide ved, at kronen ikke blev devalueret i samme omfang som sterling.

På et møde i Valutafonden mandag den 20. november godkendtes ned-

skrivningen. Efter Valutafondens statutter var det en betingelse herfor, at der forelå „fundamental uligevægt" i det pågældende lands økonomiske forhold. Regeringen lagde vægt på, at dette udtryk ikke blev anvendt i selve anmodningen om godkendelse, hvorimod den nordiske repræsentant i fondens bestyrelse, underdirektør Torben Friis, Nationalbanken, mundtligt kunne gøre brug af denne vending[1]).

At Nationalbanken herefter anså dollaren som nøglevalutaen for dansk valutakurspolitik blev markeret ved, at dollaren fra begyndelsen af 1968 blev sat øverst på valutakurslisten og dermed blev den første valuta, der blev noteret, mens sterling trådte mere i baggrunden.

Som et bidrag til at stabilisere valutamarkedet skærpede Nationalbanken den 21. november 1967 reglerne for terminshandel med fremmed valuta. Der var i månederne herefter ro omkring kronen. Det var der derimod ikke på den politiske front.

Regeringens forslag til følgelovgivning blev hurtigt bragt op i Folketinget. I en kronik i dagbladet Politiken den 22. november 1967 støttede Erik Hoffmeyer det indkomstpolitiske initiativ ved at udtale, at den automatiske dyrtidsregulering, som han selv ved flere lejligheder havde støttet, var oplagt urimelig i visse situationer. Det gjaldt især ved devalueringer, hvor hovedsigtet netop var at bremse indkomststigningerne. Det var derfor saglig rigtigt at slette den pristalsregulering, der fulgte af devalueringen.

Det var imidlertid netop dette spørgsmål, der bragte regeringen i vanskeligheder. Mens avancestoppet hurtigt blev gennemført, kom regeringen i mindretal ved 3. behandlingen i Folketinget den 15. december 1967 af forslag til lov om ændret dyrtidsregulering af lønninger mv.

Det blev en meget hed debat, der krydredes af uenigheden i SF og af oppositionens forskellige holdning til devalueringen.

Folketingsmedlem Poul Møller, Det Konservative Folkeparti, nævnte 11 fejl, som regeringen skulle have begået. Fejl nr. 11 var devalueringen. Man forhastede sig med en kronesænkning, sagde han. Samme dag som man vidste, at Sverige havde besluttet ikke at følge England, samme dag som man vidste, at Norge ikke havde truffet sin beslutning, traf regeringen sin beslutning uden at bringe sine parlamentariske forhold i orden, uden at sikre sig den parlamentariske støtte til denne beslutning[2]).

Poul Hartling, Venstre: „Nu appellerer hr. Per Hækkerup så gribende til os om dog at stemme for regeringens forslag. Men man skal lægge mærke til,

---

[1]) Ifølge fondens artikel IV måtte et medlemsland ikke stille forslag om ændring i parikursen for sin valuta „except to correct a fundamental disequilibrium". Det var endvidere forudsat, at der blev optaget forhandlinger med fonden om den ønskede ændring, hvis størrelse mv. havde betydning for den videre godkendelsesprocedure.

[2]) Folketingstidende 1967-68, 1. samling, sp. 2514-2515.

at det gør han, alene fordi det stillads, han står på, er ved at bryde sammen under ham"[1]).

Aksel Larsen, SF, havde naturligvis en svær dag, men holdt sig oprejst ved sin oratoriske begavelse. Han sagde mange ting, men mon ikke hans holdning i al sin enkelhed var rummet i det budskab, han bragte fra sypigerne på Starmount: „Dette er ikke værd at miste arbejderflertallet for!"[2]).

Statsminister Jens Otto Krag udtalte forundring over det standpunkt, som visse medlemmer af SF havde indtaget: „De tilkendegiver her – alle seks – at de ikke vil medvirke til at gennemføre regeringens forslag; jeg forstår endda, at man er gået så vidt, at man vil stemme imod regeringens forslag. Derved rækker man hånd til de borgerlige partiers stormløb mod den socialdemokratiske regering"[3]).

For blot at nævne nogle eksempler.

Forslaget om engangsskatten, som bl.a. Venstre og Det Konservative Folkeparti havde vendt sig stærkt imod, blev vedtaget med 91 stemmer mod 86, mens forslaget om bortfald af en dyrtidsportion blev forkastet med 92 stemmer mod 85. Statsministeren konstaterede herefter, at sammenhængen i de to forslag var slået i stykker, og at regeringen derfor havde besluttet at lade udskrive valg.

Da der således ville gå et stykke tid, inden den nødvendige stramning kunne gennemføres, fandt Nationalbanken det nødvendigt at forhøje diskontoen. Det skete med virkning fra den 19. december 1967, hvor diskontoen blev sat op fra 6½ pct. til 7½ pct. Samtidig blev ellers planlagte lempelser af bestemmelserne i aftalerne med bankerne og sparekasserne og med de obligationsudstedende institutter stillet i bero.

Regeringen støttede diskontoforhøjelsen, som i øvrigt blev diskuteret vidt og bredt blandt politikere og i dagspressen og ikke altid for det gode.

I visse kommentarer blev Nationalbanken beskyldt for at blande sig i valgkampen og gå regeringens ærinde. I Aarhuus Stiftstidende fra den 19. december 1967 hed det således „Nationalbank-ledelsen placerer sig politisk" eller Viborg Stifts Folkeblad fra den 10. januar 1968 „det er aldeles uanstændigt, at den ansvarlige instans for landets pengepolitik misbruges til partipolitisk propaganda". Socialdemokratiet indrykkede en annonce i dagbladet Aktuelt den 6. januar 1968 under overskriften „En regning fra Nationalbanken fordi folketingets flertal gav op".

Kristeligt Dagblad var mere forstående. I en leder den 20. december 1967 hed det bl.a.: „Den danske devaluering var ikke blot en følge af den engel-

[1]) Folketingstidende 1967-68, 1. samling, sp. 2600.
[2]) Anf.st., sp. 2526.
[3]) Anf.st., sp. 2579.

ske – den danske økonomis indre stilling, pris- og omkostningsniveauet, konkurrenceevnen, de hastigt ekspanderende offentlige udgifter og beskæftigelsen var dybereliggende årsager til devalueringens nødvendighed. Ved devalueringen prøvede vi at lægge et sikkerhedsnet ind, men det er stormasket. Det videre knyttearbejde skulle ske på politisk hold. ... Diskontoforhøjelsen er beklagelig, men politikerne havde ikke givet Nationalbanken noget valg".

Valget gik regeringen imod, og VKR-regeringen tog over. I sin tiltrædelsestale[1]) til Folketinget den 6. februar 1968 bebudede statsminister Hilmar Baunsgaard en statsfinansiel stramning omfattende en række besparelser samt øgede indtægter. Disse tilkendegivelser blev i den følgende tid omsat i praksis, således som det tidligere er omtalt.

I løbet af 1968 ophævedes herefter en del af de kontrolforanstaltninger vedrørende terminshandelen, der var blevet indført i november 1967. Samtidig indførtes dog et krav om, at de af valutahandlernes kunder afgivne erklæringer om det bagved liggende grundlag for sådanne forretninger fremtidig blev indsendt til Nationalbanken allerede ved terminsforretningens indgåelse mod tidligere først ved dens afvikling.

Som nævnt i det foregående afsnit tilspidsedes uroen om den franske franc og D-marken ud på efteråret 1968. I dagene op til den 20. november 1968 opstod der en akut valutakrise, der førte til lukning af valutamarkederne i bl.a. London, Paris og Frankfurt.

Efter aftale med Handelsministeriet suspenderede Nationalbanken i den anledning valutakursnoteringen onsdag den 20. og torsdag den 21. november. Endvidere indstillede Nationalbanken sin handel med valuta med bankerne. Markedet genåbnedes fredag den 22. november, men uden notering af pund sterling, D-mark og franske franc. Efter at det i weekenden blev klart, at der ikke ville ske paritetsændringer af nøglevalutaerne, genåbnedes markedet i fuldt omfang mandag den 25. november.

Kronen blev ikke videre berørt i denne omgang, men kom senere i vanskeligheder, jf. herom i det følgende afsnit. Baggrunden var igen en kombination af vor egen valutariske svaghed og uroen ude omkring.

Krisen maj 1969

Var det slemt i slutningen af 1967, blev det endnu værre i foråret 1969. Stormen blev dog redet af, men først efter en betydelig penge- og valutapolitisk kraftanstrengelse.

Det begyndte med, at det danske renteniveau „kom til" at ligge i underkanten af det internationale som følge af en kraftig stigning fra efteråret 1968

[1]) Folketingstidende 1967-68, 2. samling I, sp. 6-14.

i de korte rentesatser på de større udenlandske markeder. Bl.a. som følge heraf slog den private kapitalimport over i kapitaleksport, herunder i form af tilbagebetaling af gæld.

Samtidig medførte uroen på valutamarkederne, at betalingssædvanerne i udenrigshandelen blev forskudt til ugunst for Danmark. Afviklingen af erhvervslivets forpligtelser i fremmed valuta, især D-mark, fremskyndedes samtidig med, at hjemtagelsen af tilgodehavender i udlandet forsinkedes.

Disse forhold bevirkede, at det store og stigende underskud på betalingsbalancens løbende poster hovedsagelig måtte finansieres ved anvendelse af Nationalbankens valutareserver. Det blev derfor nødvendigt at udnytte visse af de kreditfaciliteter, der stod til rådighed.

I midten af 1968 og begyndelsen af 1969 aktiveredes swap-aftalen med Federal Reserve Bank of New York, og der blev indgået en kortfristet dollar-krone swap-aftale med BIS. Endvidere foretoges efter aftale med regeringen et træk på den såkaldte superguldtranche i Den Internationale Valutafond[1]). Nationalbanken rettede tillige et par kraftige henstillinger til bankerne om at nedbringe deres valutareserver, der var steget kraftigt i 1968 i forbindelse med en forbedring af deres likviditetssituation.

Det lykkedes herigennem at få stivet de officielle reserver af, men dette var ikke nok, og Nationalbanken besluttede derfor med virkning fra den 31. marts 1969 at forhøje diskontoen fra 6 til 7 pct. Nationalbankens øvrige rentesatser forhøjedes tilsvarende.

Efter henstilling fra regeringen tilkendegav Nationalbanken i sin pressemeddelelse, at der efter de trufne stabiliserende foranstaltninger vedrørende obligationsmarkedet[2]) ikke var grund til, at diskontoforhøjelsen skulle få indvirkning på obligationsrenten. Det fik den heller ikke, men det skyldtes nok så meget Nationalbankens obligationskøb, der havde til formål at sikre en rolig markedsudvikling under afviklingen af kødannelserne i realkreditinstitutterne. Under de fortsat urolige internationale valutaforhold blev de likviditetsmæssige virkninger af disse køb imidlertid mere og mere betænkelige.

Spekulationen mod den franske franc medførte så voldsomme spændinger på valutamarkederne, at man med rette kunne tale om en international valutakrise. Også D-marken kom som nævnt i søgelyset, idet der igen opstod stærke forventninger om en tysk revaluering. Også en række andre valutaer kom ud for pres, herunder den danske krone.

Der var derfor behov for en hurtig stramning af den økonomiske politik. På et møde med regeringens økonomiske ministre den 28. april 1969 nævnte na-

---

[1]) Træk på denne del af mellemværendet med fonden var automatisk og ikke forbundet med nogen form for betingelser.

[2]) Som nævnt blev bl.a. ydelsen af forhåndslån indstillet i slutningen af marts 1969.

tionalbankdirektør Erik Hoffmeyer, at der var to muligheder, enten en væsentlig pengepolitisk stramning, eller en noget mindre stramning af pengepolitikken kombineret med en stramning af finanspolitikken. Nationalbanken foretrak den sidste mulighed, der i givet fald burde præsenteres som en helhed.

Stramningen af pengepolitikken måtte omfatte en aftale med de obligationsudstedende institutter om, at de fortsat indtil videre undlod at udnytte adgangen til at yde forhåndslån, en begrænsning af kommunernes låntagning, aftale med bankerne om at undgå for stærk udlånsstigning samt nedsættelse af et embedsmandsudvalg, der skulle fremkomme med forslag om en sanering af kapitalmarkedsforholdene.

Hovedparten af disse punkter var blevet drøftet med regeringen måneden i forvejen med henblik på afhjælpning af strukturproblemerne på obligationsmarkedet.

Ministrene var enige. Økonomiminister P. Nyboe Andersen lovede politisk opbakning og ville foranledige, at der blev nedsat et udvalg til at se på lånegrænser og løbetider inden for realkreditten. Ved offentliggørelsen den 5. maj af Nationalbankens april-balance, der ville afspejle den uheldige udvikling på obligationsmarkedet og i valutareserverne, ville han gøre det klart, at regeringen var sindet at stramme finanspolitikken.

Valutatabene i april og de første fem bankdage af maj blev på i alt 1,4 mia.kr., et meget betydeligt beløb efter datidens forhold. Nationalbanken aktiverede derfor endnu en gang swap-arrangementet med Federal Reserve Bank of New York, der blev udnyttet fuldt ud. Endvidere solgtes guld til den amerikanske centralbank for 25 mill.$.

Federal Reserve tilbød herefter på det amerikanske finansministeriums vegne at supplere swap-arrangementet med yderligere 50 mill.$. Dette accepteredes og blev efterfølgende bekræftet efter forudgående telefonkontakt om enkeltheder mellem underdirektør Otto Schelin, Nationalbanken, og vicepræsident Charles Coombs, Federal Reserve Bank of New York[1]).

Endelig blev der indgået et kortfristet kreditarrangement med BIS på 150 mill.$, som ville blive refinansieret af Den tyske Forbundsbank[2]).

Da spekulationen antog et sådant omfang, at Den tyske Forbundsbank den 7. maj besluttede at trække sig ud af valutaterminsmarkedet i D-mark, havde Nationalbanken intet andet valg end ligeledes at ophøre med at handle valuta på termin. Dette forøgede til gengæld presset på kontanthandelen med valuta.

---

[1]) Særaftalen bortfaldt i oktober 1969 i forbindelse med en forhøjelse af swap-aftalen til 200 mill.$.

[2]) Regeringen forhandlede samtidig om et kortfristet lån på 235 mill.D-mark hos Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf. Da det var en absolut betingelse fra den tyske bank, at der blev ydet en transfereringsgaranti for lånet, gik Nationalbanken - meget imod sine principper - med hertil.

Torsdag den 8. maj om eftermiddagen var Nationalbankens nettovalutareserver kommet ned på under 200 mill.kr. Man kunne næsten se bunden. Det blev herefter med regeringens godkendelse besluttet at suspendere valutakursnoteringen og handelen med fremmed valuta fredag den 9. maj. Denne afgørelse blev tillige truffet i forventning om, at der i weekenden ville komme en afklaring på spørgsmålet om D-markens internationale værdi, hvilket også skete.

Det stod herefter klart, at der måtte gøres en kraftig indsats for at skabe ro på valutamarkedet, når det genåbnedes mandag den 12. maj. Der kunne tillige være tvivl om, hvorvidt den tyske erklæring om fastholdelsen af D-markens paritet ville være nok til at skabe mere normale forhold på de internationale valutamarkeder.

På et møde med regeringen lørdag den 10. maj foreslog Nationalbanken, at diskontoen blev forhøjet fra 7 pct. til 9 pct., og at Nationalbanken ophørte med massive støttekøb på obligationsmarkedet. Der måtte forhandles om et nyt niveau for obligationskurserne inden Børsens åbning den 12. maj. Endvidere foresloges en midlertidig skærpelse af valutabestemmelserne ved begrænsninger i adgangen til forudbetaling af import og førtidig tilbagebetaling af gæld. Endelig måtte valutareserverne styrkes ved yderligere træk på guld- og superguldtranchen i Valutafonden.

Ministrene var enige i disse skridt og ville bebude en stramning af finanspolitikken, hvilket skete i statsministerens offentlige udtalelse samme dag. Der blev samtidig i en fælles pressemeddelelse fra regeringen og Nationalbanken gjort rede for de penge- og valutapolitiske foranstaltninger[1]).

På et møde med repræsentanter for bankerne og fondsbørsvekselererne søndag den 11. maj var der bred enighed om at sigte mod en stigning i den effektive obligationsrente på ca. 1 pct. Dette blev også efterfølgende rent faktisk tilfældet. Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer nævnte, at regeringen var enig med Nationalbanken i, at pengeinstitutternes højeste indlånsrente ikke burde sættes op med mere end 1 pct.

Efter forhandlinger de følgende dage med Danske Bankers Fællesrepræsentation og Danmarks Sparekasseforening gennemførtes den tidligere nævnte stramning af deponeringsordningen. Henstillingen om at begrænse stigningen i den højeste indlånsrente til 1 pct. blev imødekommet.

Den 14. maj 1969 fremkom økonomiminister P. Nyboe Andersen med en redegørelse i Folketinget for den økonomiske situation. Det hed heri bl.a.: „Det burde stå klart for enhver, at en høj beskæftigelsesgrad og en tilfredsstillende økonomisk vækst når som helst kan blive truet, hvis der ikke er en rimelig balance i vor udenrigsøkonomi". Det blev samtidig understreget, at

[1]) Er gengivet i Nationalbankens årsberetning 1969, side 39.

hovedårsagen til krisen, der siden årsskiftet havde medført et valutatab på 2 mia.kr., skyldtes udefra kommende begivenheder. Når krisen havde ramt Danmark særlig hårdt, skyldtes det især to forhold, nemlig den store kortfristede udlandsgæld og de små valutareserver. På denne baggrund og som følge af det opsving i den indre økonomi, der var under udvikling, havde regeringen fundet det rigtigst at gribe ind med forholdsvis moderate indgreb nu frem for at skulle gennemføre en mere omfattende stramning senere[1]).

Indgrebene omfattede visse afgiftsforhøjelser samt besparelser mv., der tilsammen skulle styrke den statsfinansielle stilling med op imod 1 mia.kr. Endvidere blev igangsættelsen af visse kommunale arbejder udskudt, og der gennemførtes en skærpelse af loven om anmeldelse af vejledende priser.

Stramningen af den økonomiske politik, herunder af penge- og valutapolitikken, medførte sammen med den tyske erklæring om D-marken, at kapitalstrømmen vendte, således at Danmarks internationale likviditet atter forbedredes.

I tiden op til det tyske forbundsdagsvalg søndag den 28. september 1969 opstod der igen stærk spekulation i en opskrivning af D-marken. Da det blev besluttet at lukke de tyske valutabørser den 25. og 26. september, suspenderedes noteringen af D-mark i København i disse to dage samt herudover den 29. september.

Ellers indtraf der mere stabile forhold på de internationale valutamarkeder efter den franske devaluering den 10. august og den tyske revaluering den 27. oktober. Danmark genvandt en stor del af de tidligere valutatab. Den forøgede tillid til kronen gav sig også udslag i, at interessen for terminssikring af forpligtelser i fremmed valuta faldt kraftigt i årets sidste måneder.

På baggrund af begivenhederne på valutaområdet udarbejdede Nationalbanken i august 1969 - i samarbejde med Handelsministeriet - et strengt fortroligt notat om mulighederne for under en ny akut valutakrise at dæmpe presset ved ændringer af valutabestemmelserne. Konklusionen gik ud på, at der næppe kunne opnås meget ad denne vej.

Notatet kom til at indgå i en bredere anlagt redegørelse til regeringen udarbejdet af en række ministerier og Nationalbanken. Heri nævntes tillige visse andre muligheder såsom importdeponeringsordninger og afgiftsbestemmelser rettet mod importen eller køb af fremmed valuta.

Der var tale om tekniske undersøgelser, som efter datidens forhold var interessante ud fra et beredskabssynspunkt, men som blev ganske overdøvet af de mange praktiske og politiske overvejelser, der kom ind i billedet, da man senere - godt op i 1970'erne - af konkurrencehensyn slog ind på en aktiv devalueringspolitik.

---

[1]) Folketingstidende 1968-69 III, sp. 6578-6592.

4. 1970-1974

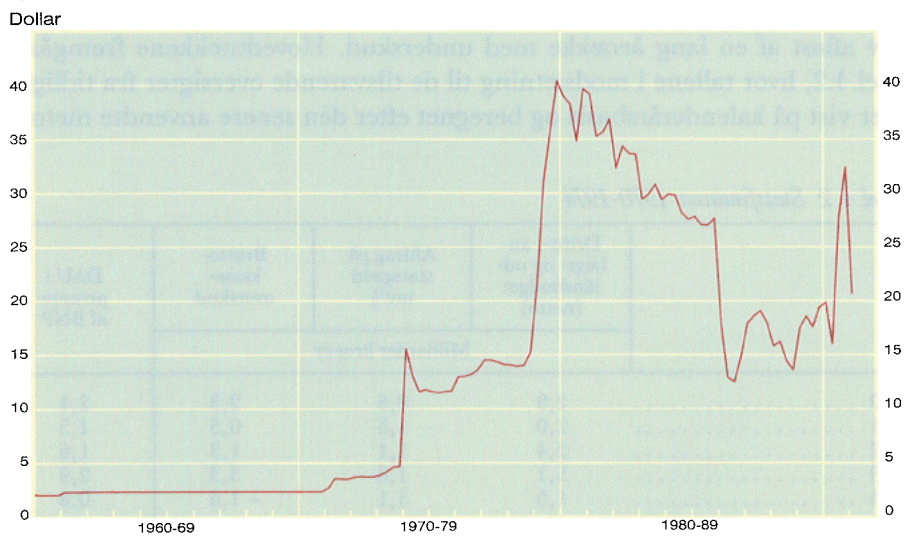
Konjunkturskift

Den økonomiske udvikling fortsatte stort set uændret indtil efteråret 1973, hvor de store olieprisforhøjelser, der var en udløber af Yom Kippur krigen mellem Israel og dets nabostater, satte en stopper for fremgangen.

Udviklingen i oliepriserne udtrykt i dollar fremgår af figur 4.1, der viser den kraftige stigning fra slutningen af 1973, den efterfølgende udfladning og de nye kraftige stigninger i 1979, der efterfulgtes af jævne prisfald over de følgende 5 år indtil styrtdykket i 1985-86. Herefter stabiliseredes udviklingen nogenlunde indtil krisen i Den Persiske Golf i sidste halvdel af 1990, der bragte nye midlertidige forhøjelser.

Betalingsbalanceforholdene, der fremgår af den følgende tabel 4.1, nødvendiggjorde en fortsat stram økonomisk politik. Underskuddene var faldende indtil 1972, men steg herefter igen. Også udviklingen i priser og om-

Figur 4.1 Oliepriser i dollar 1960-1991



International Monetary Fund.

Tabel 4.1 Betalingsbalance, kapitalbevægelser og international likviditet

	Betalingsbalancens løbende poster	Registrerede kapitalbetalinger		Uregistrerede kapitalbevægelser samt fejl og udeladelser	Ændringer i Danmarks internationale likviditet[1])	Danmarks internationale likviditet ultimo[2])
		Private	Offentlige			
	Milliarder kroner					
1970	- 4,1	1,3	0,5	2,4	0,1	3,5
1971	- 3,2	1,6	1,9	0,6	0,9	4,5
1972	- 0,5	1,6	1,4	- 1,2	1,3	6,0
1973	- 2,9	3,9	0,5	0,5	2,0	8,2
1974	- 5,8	3,9	0,7	0,4	- 0,8	7,5

Danmarks Nationalbank.
[1]) Ekskl. kursregulering.
[2]) Se note 2 til tabel 2.1. Fra og med 1972 inkl. sparekasser.

kostninger var fortsat utilfredsstillende. Inflationstakten kulminerede i 1974 med prisstigninger på ikke mindre end 15 pct.

I perioden siden devalueringen i 1967 og indtil 1973 var den effektive kronekurs forholdsvis stabil. Der indtraf herefter en mærkbar stigning, især som følge af faldende dollar- og pundkurser efter sammenbruddet af det internationale fastkurssystem, jf. herom senere. Efter Danmarks tilslutning til det europæiske valutasamarbejde (slangen) blev det et erklæret politisk mål, at kronen skulle følge D-marken.

Statsfinanserne viste stort set samme billede som i de foregående år med undtagelse af 1971, hvor kasseoverskuddet reduceredes betydeligt, og 1974, hvor der indtrådte et strukturelt omsving. Den lange periode med overskud blev afløst af en lang årrække med underskud. Hovedtrækkene fremgår af tabel 4.2, hvor tallene i modsætning til de tilsvarende oversigter fra tidligere år er vist på kalenderårsbasis og beregnet efter den senere anvendte metode,

Tabel 4.2 Statsfinanser 1970-1974

	Drifts-, anlægs- og udlånsbudget (netto)	Afdrag på statsgæld mv.[1])	Bruttokasseoverskud	DAU i procent af BNP
	Milliarder kroner			
1970	2,9	0,6	2,3	2,4
1971	2,0	1,5	0,5	1,5
1972	2,4	1,1	1,3	1,6
1973	5,1	1,8	3,3	2,9
1974	1,5	3,1	- 1,6	0,8

Finansministeriet.
[1]) Inkl. beholdningsbevægelser.

Tabel 4.3 Bankers og sparekassers indenlandske udlån og beholdning af obligationer og aktier

Ultimo	Udlån	Stigning i forhold til året før	Udlån i procent af indlån	Beholdning af obligationer og aktier[1])	Stigning i forhold til året før[2])	Obligationer og aktier i procent af indlån
	Milliarder kroner	Procent		Milliarder kroner	Procent	
1969	42,9	•	•	6,8	•	•
1970	45,8	6,8	92	7,6	10,8	15
1971	47,8	4,4	88	10,5	33,0	19
1972	53,7	12,3	86	13,6	23,2	22
1973	62,2	15,8	88	15,4	16,1	22
1974	66,6	7,1	86	16,5	9,5	21

Danmarks Nationalbank.
[1]) Ekskl. Nationalbankens indlånsbeviser og kreditbeviser.
[2]) Ekskl. kursregulering.

hvor drifts-, anlægs- og udlånsbudgettet blev den centrale størrelse i bedømmelsen af finanspolitikken.

Efterspørgselsstyringen var som sædvanlig en kombination af finans- og pengepolitiske foranstaltninger suppleret med direkte indgreb, bl.a. over for priser og omkostninger.

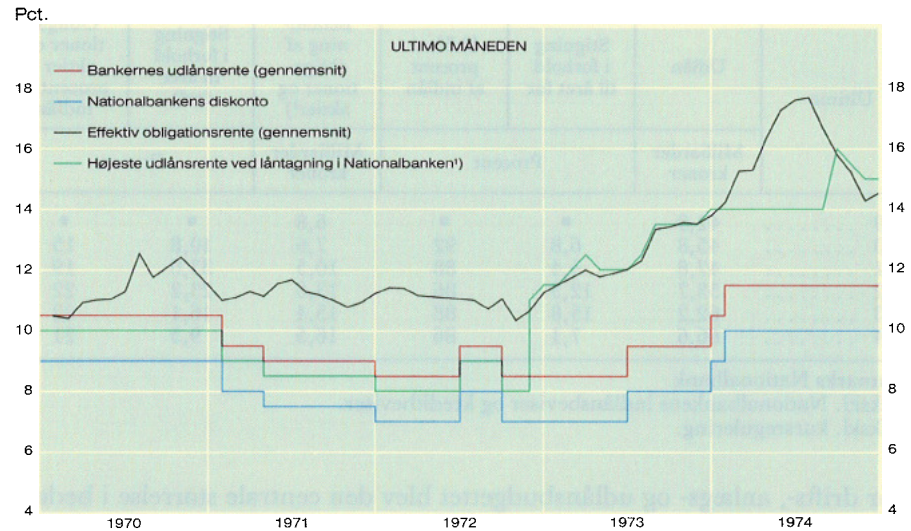
I 1970 skærpedes finanspolitikken alene i kraft af overgangen til kildeskat fra 1. januar 1970. Herudover gennemførte VKR-regeringen i marts et stop for statslige bygge- og anlægsarbejder, og i juni forhøjedes momsen fra 12½ pct. til 15 pct. Endvidere blev der i 1970 og 1971 sat ind med en række pris- og omkostningsdæmpende foranstaltninger.

Pengepolitikken blev strammet ved den kreditbegrænsning, der fulgte af udlånsloftsaftalen med banker og sparekasser. Samtidig fastholdt Nationalbanken en stram likviditet i pengeinstitutterne. På denne baggrund faldt væksten i udlånene drastisk, nemlig til 7 pct. i 1970 og 4 pct. i 1971, jf. tabel 4.3. I 1969 havde udlånsvæksten været så høj som 15 pct.

En del af nedgangen skyldtes, at erhvervslivet som tilsigtet forøgede sin låntagning i udlandet. Ud over denne overvejende kortfristede kapitalimport blev valutareserverne styrket ved offentlig, fortrinsvis statslig, langfristet kapitalimport, jf. tabel 4.1.

Som tidligere nævnt kom valutaforholdene til at spille en mere og mere central rolle i Nationalbankens pengepolitik. I sin tale på Danske Bankers Fællesrepræsentations årsmøde den 9. november 1971 udtrykte nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer det således: „Vi er kommet så langt ud i vor kortfristede gældsætning til udlandet, at dette dominerer den generelle pengepolitik. En stram pengepolitik er nødvendig alene for at kunne fastholde den låntagning, som vi har foretaget for at dække de forløbne års store underskud. Det er så at sige fortiden, der begrænser vor handlefrihed".

Figur 4.2 Rentesatser 1970-1974



Danmarks Nationalbank.
[1]) Fra og med december 1972 marginalrenten (forhøjet udlånsrente etc.).

Renteudviklingen fremgår af figur 4.2. Diskontosænkningerne i 1971 og begyndelsen af 1972, der bragte diskontoen ned fra 9 pct. til 7 pct., skyldtes alene et kraftigt fald i renten på de internationale pengemarkeder. Rentefaldet havde sit udspring i en betydelig lempelse af pengepolitikken i USA, der ønskede at stimulere den indenlandske økonomiske aktivitet. Dette lykkedes også, men samtidig kom dollaren ud i meget store vanskeligheder.

De internationale valutaforhold blev i 1971 præget af de dybtgående kriser i maj og august, som dog ikke kom til at berøre Danmark i alvorlig grad. Som følge af stramme pengeforhold, den høje danske rente og styrkelsen af valutareserverne slap Danmark nogenlunde helskindet igennem disse begivenheder. Ud over faldet i den internationale rente skyldtes diskontonedsættelsen i begyndelsen af 1972 tillige den afklaring af de mest presserende valutaproblemer, der fulgte af Smithsonian-aftalen fra december 1971, jf. herom senere.

Efter valget til Folketinget i september 1971 dannedes i begyndelsen af oktober en ny socialdemokratisk mindretalsregering under ledelse af Jens Otto Krag. Regeringen fik hurtigt efter gennemført en *midlertidig importafgift* på 10 pct. omfattende ca. halvdelen af importen. Afgiften skulle gradvis aftrappes indtil lovens udløb den 1. april 1973. Regeringen havde et forbillede i USA, der et par måneder forinden havde indført en importafgift på ligeledes 10 pct.

I sin tiltrædelseserklæring i Folketinget den 19. oktober 1971 bebudede statsministeren et handlingsprogram, der foruden nedsættelsen af et *Kapitalmarkedsråd*, der kunne bistå regeringen „med at kanalisere den knappe kapital over til udbygning af erhvervene", skulle omfatte en stram finanspolitik og fortsat stramme penge- og kreditforhold. Men dette program ville ikke alene være tilstrækkeligt til at sikre en hurtig nedbringelse af underskuddet over for udlandet. Derfor importafgiften, som skulle virke, indtil Danmark ved sin eventuelle indtræden i EF skulle påbegynde toldafviklingen[1]).

Det blev over for Den Internationale Valutafond stærkt præciseret, at importafgiften ikke var forløber for en dansk devaluering. I en officiel meddelelse til fonden blev det understreget, at den danske regering var fast besluttet på at opretholde kronens paritet.

På baggrund af de komplicerede internationale valutaforhold gav Nationalbanken efter statsministerens anmodning i en skrivelse af 19. oktober 1971 en sammenfatning af sin bedømmelse af den danske valutasituation. Det blev heri endnu en gang påpeget, at hensynet til Danmarks kreditværdighed satte grænser for omfanget af den offentlige låntagning i udlandet, og at der derfor fortsat var behov for privat kapitalimport. Som følge heraf var det nødvendigt at fastholde den stramme likviditet samt at holde renten for bankkreditter i overkanten af renten for tilsvarende kreditter i udlandet[2]).

I juni 1972 måtte diskontoen igen forhøjes. Årsagen var den valutauro, der opstod - også i det danske marked - efter Englands beslutning om at trække pundet ud af det europæiske valutasamarbejde. Diskontoen blev i den anledning sat op fra 7 pct. til 8 pct.

Af samme årsag fremlagde regeringen forslag til en stramning af finanspolitikken i form af besparelser på statsbudgettet.

Optakten hertil var dramatisk. I februar 1972 havde Folketinget under stor offentlig opmærksomhed nedsat et spareudvalg, som sammen med økonomi- og budgetminister Per Hækkerup skulle gennemgå budgetforslagene for de nærmest kommende finansår - den såkaldte *kulegravningsbande*. Der var hermed lagt op til en vidtgående besparelsesindsats. I marts meldte imidlertid både Socialistisk Folkeparti og regeringens økonomiudvalg fra for så vidt angik besparelser på det sociale område. Anstødsstenen var forslag om, at planlagte forhøjelser af folkepensionen blev udsat, og at pensionsalderen forhøjedes fra 67 år til 68 år.

Der opstod efterfølgende - den 23. marts 1972 - en skarp debat i Folketinget ikke mindst imellem den tidligere statsminister Hilmar Baunsgaard og Jens Otto Krag[3]). For Per Hækkerup, der havde påtaget sig rollen som

---

[1]) Folketingstidende 1971-72 I, sp. 33-43.
[2]) Skrivelsen er aftrykt som bilag 1 til årsberetning 1971.
[3]) Folketingstidende 1971-72 II, sp. 4067-4183.

vogter af statskassen, var det naturligvis en meget ubehagelig situation.

Sagen blev ikke bedre af, at han måneden efter måtte meddele Folketinget, at kasseoverskuddet for 1971/72, der kort forinden var anslået til 2,8 mia.kr., nu var væk. Man talte om *det forsvundne kasseoverskud*. I sin „Dagbog 1971-1972" satte Jens Otto Krag adresse på ved at henvise til „Ninn-Hansens og VKR's sammenbrudte budget".

Hændelsen udløste en kortvarig deroute på Fondsbørsen, som blev imødegået ved køb fra Nationalbankens side. Men besparelser kom der altså, dog ikke i samme omfang som oprindelig planlagt.

Den 3. oktober 1972 nedsattes diskontoen atter til 7 pct., efter at Danmarks tilhørsforhold til EF var blevet afklaret ved folkeafstemningen dagen i forvejen. Der havde op til afstemningen været et vist pres mod kronen, og efter det norske nej til EF den 25. september blev det danske valutamarked lukket en uges tid, indtil det danske afstemningsresultat forelå.

I en kronik i Politiken den 14. oktober 1972 fremkom Erik Hoffmeyer med nogle kommentarer til „Kronekursen og EF-afstemningen". Der havde været enighed mellem ham, Jens Otto Krag og Per Hækkerup om, at man på forespørgsel over for offentligheden kunne tilkendegive, at blev det et nej, ville kronen blive devalueret. Det blev altså et ja, og der kom således ingen devaluering.

Jens Otto Krag benyttede lejligheden til at træde tilbage som statsminister og blev afløst af Anker Jørgensen.

I 1972 begyndte et nyt økonomisk opsving, der fortsatte ind i 1973 ledsaget af tiltagende omkostnings- og prisstigninger. I 1973 forøgedes timelønnen således med 19 pct., og året efter sattes højderekord med næsten 22 pct. Betalingsbalancens løbende poster, der var blevet gradvis forbedret og i 1972 nærmede sig ligevægt, forringedes herefter igen mærkbart.

Diskontoforhøjelsen i juli 1973 fra 7 pct. til 8 pct. blev begrundet med, at det internationale renteniveau atter var kommet i skred opefter, men det havde også betydning for beslutningen, at efterspørgselspresset i økonomien var steget.

Af samme årsag blev den rolige udvikling i pengeinstitutternes udlån igen afløst af kraftige stigninger. Som et nyt træk købte pengeinstitutterne samtidig obligationer for betydelige beløb. Købene, der begyndte allerede i 1971, medførte i løbet af få år en fordobling af pengeinstitutternes fondsbeholdninger, der herigennem kom til at udgøre en øget andel af balancen. Som det fremgår af tabel 4.4, steg også udlånene i realkreditinstitutterne stærkt.

Endnu en gang måtte man konstatere, at sammenhængen mellem pengeinstitutternes likviditet og den indenlandske kreditudvidelse var særdeles skrøbelig.

Tabel 4.4 Kreditudvidelse til den private sektor og kommuner mv. fra forskellige finansieringskilder

	Nettoudlån fra		Nettolåntagning i udlandet	
	Banker og sparekasser	Realkredit-institutter mv.	Private sektor	Kommuner og koncessionerede selskaber
	Milliarder kroner			
1970	2,9	6,7	1,4	0,3
1971	2,0	10,2	1,3	0,5
1972	5,9	13,2	1,2	0,6
1973	8,5	16,7	3,2	- 0,1
1974	4,4	16,5	4,2	0,4

Danmarks Nationalbank.

Fra regeringens side blev der gennemført visse byggerestriktioner samt taget initiativ til afgiftsforhøjelser.

I juni 1973 blev der endvidere indgået et *boligpolitisk forlig* mellem Socialdemokratiet og SF. Som et resultat heraf bortfaldt momsrefusionen ved boligbyggeri, mens andre elementer i forliget, herunder en indekslåneordning for nyt almennyttigt boligbyggeri og indførelse af omkostningsbestemt husleje i ældre privat udlejningsbyggeri, ikke nåede at blive gennemført inden udskrivningen af valg til Folketinget i slutningen af året.

Bestræbelserne på at opnå en langsigtet boligløsning måtte til dels ses i sammenhæng med de overvejelser, man dengang gjorde sig vedrørende de problemer, der kunne opstå ved opfyldelsen af Danmarks forpligtelse over for EF til senest den 1. januar 1975 at liberalisere udlændinges køb af danske børsnoterede obligationer.

Som følge af uligevægten i dansk økonomi var renten i Danmark så meget højere end i andre lande, at det ud fra et penge- og valutapolitisk synspunkt blev anset for risikabelt uden videre at efterkomme denne forpligtelse. Man så for sig to muligheder, enten inden da at få indsnævret renteforskellen over for udlandet eller at indføre mekanismer, der kunne afbøde eventuelle uheldige virkninger bl.a. på de indenlandske likviditetsforhold.

Regeringen besluttede sig for en kuponskat, som imidlertid ikke nåede at blive realiseret. En anden mulighed var et parallelt valutamarked, som havde en vis bevågenhed i Nationalbanken, der dog samtidig argumenterede for, at såvel kuponskatten som det særlige valutamarked, der i øvrigt begge var ret almindelige i andre EF-lande, kunne undgås, hvis der blev tilvejebragt bedre ligevægt i samfundsøkonomien og specielt en mindsket subsidiering af boligforbruget. Endvidere kunne man søge at forbedre den kreditpolitiske styring af realkreditinstitutternes virksomhed, jf. herom senere.

Ved Nationalbankens orienterende samtaler med økonomi- og budget-

minister Per Hækkerup i april 1973 gik ministeren ind for, at der blev taget fat på den realøkonomiske side af sagen, herunder boligsubsidierne. Han så gerne, at problemstillingen blev benyttet som løftestang for et forlig på bygge- og boligområdet.

Olieprisforhøjelserne i slutningen af 1973 og begyndelsen af 1974 fik voldsomme konsekvenser. Den internationale højkonjunktur, der allerede var under afmatning, blev herigennem slået afgørende ned og afløst af en stærkt forringet økonomisk aktivitet i så godt som alle olieimporterende lande.

Generelt blev der reageret ved at lempe finanspolitikken for herigennem at afbøde de værste depressive virkninger. Også pengepolitikken ændredes i akkomoderende retning. I 1976 vendte billedet. De større OECD-lande, også mange af de mindre, slap ud af recessionen, og OPEC-landenes betalingsbalanceoverskud begyndte at falde for stort set at forsvinde i 1978.

I Danmark blev omslaget af mere varig karakter. Højvækstperioden, der havde præget næsten alle årene siden 1958, blev afløst af en udvikling med svingende og som oftest svage vækstrater. 1976 blev ligesom i andre OECD-lande et år med høj vækst, men herefter kom Danmark indtil 1982 klart til at ligge under OECD-gennemsnittet.

Endvidere steg arbejdsløsheden kraftigt. Udviklingen blev dog samtidig påvirket af den øgede tilgang til arbejdsmarkedet af kvindelig arbejdskraft. Beskæftigelsesfrekvensen, forstået som antal beskæftigede i forhold til den samlede befolkning i alderen 15-74 år, holdt sig op igennem 1970'erne nogenlunde uændret på omkring 66 pct.

Balanceproblemerne blev således stærkt forværret. De havde hidtil været koncentreret om betalingsbalancen og omkostnings- og prisudviklingen, men blev nu udvidet til også at omfatte svag vækst og høj ledighed.

I denne situation skete der igen et regeringsskifte. I december 1973 trådte regeringen Anker Jørgensen tilbage. Der havde forinden den 4. december været afholdt valg til Folketinget, efter at udskrivningsloven var faldet, fordi stemmerne i Tinget var kommet til at stå lige. Det var ved denne lejlighed, at folketingsmedlem Erhard Jacobsen ikke nåede frem til afstemningen i tide. Valget, også kaldet *jordskredsvalget*, gav en væsentligt ændret sammensætning af Folketinget.

Den nytilkomne Venstre-regering under Poul Hartlings ledelse kom således til at stå over for en meget vanskelig økonomisk situation.

Nationalbanken hjalp lidt til ved med virkning fra den 21. december 1973 at forhøje diskontoen fra 8 pct. til 9 pct. med begrundelse i de kraftige prisstigninger. Samtidig skærpedes reglerne for adgangen til at optage finanslån i udlandet, og regeringen indledte forhandlinger med kommunerne om begrænsning af deres låntagning.

I januar 1974 forhøjedes diskontoen yderligere til 10 pct. som følge af den valutauro, der opstod i forbindelse med Frankrigs beslutning om at suspendere sin deltagelse i det europæiske valutasamarbejde. Som sædvanlig fulgte pengeinstitutterne efter, jf. figur 4.2, side 122, der tillige viser den kraftige stigning i obligationsrenten igennem 1973 og indtil midten af 1974.

For en gangs skyld var der ikke enighed i direktionen om en diskontoændring. Frede Sunesen fandt det saglig forkert at forhøje diskontoen og dermed at belaste erhvervslivets omkostninger yderligere. Udlånsloftet var tilstrækkeligt som værn mod det indenlandske efterspørgselspres og som incitament for kapitalimport fra udlandet. For Erik Hoffmeyer og Svend Andersen var de valutariske hensyn imidlertid afgørende.

Den 8. januar 1974 orienterede statsministeren Folketinget om regeringens samlede *plan for den økonomiske politik*, „en plan, hvis hovedpunkter er en koncentreret indsats for at bremse inflationen og en lige så beslutsom indsats for at begrænse væksten i den offentlige sektor"[1]). Det var et væsentligt led i planen at afværge prisvirkningen af de forventede, kommende dyrtidsportioner. Regeringen opnåede ikke parlamentarisk dækning for planen som helhed, men fik alligevel gennemført visse pris- og omkostningsdæmpende foranstaltninger samt herudover en bunden opsparing.

Som udløber af *store bededags-forliget* vedtoges i maj 1974 en række afgiftsforhøjelser, og i juni blev der indgået et *bredt boligpolitisk forlig*[2]) med den „målsætning at søge tilvejebragt en stabil boligproduktion på ca. 40.000 enheder årligt". Forliget førte i 1975 til en ændring af finansieringsordningen for det almennyttige boligbyggeri og til en væsentlig liberalisering af huslejelovgivningen.

Ved sin forelæggelse i Folketinget den 30. april 1974 af perspektivplanredegørelse II, der havde til formål „at kortlægge en række forudsætninger for de politiske handlinger, der skal foregå i de kommende år", kom økonomi- og handelsminister P. Nyboe Andersen ind på de politiske vilkår ved bl.a. at udtale: „Man plejer jo at sige, at politik er det muliges kunst. Heri ligger i virkeligheden en resigneret erkendelse af, at de politiske valgmuligheder i enhver given situation er begrænsede, så resultatet i reglen føles utilfredsstillende i forhold til det, man kunne ønske sig .... Megen politisk frustration kunne undgås, hvis det kunne lykkes at udvide de faktiske valgmuligheder, så det politisk mulige kom til at ligge nærmere det politisk ønskelige"[3]).

Den vel nok mest omdiskuterede „politiske handling" fra den tid var for-

---

[1]) Folketingstidende 1973-74, 2. samling I, sp. 99-116.

[2]) Indgået mellem Socialdemokratiet, Venstre, Det Radikale Venstre, Det Konservative Folkeparti, Centrum-Demokraterne og Kristeligt Folkeparti.

[3]) Folketingstidende 1973-74, 2. samling III, sp. 5844-5858. Temaet blev brugt som titel på P. Nyboe Andersens bog „Det umuliges kunst - Erindringer fra dansk politik 1968-77".

liget i september 1974 om en *skatte- og udgiftsreform*. Skatterne skulle lettes med 7 mia.kr., der hovedsagelig skulle finansieres ved besparelser. Skattelettelserne blev gennemført, men det gjorde besparelserne ikke - i hvert fald ikke i det planlagte omfang - så resultatet blev en betydelig finanspolitisk lempelse.

Regeringens helhedsplan fra december 1974, hvis hovedindhold var en pris- og lønpause i 1975, viste sig heller ikke at kunne bære igennem i Folketinget.

Det kom til nyvalg og herefter igen til et regeringsskifte.

Kapitalmarkedsrådet mv.

Som nævnt var det et led i det handlingsprogram, som statsminister Jens Otto Krag præsenterede for Folketinget den 19. oktober 1971, at der blev dannet et Kapitalmarkedsråd.

Lignende tanker var indeholdt i Socialdemokratiets 12-punkts program fra juni 1970. I dette program, der blev fremlagt som et alternativ til VKR-regeringens økonomiske politik, blev der slået til lyd for oprettelsen - i samarbejde med Nationalbanken - af en kapitalmarkedsstyrelse, og at der i forbindelse hermed blev etableret en samfundsejet investeringsbank.

Et Kapitalmarkedsråd havde været en mærkesag for Socialdemokratiet i den netop overståede valgkamp. I sin præsentation for Folketinget udtalte Jens Otto Krag herom bl.a.:

„Både her i landet og i udlandet har de senere års udvikling vist, at de traditionelle pengepolitiske midler er utilstrækkelige til sikring af smidig og effektiv kapitalformidling til erhvervene. Regeringen finder, at hele dette spørgsmål mest hensigtsmæssigt må finde sin løsning i et åbent samarbejde mellem det offentlige, kapitalmarkedets institutioner, erhvervene og lønmodtagerne. Regeringen vil derfor snarest tage initiativ til en sådan drøftelse med henblik på skabelse af en lovgivning, som kan give en ramme omkring det videre samarbejde gennem et kapitalmarkedsråd"[1]).

Dette initiativ gav anledning til, at Nationalbanken endnu en gang over for regeringen måtte præcisere afgrænsningen af sit arbejdsområde, således som nationalbankloven nu engang var affattet.

Nationalbanken var ikke modstander af et sådant Råd, forudsat at dets opgave begrænsedes til analytisk virksomhed. Det kunne ligefrem være nyttigt, hvis Rådet bidrog til, at der blev iværksat en forbedring af kapitalmarkedsstatistikken. Efter anmodning af Jens Otto Krag havde Erik Hoffmeyer i et notat af 23. september 1971 udarbejdet en skitse til regler og arbejdsopgaver for Rådet med præcisering - i et medfølgende brev - af afgrænsningen

[1]) Folketingstidende 1971-72 I, sp. 36.

over for den almindelige penge- og kreditpolitik. I brevet blev der taget afstand fra placeringsregler, der blev betegnet som uanvendelige i Danmark.

Pengepolitikken og hvad dertil hørte måtte således forblive Nationalbankens ressort, ligesom pengepolitiske afgørelser fortsat måtte træffes af Nationalbanken, i fornødent omfang efter forhandling med regeringen.

Der havde året før været en drøftelse i Folketinget om Nationalbanken og ansvaret for pengepolitikken. Foranledningen hertil var et af Socialistisk Folkeparti stillet forslag om, at loven om Danmarks Nationalbank blev ændret, først og fremmest gennem en forøgelse af Folketingets repræsentation i bankens ledelse og ved at give Den Kgl. Bankkommissær et egentligt ansvar for, hvad Nationalbanken foretog sig. Nationalbanken skulle med andre ord „mere systematisk og formelt klarere" integreres i den samlede økonomiskpolitiske beslutningsproces. Ifølge forslagsstillerne var formålet hermed at gøre det helt klart, at det var regering og Folketing, som havde ansvaret for pengepolitikken[1]).

Forslaget blev ikke gennemført, men der udspandt sig under 1. behandlingen den 17. februar 1970[2]) en principiel debat, hvoraf blot skal nævnes et par korte passager fra to af indlæggene.

Således udtalte økonomiminister P. Nyboe Andersen bl.a., at han var enig i, „at behovet for at koordinere finans- og pengepolitikken har været voksende, men der har inden for de rammer, der er afstukket i nationalbankloven, været gode muligheder for at sikre en sådan koordinering af de to centrale dele af den økonomiske politik. Det har bl.a. fundet udtryk i den efterhånden stærkt udbyggede kontakt, som de skiftende regeringer har haft med Nationalbankens ledelse, men der har jo også her i tinget været rig lejlighed til at debattere pengepolitikken, så sandt som Folketingets beslutninger om finanspolitik og boligpolitik osv. i høj grad har været bestemmende for de pengepolitiske muligheder, Nationalbanken har haft".

Socialdemokratiets ordfører, Ivar Nørgaard, var mere imødekommende ved bl.a. at bemærke: „I Socialdemokratiet er vi ligesom SF af den opfattelse, at den eksisterende organisation af vore pengeinstitutter, dvs. Nationalbanken, de private banker og sparekasserne, er uhensigtsmæssig og fører til samfundsmæssige konsekvenser med social slagside. Det har hidtil været og er stadig Socialdemokratiets standpunkt, at regering og folketing skal have samme indflydelse på og ansvar for pengepolitikken som med hensyn til den øvrige økonomiske politik".

Og videre hed det: „Så længe Nationalbanken fører pengepolitik i nær overensstemmelse med regeringen, og regeringen vel at mærke erkender, at den forhandler med Nationalbanken herom, kan den ene side af sagen, nem-

---

[1]) Folketingstidende 1969-70, Tillæg A I, sp. 1831-1834, og 1969-70 II, sp. 2378-2383.
[2]) Folketingstidende 1969-70 II, sp. 3528-3602.

lig forholdet mellem Nationalbank og regering, siges at være i orden, men det løser ikke spørgsmålet om folketingets orientering og indflydelse".

I en samtale med Finanstidende, refereret i bladet den 20. marts 1970, blev fhv. statsminister Jens Otto Krag spurgt, om han var enig i SF's ønske om at få ophævet Nationalbankens særstilling. Han svarede: „Principielt set er vi enige. Der har imidlertid i praksis været et godt samarbejde mellem Nationalbanken og lovgivningsmagten. Der har i virkeligheden i mange år ikke været konflikter. På den baggrund finder jeg egentlig, at spørgsmålet om Nationalbankens status er uaktuel".

Finanstidende havde selv i en artikel den 30. januar 1970 spillet på samme strenge ved at bemærke: „Det er med Nationalbanken næsten som med kongehuset ...".

Kapitalmarkedsrådets praktiske etablering blev indledt den 17. november 1971, hvor der under forsæde af økonomi- og budgetminister Per Hækkerup blev afholdt et møde mellem regeringens erhvervsudvalg og erhvervsorganisationerne, dels om fortsættelsen af perspektivplanarbejdet, dels om oprettelsen af dette Råd, der ifølge ministeren ikke skulle være en repetition af Det Økonomiske Råd, men et organ „med et noget bredere sigte". Erhvervsrepræsentanterne var mere optaget af sammenhængen med den kommende PPII.

I mødet deltog tillige Erik Hoffmeyer, der om denne nydannelse udtalte, at den måske var mere kontroversiel end fortsættelsen af PPI med PPII, men at der også hvad angik kapitalmarkedets forhold kunne være behov for at tænke i lidt længere baner. Det kunne bl.a. være hensigtsmæssigt, at der blev foretaget en undersøgelse af, i hvilket omfang de enkelte sektorer fik begunstigelser i forbindelse med tilførslen af kapital. Som eksempler nævntes boligbyggeri, skibsbygning og landbrug.

Enkelte af deltagerne var positive. Andre var skeptiske. Nogle få var afvisende.

At initiativet vakte politisk opmærksomhed kan ikke undre. I et spørgsmål til økonomi- og budgetministeren den 24. november 1971 anmodede folketingsmedlem Poul Schlüter, Det Konservative Folkeparti, om nærmere oplysninger med den begrundelse, at det åbenbart var regeringens hensigt at etablere et sådant Råd uden om Folketinget og uden særlig lovhjemmel[1]).

Økonomi- og budgetministeren svarede bl.a., at Rådet skulle foretage analyser og være rådgivende, men ikke have en udførende endsige en beslutte nde opgave. Der krævedes derfor ingen lovgivning.

Ideen bag Rådet samt dets opgaver blev præciseret i et af Økonomi- og Budgetministeriet i januar 1972 udarbejdet notat, der blev tilsendt en række

[1]) Folketingstidende 1971-72 I, sp. 821-825.

erhvervs- og lønmodtagerorganisationer mv. samt enkelte ministerier med anmodning om at lade sig repræsentere i Rådet. I notatet hed det bl.a., at det måtte „forekomme hensigtsmæssigt, om det samarbejde, der i de senere år er etableret mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne, udvikles videre med statens deltagelse, således at der herigennem skabes grundlag for at løse problemerne omkring den mest hensigtsmæssige anvendelse af den knappe kapital".

Ministeren overtog selv formandshvervet, og på opfordring indvilgede Erik Hoffmeyer i at indtræde i Rådet som næstformand. Rådet fik i alt 34 medlemmer deriblandt en række organisationsformænd. Der blev med departementschef Kurt Hansen som formand og Richard Mikkelsen, Nationalbanken, som næstformand nedsat en arbejdsgruppe til at tage sig af det fornødne forberedende arbejde.

Økonomi- og budgetministeren fremkom med visse uddybende kommentarer i et interview med dagbladet Politiken den 21. maj 1972.

Det hed heri bl.a.: „Det høje mål er at klare betalingsbalanceproblemerne uden at skade beskæftigelsen. Det kan lade sig gøre, bl.a. ved hjælp af en stærkere kapitalstyring, som det ny kapitalmarkedsråd skal være med til at klare. Foreløbig har vi bedt om en meget hurtig analyse over, hvilke private og offentlige områder, der suger kapitalen til sig. Det vil give os mulighed for at se, hvilke fejl, der skal rettes, så kapitalen kan overføres til de egentlig produktive erhverv". Og videre hed det: „Jeg vil ikke afvise at foretage en egentlig nationalisering af Nationalbanken. Det lyder måske underligt, men jeg forestiller mig en løsning på linje med den svenske riksbank, således at folketing og regering fuldt ud får indflydelse på de dispositioner, der træffes".

At lovbestemmelserne om Sveriges Riksbank i 1988 blev ændret i retning af det danske system, således at ledelsen af Riksbanken blev mere uafhængig af regeringen end tidligere, og at disse ændringer oven i købet skete på den daværende svenske socialdemokratiske regerings foranledning, kunne Per Hækkerup selvfølgelig ikke have nogen anelse om i 1972.

Igen fandt Socialistisk Folkeparti tingene utilfredsstillende. Med henblik på en mere håndfast regulering af kapitalmarkedsforholdene fremsatte repræsentanter for partiet i marts 1972 forslag til lov om offentlig styring af kapitalmarkedet[1]). Ifølge forslaget skulle der nedsættes en kapitalmarkedsstyrelse på 3 medlemmer, der under ansvar over for ministeren skulle føre „styrende tilsyn med pengevæsenet, kreditgivningen og kapitalforsyningen her i landet". Styrelsen skulle regelmæssigt rådføre sig med Kapitalmarkedsrådet. Formanden for Nationalbankens direktion skulle deltage i styrelsens møder, men uden stemmeret.

[1]) Folketingstidende 1971-72, Tillæg A I, sp. 3223-3224, og 1971-72 II, sp. 3650-3652.

Forslaget blev afvist. Økonomi- og budgetminister Per Hækkerup fandt motiveringen for forslaget fornuftig, men selve forslaget uacceptabelt. Han gik bl.a. imod „detailregulering af kapitalens anvendelse"[1]).

Kapitalmarkedsrådet afholdt to møder i 1972. Det første i april var koncentreret om Rådets arbejdsopgaver, hvor udgangspunktet - ifølge ministeren - var problemerne omkring opretningen af betalingsbalancen og styringen af ressourcer til de områder, der var af betydning for eksportindtjeningen samt de importkonkurrerende erhverv. Under det andet møde i november drøftedes et i Boligministeriet udarbejdet forslag til lempelser i realkreditloven bl.a. i form af højere lånegrænser og længere løbetider. Forslaget blev mødt med en del kritik, herunder at det ville skabe øget obligationsudstedelse og mindske de årlige afdrag og dermed få en uheldig indflydelse på kapitalmarkedet. På mødet drøftedes endvidere et notat om investeringsforløbet i perioden 1958-1971.

I 1973 blev der ligeledes afholdt to møder. I august drøftedes subsidiepolitikken og dens betydning for investeringsforløbet i 1960'erne. Også ved denne lejlighed blev der rejst en del kritik af den offentlige politik på området. I oktober fik medlemmerne lejlighed til at udtale sig om forslaget til lov om regulering af kreditformidling. Ministeren udtalte herom, at regeringen ikke havde grund til at give udtryk for utilfredshed med de frivillige aftaler mellem Nationalbanken og banker og sparekasser, men at regeringen var af den opfattelse, at aftalernes indhold måtte ændres således, at udlånene i højere grad kom de erhvervsbetonede formål til gode. Der var i Rådet tilslutning til målsætningen, men massiv kritik af midlet.

Der blev ikke holdt møder i Rådet i 1974 under Venstre-regeringen, og i årene fra 1975, da Socialdemokratiet igen havde regeringsmagten, lå Rådet ligeledes stille hen. Det blev med virkning fra den 1. juni 1983 ophævet af daværende økonomiminister Anders Andersen.

Udlånsloftet

Det var Nationalbanken, der tog initiativet til udlånsloftet, men under den forudsætning, at der blev tale om en midlertidig ordning. Banken var sig fuldt bevidst, at længere tids anvendelse af et sådant system risikerede at få uheldige bivirkninger, især i form af konservering af konkurrencen og fastlåsning af udlånsstrukturen.

Af flere grunde kom udlånsloftet til at vare i 10 år. Den vigtigste var politiske ønsker om „styring af kapitalen". Nationalbanken gik under disse forhold ind for, at udlånsloftet blev smidiggjort ved adgang til individuelle for-

[1]) Folketingstidende 1971-72 III, sp. 5532-5548.

højelser, men stødte på modstand fra bankside. For at undgå for store stivheder foreslog Nationalbanken generelle forhøjelser, så snart situationen tillod det.

Baggrunden for initiativet var igen skuffelse over udlånsstigningen, der i forsommeren og sommeren 1969 var blevet af væsentlig større omfang, end der havde været enighed om. Nationalbanken måtte derfor endnu en gang konstatere, at udlånsreguleringen baseret på styring af pengeinstitutternes likviditet var slået fejl og det oven i købet under forhold, hvor ikke alene efterspørgselspresset var steget stærkt, men hvor der også havde været voldsom uro på valutamarkederne.

Mens det var formålet med deponeringsordningen at styrke likviditetspolitikken over for pengeinstitutterne, gik man således det skridt videre at supplere likviditetsstyringen med direkte regulering af pengeinstitutternes udlån.

Nationalbanken fik støtte til forslaget i regeringen, og også banker og sparekasser viste sig villige til at gøre forsøget. I marts 1970 blev der herefter truffet de fornødne aftaler dækkende en periode på 6 måneder indtil udgangen af september 1970. Det formelle grundlag var deponeringsaftalerne fra 1965, der fortsat var basis for Nationalbankens pengepolitiske samarbejde med banker og sparekasser.

Reguleringen kom til at hvile på kreditbevillingerne, dvs. det samlede beløb for etablerede og tilsagte lån (kreditmaksimum), der var den størrelse, pengeinstitutterne kunne styre. Byggelån til socialt boligbyggeri og senere tillige kollegiebyggeri, der reguleredes på anden vis, blev holdt udenfor. I den nævnte periode måtte de samlede kreditbevillinger ikke overstige niveauet ved udgangen af februar 1970. Hermed videreførtes en målsætning, som var fastlagt allerede i september 1969.

Ordningen kom til at omfatte de ca. 20 større banker, der siden september 1969 havde sendt månedlige opgørelser til Nationalbanken over deres bevilgede lån. Disse banker repræsenterede 85-90 pct. af bankernes samlede udlån.

For sparekassernes vedkommende begrænsedes udlånsloftet til deres bankprægede udlån samt til sparekasser med indlån på over 50 mill.kr., dvs. i alt ca. 50 sparekasser dækkende omkring 80 pct. af sparekassernes samlede udlån.

Udlånsloftet virkede i den første tid i overensstemmelse med hensigten. I hvert fald var der sammenfald mellem udlånsloftets indførelse og afsvækkelsen gennem 1970 og 1971 af pengeinstitutternes udlånsaktivitet. Vendingen i konjunkturforholdene medførte dog samtidig, at låneefterspørgslen reduceredes betydeligt.

Da man nærmede sig ordningens udløb i september 1970, foreslog Natio-

nalbanken en forlængelse på blot fire måneder, men dette kunne bankerne ikke uden videre acceptere. De var enige i forlængelsen, men ikke i en offentliggørelse af dens varighed. De frygtede et pres fra kunderne om yderligere kreditter, hvis man så enden på denne regulering. Også regeringen foretrak, at Nationalbanken undlod at give slip på muligheden for yderligere forlængelser. For regeringen var det vigtigt at undgå skridt, der kunne tolkes som lempelser, inden den indkomstpolitiske situation var afklaret.

Da dette sidste hensyn ikke længere gjorde sig gældende, foreslog Nationalbanken i april 1971, at der blev påbegyndt en gradvis afvikling, og at ordningen - så længe den varede - blev smidiggjort ved at give mulighed for individuelle loftsforhøjelser afhængig af indlånsudviklingen.

Heller ikke dette forslag gik igennem. Bl.a. var bankerne, og især de store af dem, imod en sammenkædning af udlån med indlån. En sådan forbindelse ville give øget konkurrence om indlån og dermed skabe øget usikkerhed om indlånsrenteaftalen. Også Provinsbankforeningen var optaget af dette problem. Man fandt det urimeligt, at banker, der stod uden for denne aftale og således kunne skaffe sig en særlig kraftig indlånsforøgelse, i den anledning skulle præmieres med et højere udlånsloft. Resultatet af forhandlingerne blev en generel loftsforhøjelse på 3 pct., som efter ønske fra pengeinstitutterne ikke blev offentliggjort.

Man kan for så vidt tale om, at Nationalbanken ved denne lejlighed blev „samspilsramt". Logikken talte for, at det pengeinstitut, der fik en større stigning i sine indlån end gennemsnittet, også skulle have mulighed for at udvide udlånene mere end andre, men indlånsrenteaftalen kom i vejen.

Herefter fangede bordet. I det følgende par år forlængedes udlånsloftet i flere omgange senest indtil efteråret 1973, hvor det blev udvidet og strammet op i overensstemmelse med kreditformidlingsloven fra oktober 1973.

Indtil da var der gennemført forhøjelser på 8 pct. i 1972 og 4 pct. for den forløbne del af 1973, ligesom der i begrænset omfang var blevet foretaget individuelle justeringer.

Det viste sig noget besværligt at håndtere udlånsloftet. Der opstod efterhånden mange overskridelser, selv om beløbene var små, og Nationalbanken var udsat for et uafladeligt pres, især fra mindre pengeinstitutter, for at få særbehandling.

Der opstod endvidere uro i „familien". Bankerne anklagede sparekasserne for manipulering med bogføringen ved at postere lån, der retteligt henhørte under udlånsloftet, som kapitalmarkedsmæssige udlån, der var holdt udenfor. De store pengeinstitutter var tillige på vagt over for de små, der efter deres opfattelse drog fordel af ikke at være med og derfor tiltog sig markedsandele. Endelig var bl.a. de store banker imod individuelle forhøjelser, selv om de selv fik fordel af, at valutalån til finansiering af udenrigshandelen indtil

slutningen af februar 1978 var undtaget fra loftet inden for en nærmere fastlagt ramme. Senere blev også belånbare eksportkreditter holdt udenfor, noget der ligeledes især kom de store til gode.

Disse uoverensstemmelser mv. blev stort set bragt ud af verden ved udlånsaftalerne af 2. november 1973[1]), der efter gennemførelsen af kreditformidlingsloven videreførte udlånsloftet i ny skikkelse. Aftalerne, der herefter blev indgået individuelt med hvert enkelt pengeinstitut, kom til at omfatte samtlige banker samt sparekasser og andelskasser med indlån på 5 mill.kr. og derover. Endvidere udvidedes reguleringsområdet med sparekassernes kapitalmarkedsprægede udlån.

Som noget nyt gav loven mulighed for at regulere kreditgivningen til bestemte formål. I tilslutning hertil gav pengeinstitutterne ved aftalernes indgåelse tilsagn om indtil videre at være yderst tilbageholdende med ydelse af lån til finansiering af forbrug[2]).

Loven gav også mulighed for at indføre kassebindingsregler, og også dette blev afspejlet i aftaleteksten.

Endelig blev der i aftalerne indføjet en sanktionsbestemmelse, hvorefter pengeinstitutter, der ikke overholdt udlånsloftet, skulle deponere et beløb svarende til overskridelsen på en rentefri konto i Nationalbanken.

Drøftelserne mellem Nationalbankens direktion og økonomiminister Per Hækkerup forud for fremsættelsen af lovforslaget om regulering af kreditformidling er omtalt i det følgende afsnit.

På dette sted skal blot nævnes, at Nationalbanken ikke var tilhænger af dette initiativ, og at Nationalbanken var særdeles skeptisk over for værdien af en selektiv kreditpolitik, selv om banken tidligere ved flere lejligheder havde henstillet til pengeinstitutterne, at de i deres långivning skulle tilgodese investeringer og konkurrenceudsatte erhverv.

Ligesom under det tidligere udlånsloft blev alle efterfølgende ændringer, herunder loftsforhøjelser, drøftet forudgående med regeringen. Det var Nationalbankens opfattelse, at udlånsloftet i den ny udformning især var regeringens ansvar.

Udlånsloftet blev ret tonløst forhøjet med omkring 8-9 pct. om året, dvs. i underkanten af stigningen i nationalproduktet i løbende priser.

Som det fremgår af den følgende tabel 4.5, der viser en oversigt over ud-

---

[1]) Aftalerne er sammen med fremsendelsesskrivelser og pressemeddelelse aftrykt som bilag 4a-4d i Nationalbankens årsberetning 1973.

[2]) Det hed herom i pressemeddelelsen: „Dette medfører bl.a., at man ophører med at anvende udlånsformer, ifølge hvilke udlån ydes mere eller mindre automatisk og uden særlig sikkerhedsstillelse, som f.eks. personlån, lønkontolån, såkaldte akademikerlån, kviklån etc. Undtaget herfra er låneordninger, hvor lånene stilles kunden i udsigt på basis af en forudgående regelmæssig opsparing af mindst 1 års varighed".

Tabel 4.5 Udlånsloft, udlånstilsagn og faktiske udlån

Ultimo	Udlåns-loft	Udlånstilsagn		Faktiske udlån	Udnyttel-sesgrad (faktiske udlån i pro-cent af samlede udlåns-tilsagn)
		Under udlåns-loftet	Samlede udlåns-tilsagn		
	Milliarder kroner				
Større banker og sparekasser					
1970 Feb.	39,9	39,7	51,4	35,3	68,6
- Dec.	41,0	40,4	53,7	38,4	71,5
1971 -	46,1	44,4	58,9	41,6	70,6
1972 -	51,7	49,8	64,9	46,5	71,7
1973 Sept.	57,9	58,8	75,2	56,9	75,7
Indeks sept. 1973 (Feb. 1970 = 100)	145	148	146	162	•
Banker, sparekasser og andelskasser					
1973 Dec.	76,9	75,5	81,0	62,5	77,1
1974 -	80,0	77,7	83,1	66,9	80,5
1975 -	87,4	86,5	91,7	68,8	75,0
1976 -	94,6	93,4	97,5	80,2	82,3
1977 -	102,8	102,3	105,6	89,7	85,0
1978 -	114,4	113,4	116,3	99,2	85,3
1979 -	125,5	124,2	127,6	109,3	85,7
Indeks dec. 1979 (Dec. 1973 = 100)	163	165	157	175	•

Danmarks Nationalbank.

lånsloftet mv. ført frem til 1979, blev de samlede udlånsbevillinger holdt på plads af udlånsloftet. Der opstod indimellem individuelle overskridelser, som medførte deponering i Nationalbanken, men de samlede deponeringer var i det store og hele af en forholdsvis beskeden størrelsesorden.

Tabellens sidste kolonne viser kreditternes udnyttelsesgrad, der blev en central størrelse ved bedømmelsen af udlånsloftets effektivitet. Man havde oprindelig håbet på, at udnyttelsesgraden ville holde sig nogenlunde stabil, men dette blev ingenlunde tilfældet. Tværtimod viste udnyttelsesgraden en klart stigende tendens gennem årene. Som styringsinstrument for de faktiske udlån blev udlånsloftet derfor væsentlig mindre præcist end forventet. Dette fremgår af tabellens indekstal, der for hver af de to perioder viser en væsentlig stærkere stigning i de faktiske udlån end i udlånsloftet respektive udlånstilsagnene.

Selv om kreditformidlingsloven nok medførte en vis styrkelse af udlånsloftet, var det mere væsentligt, at denne tekniske skavank fortsat gav problemer, jf. herom senere.

Kreditformidlingsloven

Oplægget til kreditformidlingsloven kom uventet for Nationalbanken. Den 2. oktober 1973 tidligt på eftermiddagen fik banken af departementschef Kurt Hansen overrakt en lovskitse, som økonomiminister Per Hækkerup ønskede at drøfte med bankens direktion senere samme dag.

Det fremgik af udkastet, at regeringen ville erstatte det hidtidige aftalesystem mellem Nationalbanken og banker og sparekasser med direkte af økonomiministeren „efter forhandling med Danmarks Nationalbank" fastsatte bestemmelser.

Hensigten var således klar. Motiveringen havde formentlig samtidig sin baggrund i, at uligevægtsproblemerne i økonomien stadig pressede på. Selv om statsfinanserne som helhed ikke kunne karakteriseres som utilfredsstillende, var udgifterne fortsat stærkt stigende. Endvidere forøgedes niveauet for det private forbrug markant i andet halvår 1973 bl.a. som følge af ophøret af den midlertidige importafgift. Endelig undergik betalingsbalancen en ny forværring.

Der var således nok at tage fat på, men det viste sig svært at sammentømre en passende stram økonomisk politik. Regeringen blev ommøbleret den 27. september 1973, ifølge statsministeren med det formål at sætte de økonomiske problemer endnu mere i fokus. Åbenbart i mangel af bedre tyede man herefter til denne aktion.

Banken følte sig meget brøstholden over fremgangsmåden og gav udtryk herfor i det efterfølgende møde med ministeren.

Direktionen havde så sent som den 13. september drøftet den kommende tids kreditpolitik med de økonomiske ministre, der havde givet fuld tilslutning til de retningslinjer, der var blevet fremlagt. Der var ved denne lejlighed intet blevet nævnt om en erstatning af de frivillige aftaler med lovgivning. Regeringen havde ganske vist rejst spørgsmålet om selektiv kreditpolitik, og på denne foranledning havde banken i et efterfølgende notat til økonomiministeren givet udtryk for betydelig skepsis over effektiviteten af foranstaltninger af denne art.

Om kreditpolitikken havde statsministeren ydermere i sin åbningstale i Folketinget den 2. oktober 1973 blot nævnt, at regeringen ville søge Folketingets medvirken til „en nyvurdering af kreditpolitikken med henblik på at sikre, at fordelingen af kapitalen svarer til hovedlinjerne i den økonomiske politik"[1]).

Stemningen på mødet blev ikke bedre, da økonomiministeren på forespørgsel udtalte, at lovens selektive element skulle bringes i anvendelse

[1]) Folketingstidende 1973-74, 1. samling, sp. 7.

straks. Det var forbrugslånene, man var ude efter. Der var med andre ord ikke blot tale om en bemyndigelseslov.

Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer gjorde det klart, at hvis Nationalbanken blev spurgt af folketingsudvalget, og det måtte man regne med, ville banken understrege, at de frivillige aftaler var blevet loyalt overholdt af langt de fleste banker og sparekasser, og endvidere, at man var overordentlig skeptisk over for værdien af en selektiv kreditpolitik med særregler for forbrugslån.

Det blev tilføjet, at sagen ville stille sig anderledes, hvis forslaget drejedes over i retning af at være en støttelov for Nationalbanken, således at den kunne opfattes som en styrkelse af bankens forhandlingsposition over for pengeinstitutterne.

Økonomiministeren accepterede straks denne linje, såfremt aftalesystemet kunne sikre formålet. Direkte adspurgt erklærede han at have politisk rygdækning for dette standpunkt.

Lovudkastet blev herefter færdiggjort ud fra denne forudsætning. Fra Nationalbankens side blev der ydet teknisk bistand bl.a. til formuleringen af de til lovforslaget hørende bemærkninger, hvoraf det kom til at fremgå, at lovforslagets opremsning af midler, der kunne bringes i anvendelse, klart fremtrådte som udtømmende. Det oprindelige udkast var i realiteten en blankocheck til økonomiministeren.

Den skriftlige forelæggelsestale gav også anledning til gnidninger. Det kom heri til at hedde, at lovforslaget var udarbejdet i samarbejde med Nationalbanken uanset, at man fra bankens side forinden havde præciseret, at der højst kunne stå, at „udformningen har været drøftet med Nationalbanken" eller lignende[1]).

Under 1. behandlingen i Folketinget blev lovforslaget naturligvis modtaget positivt af Socialdemokratiets ordfører, Erling Olsen, mens ordførerne for VKR-partierne, P. Nyboe Andersen, Ib Stetter og Lauge Dahlgaard, var stærkt kritiske[2]).

Også i pressen opstod der en livlig debat, som udartede og tangerede mod at sætte spørgsmålstegn ved Erik Hoffmeyers forbliven som nationalbankdirektør. Han forsvarede sig ved et indlæg i dagbladet Aktuelt den 9. oktober 1973 under overskriften: „Jeg skal ikke være en automat med meninger, andre putter ind i den".

I Nationalbankens høringsudtalelse af 10. oktober 1973[3]) til Folketingets politisk-økonomiske udvalg blev der anlagt en forsonlig tone.

---

[1]) Folketingstidende 1973-74, 1. samling, sp. 108-111.

[2]) Anf.st., sp. 343-372.

[3]) Er sammen med lov nr. 543 af 17. oktober 1973 om regulering af kreditformidling optrykt som henholdsvis bilag 2 og bilag 3 til Nationalbankens årsberetning 1973.

Vedrørende det centrale spørgsmål om lovens sigte hed det bl.a., at Nationalbanken opfatter „en lovgivning, hvorefter der i givet fald ville kunne fastsættes bindende retningslinjer for samtlige pengeinstitutters udlånsstigning, som sigtende på en styrkelse af mulighederne for en fortsættelse af det kreditpolitiske samarbejde mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne".

Det var endvidere „Nationalbankens opfattelse, at forsøg på at påvirke enkelte komponenter af den samlede efterspørgsel ved en selektiv kreditpolitik i form af særlige begrænsninger for dele af pengeinstitutternes udlån ikke på længere sigt vil give væsentlige resultater og vil være vanskeligt kontrollerbare".

Det blev tilføjet, „at en selektiv regulering eventuelt kunne gennemføres relativt hurtigt for så vidt angår visse låneformer, som navnlig har vundet udbredelse i de senere år, især lån af begrænset størrelse, hvor lånebevillingsproceduren er forholdsvis automatisk, og hvor der stilles ingen eller kun meget beskedne krav til sikkerhedsstillelse og angivelse af låneformål".

Om gennemførelse af kassebindingsregler blev det nævnt, at Nationalbanken ved tidligere lejligheder havde ønsket sådanne lovregler gennemført. „Erfaringerne fra andre lande tyder dog på, at sådanne variable kassereservereglers effektivitet med hensyn til styring af den løbende kreditudvidelse er mindre, end man havde forventet".

I en kronik i Berlingske Tidende den 18. oktober 1973 søgte Erik Hoffmeyer at sætte det i debatten hyppigt anvendte ord „kapitalstyring" ind i et videre perspektiv. Også forhandlingerne i Folketinget fik et par ord med på vejen. Debatten havde været præget af en ikke ubetydelig skarphed, men der stod dog visse retningslinjer tilbage, som det var værd at hæfte sig ved, hed det. For det første, at det utvetydigt var blevet fremhævet, at sigtet var at styrke Nationalbankens stilling over for banker og sparekasser, samt at regeringen lagde vægt på, at aftalerne mellem Nationalbanken og banker og sparekasser kunne fortsætte i udbygget form. For det andet, at man ikke forestillede sig en detailregulering af kreditgivningen gennem banker og sparekasser. Endelig blev det fremhævet, at det ville være forkert at forestille sig, at man ved at begrænse finansieringen af forbrug kunne stimulere opsparingen. Det dramatiske fald i den personlige opsparing kunne kun rettes op, hvis vi i en periode kom til at opleve en væsentlig lavere prisstigningstakt end den, der herskede for øjeblikket.

Efter lovforslagets vedtagelse gik Nationalbanken i gang med forhandlinger med pengeinstitutternes organisationer om et nyt sæt aftaler til afløsning af de aftaler, der siden begyndelsen af 1965 havde udgjort grundlaget for det kreditpolitiske samarbejde mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne, jf. foran om udlånsloftet.

På et møde med de økonomiske ministre den 2. november 1973 var der enighed om, at det var Nationalbanken, der førte forhandlingerne også i det

tilfælde, at der på grund af manglende tilslutning til aftalekomplekset blev behov for en bekendtgørelse fra Økonomiministeriet. Dette var et meget væsentligt punkt for banken. Der var endvidere enighed om fortsat at afvise drøftelse af konkrete lånesager. Også dette var et vigtigt punkt, da det havde vist sig, at enkelte politikere havde stillet sig til rådighed for at pleje særinteresser inden for bank- og sparekasseverdenen.

Herudover var der almindelig tilslutning til, at aftalerne skulle strammes op ved at inddrage hidtil udenforstående pengeinstitutter og ved at udvide aftaleområdet til også at gælde sparekassernes kapitalmarkedsprægede udlån.

Endelig måtte långivning i form af automatiske forbrugslån ophøre bortset fra tilfælde, hvor lånet hvilede på mindst et års forudgående opsparing. Der skulle i det hele taget udvises tilbageholdenhed ved forbrugsbetonede kreditter. Postgirokontoret skulle pålægges at følge samme retningslinjer.

Ved Nationalbankens efterfølgende møde med pengeinstitutternes organisationer var der tilslutning til aftalesystemet på dette grundlag. I løbet af november blev aftalen underskrevet af praktisk taget alle pengeinstitutter.

Allerede måneden efter blev der gjort forsøg på at få kreditformidlingsloven ophævet. Det skete ved et forslag fremsat den 19. december 1973 af Ib Stetter mfl. Det blev dog i bemærkningerne til lovforslaget nævnt, at der kunne være brug for en anden og langt mildere kreditformidlingslov i en overgangsperiode[1]).

Der havde forinden været afholdt valg til Folketinget, som den 19. december 1973 førte til dannelsen af Venstre-regeringen under ledelse af Poul Hartling.

I forbindelse med behandlingen af lovforslaget ønskede Folketingets politisk-økonomiske udvalg oplyst, hvilke erfaringer man hidtil havde haft med administrationen af kreditformidlingsloven.

I en udtalelse herom af 4. februar 1974 gav Nationalbanken udtryk for, at selv om der kun var indhøstet meget begrænsede erfaringer på grund af den korte tid, aftalerne havde virket, var der „ingen tvivl om, at pengepolitikkens effektivitet er blevet væsentlig styrket".

Under forhandlingerne i Folketinget var der bred tilslutning til, at en generel ophævelse af loven ikke var hensigtsmæssig. Derimod kunne der være behov for endnu en gang at se på visse af bestemmelserne samt klart at få fastslået, at økonomiministerens bemyndigelse forudsatte, at der ikke ved aftaler mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne kunne opnås aftaler om regulering af kreditformidlingen[2]).

Til brug ved de videre overvejelser nedsatte økonomi- og handelsminister

---

[1]) Folketingstidende 1973-74, 2. samling I, sp. 96-97.
[2]) Anf. st., sp. 1077-1091.

P. Nyboe Andersen et embedsmandsudvalg til at se på disse spørgsmål. Herefter blev der den 17. oktober 1974 fremsat forslag til lov om regulering af kreditformidling indeholdende tilpasninger af den eksisterende lovtekst. Ændringsforslagene havde til formål „klart at understrege, at regulering af kreditformidlingen principielt bør ske ved aftaler mellem Danmarks Nationalbank og pengeinstitutterne, og at økonomiministeren kun kan udøve de foreslåede beføjelser til at fastsætte bestemmelser, når aftaler ikke har kunnet indgås, og kun efter forhandling med Danmarks Nationalbank"[1]).

Forslaget nåede til 1. behandling den 1. november 1974[2]). Det blev herefter henvist til Erhvervsudvalget, der ikke nåede at afgive betænkning, inden folketingsvalget blev udskrevet til afholdelse den 9. januar 1975.

Den 4. marts 1975[3]) fremsatte Fremskridtspartiet forslag om, at kreditformidlingsloven blev ophævet. Forslaget var en genfremsættelse af et tilsvarende forslag fremsat den 13. november 1974. Ved 1. behandlingen fik lovforslaget kun tilslutning fra ordføreren fra Det Konservative Folkeparti[4]).

Loven eksisterede endnu i 1990 uden i mellemtiden at være blevet bragt i anvendelse. Den fik i 1974 en vis betydning i forbindelse med vedtagelsen af EF-direktivet om stabilitet, vækst og fuld beskæftigelse. Det blev heri pålagt medlemslandene at råde over et pengepolitisk beredskab, der bl.a. gav mulighed for anvendelse af variable kassereservebestemmelser.

Indlånsrenteaftalen

Som tidligere nævnt kom indlånsrenteaftalen og rentemarginalen i søgelyset igen under forhandlingerne om den økonomiske politik i begyndelsen af 1970.

Der var betydelig uro på arbejdsmarkedet, og på denne baggrund blev der den 29. januar 1970 afholdt en forespørgselsdebat i Folketinget, hvor disse emner atter blev bragt frem[5]). Efter debatten blev der nedsat et 21-mands udvalg, der bl.a. forespurgte regeringen, hvad man agtede „at gøre for at hindre de store profitforøgelser for de private banker som følge af de store rentemarginaler". Såvel nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer som Tilsynets direktør, Erling Sveinbjørnsson, mødte efter anmodning op i udvalget med henblik på besvarelse af mundtlige spørgsmål.

Om regeringens holdning til sagen hed det i udvalgets beretning af 5. februar 1970: „Statsministeren har over for udvalget oplyst, at regeringen har anmodet Danmarks Nationalbank og Tilsynet med banker og sparekasser

---

[1]) Folketingstidende 1974-75, 1. samling I, sp. 754-755.
[2]) Anf.st., sp. 1317-1329.
[3]) Folketingstidende 1974-75, 2. samling I, sp. 755.
[4]) Folketingstidende 1974-75, 2. samling II, sp. 3259-3269.
[5]) Folketingstidende 1969-70 II, sp. 2968-3090.

om at give regeringen en redegørelse for forholdene omkring renteaftalen og en vurdering af mulighederne for ændringer i aftalen. Statsministeren gav udtryk for, at hvis de to institutioner skulle være indstillet på ændringer, havde regeringen ikke på forhånd noget at indvende".

På foranledning af handelsminister Knud Thomsen blev der herefter fra Nationalbankens og Tilsynets side udfærdiget redegørelser om deres respektive syn på disse spørgsmål. I Nationalbankens besvarelse[1]) blev der foretaget en historisk gennemgang af den gradvise ændring i bankens holdning til renteaftalen, der nu spillede en væsentlig mindre rolle for den pengepolitiske målsætning end tidligere. I Tilsynets redegørelse blev det bl.a. nævnt, at man kunne tænke sig at gå den mellemvej, at aftalen blev gjort vejledende.

På denne baggrund opsagde Danske Bankers Fællesrepræsentation og Danmarks Sparekasseforening den 4. marts 1970 aftalen med det fastsatte varsel på tre måneder. Der blev dog samtidig indledt forhandlinger om en ny, ændret aftale.

Stemningen i regeringen fremgik af et møde mellem Nationalbankens direktion og de økonomiske ministre den 11. marts 1970. Statsminister Hilmar Baunsgaard udtalte sig ved denne lejlighed skarpt om bankerne, der efter hans opfattelse havde svigtet i foråret 1969. Det var absolut nødvendigt, at der skete noget på renteområdet.

Forhandlingerne endte i maj 1970 med indgåelse af en ny bindende aftale, der formindskede rentemarginalen, idet indlånsrentesatserne blev forhøjet med ½-1 pct. Tilsynet godkendte aftalen på betingelse af, at den senere blev gjort vejledende. Nationalbanken deltog ikke i drøftelserne herom, men tog resultatet til efterretning.

Efter diskontonedsættelserne i januar og april 1971 indsnævredes rentemarginalen yderligere. Også ved disse lejligheder godkendte Tilsynet – med forbehold – aftalen.

Under de stramme likviditetsforhold i foråret 1971 gjorde Nationalbanken Tilsynet opmærksom på, at der endnu ikke var grundlag for at gå bort fra aftalens bindende karakter. Det var for banken – som for regeringen – vigtigt, at udlånsrenten fulgte med nedad. Nationalbanken lagde især vægt på et fortsat bindende loft over den højeste indlånsrente.

Aftalen var imidlertid efterhånden blevet tyndslidt. Fra indskyderside var der rejst klager imod den, og myndighedernes interesse var ikke længere, hvad den havde været. Sidst men ikke mindst viste det sig fortsat svært at holde disciplin i egne rækker. Der var efterhånden en del banker og sparekasser, der havde taget sagen i egen hånd og tilbudt højere indlånsrentesatser end de „overenskomstmæssige".

---

[1]) Skrivelse af 5. februar 1970 optrykt som bilag 3 til Nationalbankens årsberetning 1969.

Aftalen kom også fortsat under kritik ud fra generelle økonomiske overvejelser. Det var et hyppigt anvendt argument, at den manglende rentekonkurrence forstærkede konkurrencen på andre, omkostningskrævende områder f.eks. ved etablering af filialer og tilbud om gratis serviceydelser.

Efter drøftelser i de to organisationers fællesudvalg vedrørende renteaftalen, blev det i begyndelsen af 1973 besluttet at ophæve den med virkning fra udgangen af januar 1973.

Herved blev 40 års regulering på dette område bragt til ophør, men dog med et par enkelte „svinkeærinder" i sidste halvdel af 1970'erne, jf. herom senere.

Umiddelbart gav ophævelsen af aftalen ikke anledning til større ændringer. Dog opstod der ret hurtigt en konkurrence om store indskud bl.a. hidrørende fra overskudslikviditet i amter og kommuner. Herved fremkom markedet for såkaldte aftaleindskud, hvor renten kom til at ligge højere end for almindelige indskud. Der indtraf med andre ord en renteglidning opefter.

Dette gav anledning til politisk opmærksomhed, oven i købet pinlig opmærksomhed. Det var jo offentlige instanser, der havde sat renteglidningen i sving.

Sagen affødte et spørgsmål fra Folketingets politisk-økonomiske udvalg om erfaringerne efter ophævelsen af renteaftalen. I sit svar af 1. august 1974 gav økonomi- og handelsminister P. Nyboe Andersen udtryk for, at rentesatserne fortsat havde fulgt bevægelserne i diskontoen, bortset fra indskud med meget lang opsigelsesfrist, hvor stigningen havde været større. Konklusionen i svaret var derfor, at renteaftalens bortfald hverken havde indskrænket eller udvidet pengeinstitutternes rentemarginal. Det blev tilføjet, at oplysningerne var behæftet med nogen usikkerhed.

Som følge af dette sidste forbehold iværksatte Nationalbanken kort efter en hasteundersøgelse, som gav et noget andet resultat. Det så således ud til, at de stramme likviditetsforhold i 1974 havde medført en opadgående renteglidning for såvel indlån som udlån, og tallene tydede endvidere på, at rentemarginalen var blevet udvidet i et vist omfang.

På denne baggrund påbegyndte Nationalbanken en mere systematisk indsamling af oplysninger om større bankers og sparekassers rente- og provisionssatser for nybevilgede lån og kreditter.

Statistikken overgik fra januar 1976 til Danmarks Statistik. Den blev samtidig ændret og udvidet til også at omfatte indlånsrentesatserne.

Likviditet og låneregler

Nationalbankens likviditetspolitik blev stort set videreført uændret. Ligesom ved deponeringsordningen gav Nationalbanken - som led i aftalerne om ud-

lånsloftet – tilsagn om at stille likviditet til rådighed, forudsat at aftalerne blev overholdt, og valutasituationen tillod det.

Bankerne rejste det principielle spørgsmål, om det ville være muligt grundlæggende at ændre likviditetsforholdene, således at de, som det normale, fik deres likviditetsbehov dækket over det korte pengemarked. Af hensyn til deres omdømme i udlandet, specielt hos deres udenlandske korrespondenter, følte de sig generet over permanent at være i nettogæld til Nationalbanken. En sådan ændring forudsatte, at de fik en tilstrækkelig *egen likviditet*.

Nationalbanken var for så vidt positiv, men samtidig meget forsigtig i sin tilnærmelse til de mulige løsninger, der ikke måtte gå ud over pengepolitikkens effektivitet. Der blev i 1970 nedsat et fælles likviditetsudvalg med Richard Mikkelsen som formand til at se på dette spørgsmål. Udvalget fik samtidig til opgave at følge udviklingen i likviditetsforholdene på mere permanent basis.

Der fandtes naturligvis ingen mirakelløsninger. De muligheder, der kunne peges på, indebar alle en svækkelse af pengepolitikken. Køb af obligationer i markedet fra Nationalbankens side ville være et simpelt og effektivt middel. Dette var Nationalbanken også indstillet på, men inden for visse af banken selv fastsatte grænser.

I efterfølgende møder mellem Nationalbankens direktion og pengeinstitutternes organisationer blev det gjort klart, at banken ikke på forhånd kunne give løfte om hvornår, med hvilke beløb og hvordan man ville gå ind i markedet. Det længste banken strakte sig til, var et tilsagn om at ville overtage skibskreditfondobligationer for et vist beløb og i en vis periode uden at neutralisere virkningen heraf ved salg af andre obligationer.

Nationalbankens holdning blev efterhånden negativ på grund af bankernes store obligationskøb. Under disse forhold fandt Nationalbanken det udelukket at gå ind i markedet for at skaffe bankerne en udvidet likviditetsbasis.

I de første år af 1970'erne, hvor pengeinstitutternes udlån steg forholdsvis moderat, blev Nationalbankens låneregler lempet på forskellig vis.

I 1970 blev den midlertidige *refinansieringsordning* for byggelån til almennyttigt boligbyggeri således udvidet til også at omfatte kollegiebyggeri. Dette skete efter regeringens anmodning. I 1971 og 1972 lempedes de tidligere aftalte regler for ordningens aftrapning.

I foråret 1971 fik pengeinstitutterne adgang til at aktivere en del af de midler, der endnu var deponeret i henhold til *deponeringsordningen*, og senere på året blev midlerne helt frigivet. Endvidere fik pengeinstitutterne mulighed for førtidig indfrielse af de 1-5-årige *indlånsbeviser*, der var blevet tegnet i 1968. Og endelig suspenderedes med virkning fra 1. april 1971 den i efteråret 1964 indførte *overrenteordning*.

I december 1971 forhøjedes belåningsprocenten ved belåning af obligationer fra 75 pct. til 90 pct. Dette skete på baggrund af en forventet kraftig stramning af likviditetsforholdene i januar kvartal 1972.

Af samme årsag fik pengeinstitutterne - som en nydannelse - adgang til i de første måneder af 1972 at foretage træk på Nationalbanken inden for visse grænser *uden særskilt sikkerhed.* Likviditeten forventedes at ville blive så anstrengt, at bankerne ikke havde tilstrækkelige aktiver til belåning i Nationalbanken.

Denne ordning, der også blev anvendt i de følgende år i perioder, hvor statsfinanserne var særligt likviditetsstrammende, blev forløber for den reform af Nationalbankens låneregler, der gennemførtes i 1975.

Nyordningen gav et problem i forhold til nationalbanklovens pgf. 15, stk. 2, hvorefter udlån kun kan ske mod betryggende sikkerhed. I et indhentet juridisk responsum kom man imidlertid til det resultat, at denne regel kun gjaldt for de almindelige bankforretninger, som Nationalbanken måtte udføre, men derimod ikke for ordninger, der var led i bankens pengepolitik.

På foranledning af regeringen indførte Nationalbanken i december 1972 et forbedret arrangement for refinansiering af *eksportkreditter* og ophævede samtidig den siden 1960 gældende ordning, der hvilede på kreditbeviser med fast påtrykt rente.

Fremover skulle kreditterne ydes til varierende rentesatser, afhængig af renten på bevillingstidspunktet, hvorefter renten som hidtil blev låst fast i hele kredittens løbetid. For de første to år skulle rentevilkårene fastsættes af den belånende bank. For den del af kreditten, der forfaldt mellem det andet og femte år af løbetiden, skulle rentevilkårene fastsættes af Nationalbanken under hensyntagen til de på tidspunktet for genbelåningstilsagnets afgivelse gældende renteforhold i ind- og udland.

Ordningen blev forløber for den senere oprettede Dansk Eksportfinansieringsfond.

Udnyttelsen af de forskellige låneordninger er vist i tabel 4.6. Det fremgår

Tabel 4.6 Nationalbankens udlån

Ultimo	Veksler på indlandet	Lån på indlånsbeviser	Lån på kreditbeviser	Lån på obligationer og aktier	Kontokurant mv.	I alt
	Millioner kroner					
1969	190	339	57	495	744	1.825
1970	96	896	75	468	896	2.431
1971	53	728	21	242	1.102	2.146
1972	626	218	112	754	1.650	3.360
1973	347	550	107	1.578	1.685	4.267
1974	489	1.339	101	1.762	1.538	5.229

Danmarks Nationalbank.
Anm.: Inkl. mindre beløb udlånt til andre end banker og sparekasser.

Tabel 4.7 Ændringer i bankers og sparekassers likviditet

	Bankers og sparekassers nettotilgodehavende i		I alt	Likviditetsbestemmende forhold			
	Nationalbanken[1])	Udlandet (nettovalutastilling)[2])		Statens nettogæld til Nationalbanken[3])	Samlede valutareserver[4])	Nationalbankens beholdning af obligationer og aktier[5])	Andre faktorer[6])
	Milliarder kroner						
Stilling ultimo dec. 1969 ...	- 0,4	- 0,1	- 0,5	- 3,1	3,2	7,8	
Ændring i							
1970	- 0,2	0,0	- 0,2	- 1,6	0,0	0,4	1,0
1971	0,3	- 0,3	0,0	- 1,0	0,8	1,1	- 0,9
1972	- 1,5	0,7	- 0,8	- 1,8	1,3	0,4	- 0,7
1973	- 1,4	- 0,2	- 1,6	- 3,3	2,3	0,5	- 1,1
1974	- 0,5	2,2	1,7	1,2	- 0,5	2,6	- 1,6
Stilling ultimo dec. 1974 ...	- 3,7	2,0	- 1,7	- 9,6	7,1	10,8	

Danmarks Nationalbank.

[1]) Inkl. indlånsbeviser med en løbetid på 91 dage, 6 måneder og 9 måneder samt indeståender på deponeringskonti. Kreditbeviser og 1-5-årige indlånsbeviser er ikke inkluderet i tallene.

[2]) Til og med 1971 ekskl. sparekasser.

[3]) Inkl. postgiromidler.

[4]) Ændringstallene er beregnet ekskl. kursregulering af Danmarks internationale likviditet samt tildeling af SDR.

[5]) Ændringstallene er beregnet ekskl. kursregulering.

[6]) Omfatter bl.a. ændringer i seddel- og møntomløbet, Nationalbankens løbende indtjening og ændringer i Nationalbankens mellemværender med Hypotekbanken.

heraf, at den samlede låntagning næsten tredobledes, og at alle ordninger anvendtes som et udslag af de generelt set stramme likviditetsforhold. Enkeltheder om Nationalbankens diskonterings- og belåningsregler ultimo årene 1971-74 fremgår af bilagsoversigter i årsberetningerne fra disse år.

Også tabel 4.7 afspejler den stramme likviditetssituation i disse år. Bankernes og sparekassernes samlede nettostilling over for Nationalbanken og udlandet var som hovedregel negativ. Forbedringen af nettopositionen over for udlandet i 1974 var mere tilsyneladende end reel, idet den skyldtes anskaffelse af kontant valuta til inddækning af en kraftig forøgelse af bankernes valutaterminsforpligtelser.

Mønstret i de likviditetsbestemmende forhold var også stort set det samme. Statsfinanserne virkede likviditetsopsugende, mens stigningen i valutareserverne trak den modsatte vej.

Den åbning af *kapitalimporten*, der blev gennemført i disse år, indebar en lettelse i pengeforholdene. Liberaliseringen skyldtes dels medlemskabet af EF, dels hensynet til finansieringen af betalingsbalanceunderskuddet og refinansieringen af udlandsgælden.

I december 1974 blev kroneobligationssalget til udlandet frigivet. Der var allerede i 1971 på forsøgsbasis åbnet op for dette salg ved etablering af en kvoteordning, som siden var blevet forlænget og udvidet. Udlændinges køb af danske børsnoterede aktier blev frigivet fra 1. januar 1973, forudsat at papirerne ikke repræsenterede direkte investeringer i danske virksomheder.

Også finanslånsreglerne blev betydeligt lempet. I 1971 forhøjedes den årlige maksimumsgrænse for optagelsen af sådanne lån til 5 mill.kr. og i 1974 yderligere til 20 mill.kr.

Nationalbanken gik ind for disse liberaliseringer, men lagde samtidig vægt på, at anmeldelsespligten blev opretholdt, således at banken fortsat kunne følge udviklingen i kapitalbevægelserne.

Nationalbankens *obligationskøb* var begrænsede og stod slet ikke mål med købene i sidste halvdel af 1960'erne. Obligationskøbet i 1974 var koncentreret på første halvår, hvor likviditetsforholdene blev særligt stramme som følge af udviklingen i statsfinanserne og på betalingsbalancen.

Derimod blev pengeinstitutternes obligationskøb meget omfattende. Den øgede interesse for obligationer startede i 1971, hvor udlånsvæksten var faldende, og likviditeten ikke særlig anstrengt. Da først nogle begyndte, fulgte andre efter. Købene var ikke likviditetsbelastende for pengeinstitutterne som helhed. De midler, der blev brugt til dette formål, vendte stort set tilbage som indlån. De store banker gjorde samme erfaring.

Købene fortsatte i 1972 og 1973 formentlig ud fra en forventning om, at renten efter EF-medlemskabet ville falde. Det gjorde den også, men kun i kort tid.

Nationalbanken advarede mod disse dispositioner, men stort set uden held. Med de store obligationskøb udsatte pengeinstitutterne sig for en renterisiko, der i givet fald kunne blive ganske alvorlig. Som følge af stigningen i renteniveauet måtte de justere deres indlånssatser opad, men den nominelle forrentning af obligationsbeholdningen lå fast, og de fik oven i købet et betydeligt kurstab afhængig af løbetiden på de papirer, de havde købt.

Resultatet udeblev ikke. For årene 1973 og 1974 kom kursreguleringerne på værdipapirer tilsammen til at svare til en nedskrivning på over 10 pct. af egenkapitalen.

Set fra et pengepolitisk synspunkt var købene uheldige, fordi de bidrog til den samlede kreditudvidelse og samtidig virkede ekspansivt på pengemængden ud over den forøgelse, der fremkom som følge af stigningen i udlånene,

Tabel 4.8 Pengemængden (M_2)

	I alt ultimo	Ændring	Hidrørende fra					
			Statens træk på Nationalbanken[1])	Nationalbankens obligationskøb	Udlånsstigning i banker og sparekasser	Bankers og sparekassers obligationskøb	Udenlandske faktorer[2])	Andre forhold[3])
	Milliarder kroner							
1969	54,9	•	•	•	•	•	•	•
1970	56,4	1,5	- 1,6	0,4	2,9	0,6	- 0,3	- 0,5
1971	61,5	5,1	0,5	1,1	2,0	2,4	- 0,6	- 0,3
1972	70,7	9,2	- 0,4	0,4	5,9	2,4	0,4	0,5
1973	79,7	9,0	- 3,2	0,5	8,5	1,9	1,7	- 0,4
1974	86,8	7,1	0,9	2,6	4,4	1,7	- 1,1	- 1,4

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Pengemængden er defineret som primær likviditet hos erhverv og husholdninger mv. samt indenlandske anfordrings- og opsigelsesindskud i banker og sparekasser inkl. indskud på særlige indlånsformer.

[1]) Korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet samt ændring i postgiromidler.

[2]) Overskud på betalingsbalancens løbende poster og den ikke-statslige sektors nettokapitalimport.

[3]) Residual. Omfatter bl.a. stigning i Hypotekbankens udlån, stigning i pengeinstitutternes beholdning af uclearede checks og forøgelse af Nationalbankens og pengeinstitutternes egenkapital.

således som det fremgår af tabel 4.8. Pengemængden i bred forstand (M_2), dvs. primær likviditet hos erhverv og husholdninger og indskud i banker og sparekasser, steg i 1972 med 15 pct. og i 1973 med 13 pct. Disse stigninger lå dog nogenlunde på linje med de nominelle stigningsrater i nationalproduktet.

Med henblik på at gøre det mere attraktivt at placere midler på anden måde supplerede Nationalbanken i maj 1972 sine 3-måneders indlånsbeviser med 6- og 9-måneders beviser, der i kraft af løbetid og forrentning var et bedre alternativ til obligationskøb end de helt korte beviser.

Bl.a. som følge af de store obligationskøb blev belåningsprocenten ved lån på obligationer i juli 1972 nedsat til 60 pct. Endvidere forhøjedes i december 1972 belåningsrenten – ved lån ud over en vis ramme – til den gennemsnitlige effektive obligationsrente rundet op til nærmeste halve procent.

Obligationsrenten, der steg forholdsvis stærkt i 1970 som følge af fremskyndet effektuering af realkreditlån, holdt sig nogenlunde uændret i det følgende par år på niveauet 11 pct. Der indtrådte herefter fra slutningen af 1972 en kraftig stigning, der i midten af 1974 bragte renten op på næsten 18 pct. Baggrunden var de kraftige pris- og omkostningsstigninger, de usikre valutaforhold og den pessimisme, der fulgte efter olieprisforhøjelserne.

Som tidligere nævnt måtte også Nationalbankens diskonto forhøjes under disse forhold. Bankens „marginale" udlånsrente fulgte obligationsrentens stigning indtil januar 1974, hvor den fastlåstes til 14 pct. indtil oktober 1974. Den blev herefter hævet til 16 pct. for hen imod udgangen af året at blive reduceret til 15 pct.

Særlige engagementsforhold

Nationalbanken har ved sjældne lejligheder ydet finansiel støtte til private foretagender, hvor særlige hensyn har gjort sig gældende, og hvor det private banksystem har meldt fra eller ønsket rygdækning i Nationalbanken. Der har som oftest været tale om situationer, hvor regeringen har fundet det nødvendigt, at der blev ydet støtte økonomisk, men hvor sagen ikke har egnet sig til behandling i Folketinget eller i Folketingets finansudvalg.

En sådan situation opstod i begyndelsen af 1961, hvor Nationalbanken efter regeringens anmodning ydede likviditetsstøtte til SAS, der var kommet i økonomiske vanskeligheder. Selskabet havde i den anledning rettet henvendelse til de nordiske regeringer om tilførsel af kapital. Likviditetsstøtten blev ydet i afventning af en rekonstruktion af SAS's kapitalforhold, og da rekonstruktionen var på plads, blev kreditten indfriet. Nationalbanken deltog i den senere kapitaludvidelse ved tegning af aktier i Det Danske Luftfartsselskab.

Et andet tilfælde var likviditetsstøtte i februar 1962 – efter tilskyndelse af statsminister Viggo Kampmann – til den færøske fiskeri- og købmandsvirksomhed P/f J. F. Kjölbro. Engagementet endte med, at aktier i selskabet, som Nationalbanken havde modtaget, blev overdraget vederlagsfrit til en i den anledning i 1971 oprettet færøsk fond med det formål at støtte unge færingers erhvervsuddannelse samt erhvervsforsøg inden for fiskeri mv.

I december 1970 kom Burmeister & Wain's Maskin- og Skibsbyggeri A/S ud for en alvorlig likviditetskrise, der tillige antog karakter af et solvensproblem. Situationen var så anspændt, at selskabets overlevelsesmulighed afhang af, at der hurtigt blev tilført kredit. Da selskabets sædvanlige bankforbindelser ikke så sig i stand til at hjælpe yderligere, gik selskabets bestyrelse til regeringen om hjælp. Det var regeringen ikke særlig indstillet på under de indledende drøftelser, men på baggrund af konsekvenserne af et sammenbrud bad man Nationalbanken om at tage sig af sagen.

Det gjorde Nationalbanken så, men på den betingelse, at en støtteordning fik tilslutning fra et overvejende flertal i Folketinget, dvs. ikke blot fra de tre regeringspartier, men også fra Socialdemokratiet. Denne betingelse blev opfyldt, ligesom selskabet gav tilsagn om at ville indlede en adskillelse af motorfabrikken fra det tabsgivende værft. Nationalbanken stillede herefter garanti for en likviditetsstøtte på 50 mill.kr. Garantien bortfaldt i oktober 1974 uden at være bragt i anvendelse.

B & W's problemer gav anledning til megen presseomtale. De blev endvidere diskuteret under en forespørgselsdebat i Folketinget den 28. januar 1971[1]), hvor handelsminister Knud Thomsen orienterede om regeringens holdning i denne konkrete sag samt gav en vurdering af de vanskeligheder, der i øvrigt havde rejst sig for en række virksomheder, store som små.

Herudover har Nationalbanken i enkelte tilfælde, hvor særlige interesser har gjort sig gældende, ydet støtte ved aktietegning i allerede eksisterende virksomheder eller hjulpet nye på vej. Eksempelvis kan nævnes Det Danske Luftfartsselskab, Det Danske Stålvalseværk, Regnecentralen, Bella Centret, Incentive, Grønlandsbanken og Dansk Udviklingsfinansiering.

Realkreditreformen

Denne reform, der blev gennemført ved lov nr. 281 af 10. juni 1970 om realkreditinstitutter, fik vidtrækkende konsekvenser. Den kom til at danne udgangspunkt for den senere og ofte meget stormfulde udvikling på realkreditområdet.

Forud var gået et omfattende udredningsarbejde i Realkreditkommissionen, der blev nedsat i slutningen af 1966 af den daværende socialdemokratiske regering. Den umiddelbare anledning var kommunalreformen, der medførte, at den hidtidige geografiske arbejdsdeling mellem kredit- og hypotekforeningerne måtte ændres. Hertil kom, at man efter tilkomsten af tredjeprioritetsinstitutterne havde fået en belåning i tre lag. Den tanke meldte sig derfor naturligt, om det ikke ville være mere rationelt med to eller måske blot ét lag.

Kommissionen, der fik professor, dr.oecon. Kjeld Philip som formand og nationalbankdirektør, dr.polit. Erik Hoffmeyer som næstformand, kom til at bestå af embedsmænd og repræsentanter for realkreditinstitutterne samt enkelte andre sagkyndige. Det blev Kommissionens opgave at se på strukturforholdene inden for realkreditten og herudover at overveje andre realkreditforhold, f.eks. fordele og ulemper ved formålsbestemt långivning, og hvorvidt de gældende udlånsvilkår fortsat var tidssvarende[2]).

Herudover blev realkreditsystemets operative regler samt obligationsmarkedets problemer gennemgået i det embedsmandsudvalg, som økonominister P. Nyboe Andersen nedsatte i juni 1969 med departementschef Kurt

---

[1]) Folketingstidende 1970-71 II, sp. 3293-3407.

[2]) Spørgsmålet om realkreditlåns amortisationstid var blevet overvejet i et udvalg nedsat af Boligministeriet i 1964. Udvalget, der havde professor, dr.polit. Jørgen Gelting som formand, kom i sin redegørelse fra 1965 til den konklusion, at en nedsættelse af realkreditlåns løbetid kun ville medføre en ganske svag tendens til forøgelse af den private opsparing.

Hansen som formand. Nationalbanken blev i udvalget repræsenteret ved Richard Mikkelsen. Baggrunden var obligationsrationeringens ophør i 1968 og Nationalbankens tidligere nævnte ønske om, at der blev gennemført en stramning af lånegrænser og af løbetider for realkreditlån.

Udvalget fik til opgave at undersøge, hvordan der kunne tilvejebringes bedre balance på obligationsmarkedet. Udvalget kunne - som det hed i kommissoriet - gå ud fra, at det ikke på længere sigt ville være ønskeligt, at bedre ligevægt mellem tilgangen af obligationer og placeringsmulighederne blev tilvejebragt gennem kvantitativ regulering af obligationsudstedelsen.

Som ønsket af regeringen forelå embedsmandsudvalgets redegørelse allerede i november samme år[1]). At denne forholdsvis snævre tidsgrænse kunne overholdes, skyldtes især den overordentlig store indsats, som udvalgsformanden lagde i dette arbejde.

I gennemgangen af obligationsmarkedet fremhævedes især to problemer, nemlig for det første, „at opsparingen ikke har holdt trit med investeringsefterspørgslen under den hurtige økonomiske ekspansion" (side 3), og for det andet, „at de lovregler og sædvaner, der er bestemmende for, i hvilket omfang der kan opnås realkreditfinansiering, kun i ringe grad er tilpasset efter en situation præget af stærke ændringer i det økonomiske mønster og af vedholdende prisstigningstendenser" (side 17).

Udvalget pegede på tre områder, hvor man kunne sætte ind.

Den frie adgang til realkredit burde principielt opretholdes, men tilpasses efter nutidens ændrede forhold. Man tænkte sig dette opnået ved, at grænserne for lån i fast ejendom tillige skulle bero på formålet med låntagningen og ikke i så høj grad som hidtil være bestemt af pantesikkerheden. Man lancerede i den forbindelse begreberne „almindelig realkredit" og „særlig realkredit", hvor der i den første gruppe skulle være vid adgang til lån, mens „særlig realkredit" kun skulle være til rådighed i begrænset omfang.

Endvidere fandt udvalget, at den lange afdragstid var en belastning for obligationsmarkedet, og der blev derfor stillet en række forslag om nedsættelse af lånenes løbetider.

Endelig var udvalget af den opfattelse, at selvfinansieringsgraden i kommunerne burde fremmes ved at begrænse deres adgang til realkreditfinansiering.

I sin redegørelse til Folketinget den 9. december 1969[2]) gav økonomiminister P. Nyboe Andersen udtryk for, at regeringen kunne tilslutte sig udval-

---

[1]) Redegørelse fra udvalget vedrørende obligationsmarkedets forhold, betænkning nr. 541, København 1969.

[2]) Folketingstidende 1969-70 I, sp. 1914-1924.

gets analyse og de konklusioner, der var draget med hensyn til karakteren af de reformer, der burde gennemføres.

Af forskellige grunde fandt regeringen imidlertid, at man måtte modificere udvalgets skitse til ændringer. Hensynet til erhvervslivets finansiering spillede herved en betydelig rolle.

Samtidig lagde økonomiministeren vægt på, at det kunne være velmotiveret at søge en del af kapitalmarkedets problemer løst gennem bedre vilkår for opsparingen. Som et bidrag hertil kunne man tænke sig en fondsdannelse, og ministeren nævnte, at socialministeren i begyndelsen af 1970 ville fremsætte forslag om, at en forhøjelse af folkepensionsbidraget i nogle år blev opsamlet i en fond. Dette blev indledningen til Den Sociale Pensionsfond.

Realkreditkommissionens betænkning forelå senere i december 1969[1]).

Da de synspunkter og betragtninger, der indeholdtes i de to betænkninger, på en række punkter afveg fra hinanden, fandt Realkreditkommissionen anledning til at fremhæve de forskellige udgangspunkter. Kommissionen havde først og fremmest anlagt sikkerhedsmæssige synspunkter, mens embedsmandsudvalget havde foretaget en vurdering ud fra generelle økonomisk-politiske betragtninger. Et mindretal i Kommissionen, heriblandt næstformanden, lagde sig i en særudtalelse tæt op ad embedsudvalgets redegørelse.

Realkreditkommissionen fremkom ligeledes med forslag til forkortelse af lånenes løbetider. Man afholdt sig fra at tage stilling til, om långivningen burde gøres formålsbestemt med den begrundelse, at dette spørgsmål lå uden for Kommissionens opgave, der hovedsagelig vedrørte de sikkerhedsmæssige hensyn. Man var inde på tanken om et fælles vurderingsorgan, som nødvendigvis måtte komme til at berøre det enkelte instituts selvstændighed. Derfor de mange betragtninger „for og imod". Et flertal i Kommissionen foreslog, at realkreditinstitutternes adgang til at yde forhåndslån afskaffedes.

En væsentlig del af Kommissionens tid blev brugt på mulighederne for at forenkle realkreditsystemet. Dette førte til, at kredit- og hypotekforeningerne inden betænkningens afgivelse enedes om at slutte sig sammen, således at der blev lagt op til en tolagsordning med reallånefondene som andetlaget. Det fremgår af betænkningen, at det var den overvejende opfattelse i Kommissionen, at et system med enhedsprioritering ellers ville have været at foretrække.

Strukturproblemet tilspidsedes, da 5 af de 6 hypotekforeninger senere sprang fra aftalen med kreditforeningerne. Årsagen hertil var den form for tolagsprioritering, der indeholdtes i de lovforslag, som boligministeren havde fremsat i Folketinget den 9. december 1969 efter økonomiministerens

[1]) Betænkning nr. 552, 1970.

ovennævnte redegørelse[1]). Man havde heri, som foreslået af embedsmandsudvalget, stillet forslag om opdeling af realkreditbelåningen i „almindelig realkredit" inden for en grænse på 40 pct. og „særlig realkredit" med højere lånegrænser afhængig af belåningsformålet. De 5 hypotekforeninger følte, at dette ville gå dem for nær, idet reallånefondene herefter ville overtage al långivning ud over 40 pct.

Der førtes herefter intense forhandlinger mellem de tre grupper af realkreditinstitutter, som i begyndelsen af marts 1970 sendte et langt brev til boligministeren om sagen. Det centrale punkt var 40 pct.s grænsen, som man fandt var for restriktiv. I enighed foreslog man denne grænse forhøjet til 50 pct., således at kreditforeningerne tog sig af belåningen op til denne grænse, og hypotekforeningerne og reallånefondene dækkede, hvad der lå herudover. Man sluttede med at tilføje, at fusionstanken ikke var opgivet.

Ved fremsættelsen af forslag til lov om realkreditinstitutter den 13. marts 1970[2]) bemærkede boligminister Aage Hastrup herom, at „Ethvert forslag, der kan bidrage til at forenkle realkreditsystemet, må hilses med tilfredshed og undergives velvillig overvejelse". Dette ønske blev til fulde opfyldt, oven i købet i en grad, der senere skulle give problemer.

Med den ny lov, der trådte i kraft den 1. juli 1970, blev der opnået en forenkling, dels gennem en reduktion af antallet af realkreditinstitutter, dels ved indførelse af enhedsprioritering. Der skelnedes herefter mellem almindelig realkredit og særlig realkredit. Almindelig realkredit kunne ydes i alle ejendomme bortset fra visse ejendomme tilhørende det offentlige. Lånegrænsen blev 40 pct. af ejendommens værdi, for landbrugsejendomme dog 50 pct. Særlig realkredit kunne kun ydes til bestemte låneformål. Det formålsbestemte element i realkreditten blev således yderligere styrket.

Man gik ikke særlig langt hvad angik løbetider og de yderste lånegrænser. Der skete en lille indsnævring af lånegrænsen for parcelhusbyggeri og privat etagebyggeri (fra 85 til 80 pct.), belåningen af almennyttigt boligbyggeri forblev stort set uændret, og belåningen af erhvervsbyggeri ændredes nærmest i forøgende retning.

Stramningen koncentreredes derfor om sommerhuse samt ombygning og omprioritering, herunder i forbindelse med ejerskifte, af byejendomme, hvortil kom en kraftig begrænsning i kommunernes låneadgang. Stramningen var således for en stor del udtryk for en videreførelse af de begrænsninger, der havde været indeholdt i obligationsaftalerne mellem institutterne og Nationalbanken.

---

[1]) Forslag til lov om ændring af lov om kreditforeninger og forslag til lov om ændring af lov om hypotekforeninger. Folketingstidende 1969-70 I, sp. 1924-1932.

[2]) Folketingstidende 1969-70 II, sp. 4245.

Nogen yderligere skærpelse, som kunne have været ønskelig set fra et økonomisk balancesynspunkt, blev der således ikke tale om i denne omgang.

Institutionelle følger

Det hurtigste og mest iøjnefaldende resultat af reformen var den gennemgribende strukturændring, der kom i stand i løbet af godt og vel et års tid.

Da fusionerne først kom i gang, gik det næsten dramatisk hurtigt, og de gik langt videre end oprindelig påtænkt. I 1972 var det hele overstået.

De gamle „generelle" kredit- og hypotekforeninger sammensmeltedes i tre institutter, hvoraf det ene, Kreditforeningen Danmark, blev landsdækkende. Af de to andre fik Forenede Kreditforeninger øerne som udlånsområde, mens Jyllands Kreditforening dækkede Jylland. Kreditforeningen for Industrielle Ejendomme fortsatte med at yde lån over hele landet i „almindelig realkredit" for så vidt angik industri- og dermed beslægtede ejendomme.

Byggeriets Realkreditfond blev ligeledes landsdækkende, men i første omgang begrænset til boligejendomme samt kontor- og forretningsejendomme. De øvrige tredjeprioritetsinstitutter ophørte med aktiv långivning.

Der oprettedes et nyt institut, Industriens Hypotekfond, der blev eneberettiget til at yde „særlig realkredit" i industri- og håndværksejendomme. Fonden blev stiftet den 15. juni 1971 af Danmarks Nationalbank, Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk og de danske kreditforeninger. Fonden fik en garantikapital på 45 mill.kr., der blev tegnet af de tre stiftere med en tredjedel hver.

Fondens administration blev henlagt til Kreditforeningen for Industrielle Ejendomme, hvis direktion samtidig virkede som direktion for fonden. Ved lånesagsbehandlingen var det ud over den realkreditmæssige sikkerhed en forudsætning, at der forelå en bedømmelse fra Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk af lånsøgerens kreditværdighed „samt af betimeligheden af de foranstaltninger, hvortil lån søges".

Baggrunden for fondens oprettelse var et politisk ønske om, at godkendelse af institutter til ydelse af „særlig realkredit" uden for boligområdet måtte forudsætte, at instituttet inddrog lånsøgers faglige kvalifikationer mv. i lånesagsbehandlingen. Der blev oprindelig ført forhandlinger mellem Kreditforeningen for Industrielle Ejendomme og Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk om i fællesskab at løse denne opgave, således at man undgik oprettelsen af et særligt institut. Da boligministeren havde betænkeligheder ved at give en enkelt kreditforening eneret på ydelsen af sådanne lån, og da flertallet af kreditforeninger, der oprindelig var gået ind for denne tanke, svingede om, blev resultatet etableringen af Industriens Hypotekfond.

Nationalbanken, der under forhandlingerne om realkreditreformen var gået stærkt ind for, at den yderste del af denne långivning tillige skulle bero

på debitors kreditværdighed og formålet med lånet, stillede sig som nævnt bag fondens oprettelse.

Inklusive Husejernes Kreditkasse var der oprindelig 13 1. prioritetsinstitutter samt 8 hypotekforeninger, der i midten af 1960'erne reduceredes til 6 ved to sammenlægninger. Hertil kom de tre boligfonde samt Dansk Landbrugs Realkreditfond.

Antallet af institutter indsnævredes således fra 23 omkring 1965 til 7 efter realkreditreformen, nemlig 4 generelle institutter og 3 specialinstitutter, heraf 2 for industrien og 1 for landbruget.

Tilsyn og selvjustits

Efter gennemførelse af enhedsprioriteringen opstod der hurtigt en skarp konkurrence, især imellem de 4 store institutter, der skulle indarbejde sig i geografiske områder, hvor de ikke tidligere havde været repræsenteret, og i prioritetslag, hvor de ikke før havde givet lån. Resultatet blev en kraftig forøgelse af långivningen, jf. tabel 4.4, side 125, samt tabel 4.9, der viser den kraftige stigning i nettotilgangen af realkreditobligationer i disse år.

På denne baggrund blev der i december 1971 optaget forhandlinger mellem regeringen, Nationalbanken og repræsentanter for institutterne med det formål at nå frem til fælles retningslinjer for institutternes vurderinger mv. Nationalbanken gav herunder udtryk for, at værdiansættelsen af nybyggeri burde baseres på anskaffelsesomkostningerne og værdiansættelsen af andet byggeri på de offentlige ejendomsvurderinger.

Tabel 4.9 Nettotilgang af obligationer (kursværdi)

	Statsobligationer	Realkreditobligationer	Andre obligationer	I alt	Nationalbankens nettokøb		
					Overtagne skibskreditfondobligationer[1])	Andre obligationer[2])	I alt
	Milliarder kroner						
1970	- 0,1	5,7	1,0	6,6	0,9	- 0,5	0,4
1971	- 0,1	9,2	1,0	10,1	1,2	- 0,1	1,1
1972	- 0,2	12,2	1,0	13,0	1,4	- 1,0	0,4
1973	- 0,1	15,6	1,0	16,5	1,2	- 0,8	0,4
1974	- 0,1	15,2	1,0	16,1	1,6	1,0	2,6

Danmarks Nationalbank.

[1]) Nationalbankens køb af Skibskreditfondens B- og C-obligationer til pari.

[2]) Inkl. salg af Skibskreditfondens C-obligationer på markedsvilkår og udtrækninger af Skibskreditfondens B- og C-obligationer.

Efter at være overvejet i en arbejdsgruppe og tiltrådt af de interesserede parter kunne Boligministeriet herefter den 8. februar 1972 udsende sin bekendtgørelse (nr. 28) om realkreditinstitutternes vurdering og låneudmåling.

Der blev heri foretaget en opstramning af de hidtil gældende regler. Udover, at ansættelsen af pantets værdi ikke måtte overstige, hvad der efter instituttets bedste skøn var ejendommens værdi i handel og vandel, skulle der ved værdiansættelsen og låneudmålingen for industri- og landbrugsejendomme også foretages en kreditværdighedsvurdering. Endvidere kunne værdiansættelsen ved nybyggede ejendomme i almindelighed ikke overstige de samlede byggeomkostninger, herunder grundudgifter, og ved eksisterende ejendomme kunne værdiansættelsen i almindelighed ikke overstige den senest ansatte ejendomsværdi med et tillæg, der fastsattes på grundlag af ligningsmyndighedernes salgsstatistik. Altså et regelsæt, der stort set svarede til de forslag, Nationalbanken var fremkommet med.

Tilsynet med overholdelsen af disse regler blev overdraget Realkreditrådet, der stiftedes af institutterne den 3. marts 1972. Rådet blev i denne egenskab suppleret med tre tilforordnede medlemmer udnævnt af boligministeren og kommende fra henholdsvis Boligministeriet, Finansministeriet og Nationalbanken. Fra denne sidste institution deltog Richard Mikkelsen.

Tilsynet blev tilrettelagt på den måde, at Rådet nedsatte tre arbejdsgrupper til at varetage denne opgave, én vedrørende boligejendomme mv., en anden for industrielle og dermed beslægtede ejendomme og en tredje vedrørende landbrugsejendomme. Det offentliges repræsentanter deltog i arbejdet i alle tre grupper, så der var nok at se til.

På basis af ministeriets bekendtgørelse blev der etableret en indberetningsprocedure mv. Det blev herved muligt gennem en ejerskiftestatistik at få et indtryk af konstaterede belåningsprocenter for ejendomme, der var belånt inden for de sidste to år. Der blev endvidere tilrettelagt en procedure for såkaldte „overbudssager". Resultatet af tilsynsvirksomheden blev offentliggjort i Realkreditrådets årlige beretninger.

Tilsynet virkede i knap 10 år. Grundideen var selvjustits, og tilsyneladende virkede det rimelig godt. I hvert fald var man forskånet for sager af den art, som i de sidste år af 1980'erne og i 1990 blev meget plagsomme for de store i branchen. Set på baggrund af de barske kommentarer og vurderinger, der fremkom i den anledning, var de formaninger, som de tre arbejdsgruppers formænd nu og da mandede sig op til, nærmest at sammenligne med konfirmandtaler.

Men dengang var der to forhold, som gjorde livet lettere set fra et tilsynssynspunkt. Det ene var de midlertidige stramninger, som institutterne påførte sig selv, og som senere - fra 1975 - blev afløst af aftalerne med Nationalbanken.

Med virkning fra 1. februar 1973 vedtog Realkreditrådets bestyrelse således at nedsætte vurderingsgrundlaget for nye boligejendomme mv. gennem en reduktion i obligationsbeløbet med ca. 6 pct., og et par måneder senere blev det efter samråd med regeringen og Nationalbanken besluttet at fastholde det pr. 1. april 1973 gældende vurderingsniveau ved låneudmålingen. Endelig blev der indført absolutte lånelofter for lån ydet i nyopførte parcelhuse mv.

Efter at der var indtruffet et fald i påbegyndelserne af nyt boligbyggeri, blev disse begrænsninger ophævet i 1974 med undtagelse af lånelofterne, der dog efterhånden blev forhøjet.

Der blev herefter indgået et aftalesystem med Nationalbanken om begrænsning i obligationsudstedelsen. Gennem disse foranstaltninger blev långivningen stort set holdt på plads igennem 1970'erne.

Det andet forhold, der lettede tilsynsopgaven, var de betydelige prisstigninger på fast ejendom, der i mange år lagde et slør over muligt forekommende udskejelser.

Fra 1. marts 1981 overtoges tilsynsopgaven af Boligstyrelsen under Boligministeriet. Tilsynet blev med virkning fra 1. januar 1990 lagt ind under Finanstilsynet.

Ny bank- og sparekasselov

Ligesom realkreditinstitutterne fik også banker og sparekasser deres lovreform. Dette skete ved lov nr. 199 af 2. april 1974, der bragte sparekasserne på linje med bankerne hvad angår de lovmæssige rammer for forretningsudøvelsen. Loven trådte i kraft den 1. januar 1975.

Initiativet udgik fra sparekasserne, mens bankerne var ganske godt tilfredse med den eksisterende lovgivning[1]).

Vide kredse inden for sparekassesektoren var imidlertid af den opfattelse, at den da gældende lov om sparekasser[2]) var for snæver og pressede derfor på for at få loven ændret. De ønskede, at sparekasserne fik mulighed for at konkurrere med bankerne på mere ligelige vilkår. Kritikerne følte - formentlig med rette - at sparekasserne var ved at tabe terræn til bankerne.

Man opererede med to særskilte love samt særregler for andelskasserne.

Banker og sparekasser havde eneret på at henvende sig til offentligheden om modtagelse af indlån, men sparekasserne måtte ikke drive bankvirksomhed. Bankernes aktivitet var reguleret i bankloven, men de skulle samtidig

---

[1]) Lov nr. 122 om banker af 15. april 1930, jf. lovbekendtgørelse nr. 169 af 15. juni 1956 med senere ændringer.

[2]) Lov nr. 159 om sparekasser af 18. maj 1937, jf. lovbekendtgørelse nr. 8 af 15. januar 1960 med senere ændringer.

iagttage aktieselskabslovens regler i det omfang, disse ikke måtte vige for banklovens bestemmelser. Sparekasserne var organiseret som selvejende institutioner.

Egenkapitalkravet til bankerne var fastsat til 10 pct. af de samlede gælds- og garantiforpligtelser med visse fradrag. Sparekasserne kunne nøjes med 4 pct., men det var samtidig en hovedregel i sparekasseloven, at sparekassernes midler skulle anbringes på betryggende måde. På linje hermed indeholdt loven detaljerede bestemmelser om midlernes anbringelse.

Andelskassernes virksomhed var begrænset til hjemstedssognet med tilgrænsende sogne[1]). De var ikke undergivet offentligt tilsyn, men havde etableret en fælles revisionsordning.

Inden for rammerne af sparekasseloven var der sket en vis glidning over mod bankprægede forretninger, men lovens grænser var nået, og loven blev derfor betragtet som en bremseklods, der hindrede sparekasserne i at yde kunderne samme betjening som bankerne.

Politikerne var lydhøre, og i april 1968 nedsatte handelsminister Knud Thomsen en arbejdsgruppe med daværende afdelingschef i Handelsministeriet, Knud Agbo, som formand med det formål at udarbejde udkast til en ændret lovgivning.

Det blev et centralt punkt i arbejdsgruppens drøftelser, hvordan man kunne forlige ønsket om ensartede forretningsvilkår med den heraf følgende logiske konsekvens, at egenkapitalkravet i så fald måtte være det samme. Bankerne fastholdt, formentlig af taktiske grunde, at 10 pct. var passende. De var meget imod, at dette krav blev udvandet. Selv om en del sparekasser var i stand til at leve op til dette krav, mente arbejdsgruppen ikke, at man realistisk - på dette tidspunkt - kunne anbefale så højt et niveau for sparekasserne som helhed, selv ikke med en lang overgangsperiode.

I arbejdsgruppens beretning fra august 1971[2]) kom indstillingen derfor til at gå ud på, at der fortsat opereredes med to love, at visse konkurrencebegrænsende bestemmelser i sparekasseloven fjernedes, og at egenkapitalkravet til sparekasserne blot blev forhøjet til 5 pct. Bankernes 10 pct. skulle bevares, men til gengæld blev det anbefalet at fjerne en regel om, at bankernes samlede garantiforpligtelser med visse undtagelser ikke måtte overstige 75 pct. af egenkapitalen.

Man var inde på at stille forslag om, som i visse andre lande, at gå over til beregning af egenkapitalkravet på basis af aktiverne opdelt på risikoklasser, men veg tilbage herfor på grund af mulige uheldige konsekvenser for bl.a. er-

---

[1]) De var hermed fritaget for den retlige regulering, der fulgte af lov nr. 156 af 2. maj 1934 om visse spare- og udlånsvirksomheder.

[2]) Beretning afgivet til handelsministeren af arbejdsgruppen vedr. revision af bank- og sparekasseloven, Handelsministeriet, august 1971.

hvervslivets lånemuligheder. Det kunne frygtes, at pengeinstitutterne ville foretrække mindre risikofyldte engagementer.

Under hensyntagen til de deponerings- og udlånsaftaler, der på frivillig basis var indgået mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne, afstod man endvidere fra at stille forslag om, at der i lovgivningen blev givet bemyndigelse til indførelse af kassebindingsregler.

Sparekasserne havde under udvalgsarbejdet gjort gældende, at de ikke havde samme mulighed for at styrke egenkapitalen som bankerne, der kunne foretage aktieemissioner. Det blev derfor tillige foreslået, at såvel banker som sparekasser fik adgang til i et vist omfang at medtage ansvarlig indskudskapital ved beregningen af egenkapitalkravet.

Nationalbanken gik ind for denne mulighed for at få udvalgets arbejde bragt over dette vanskelige punkt, men brød herved med sin traditionelle holdning, nemlig at ansvarlig indskudskapital ikke var et fuldgyldigt alternativ til aktiekapital og reserver, men alene hensigtsmæssig som en midlertidig løsning i rekonstruktionstilfælde.

Efter ønske fra Danmarks Sparekasseforening blev der i arbejdsgruppens udkast til ny sparekasselov indføjet bestemmelser om oprettelse af en lovmæssig sikringsfond for indskyderne. Dette forslag blev ikke medtaget i den efterfølgende lovgivning. I øvrigt blev samme realitet i forhold til indskyderne opnået ved den mangeårige antagelse om, at sektoren selv „rydder op", dvs. at enkelte eller flere sparekasser enten støtter eller overtager nødlidende sparekasser.

Ellers fulgte den nye lov de fleste af arbejdsgruppens anbefalinger. Dog skar Folketinget igennem på det centrale punkt om solvenskravet. Under den efterfølgende politiske behandling viste det sig muligt, bl.a. på grund af en positiv udvikling i sparekassernes egenkapitalforhold, at gøre dækningen ens for banker og sparekasser, nemlig 8 pct.

I konsekvens af disse ændringer blev loven fælles for de to grupper af institutter, der herefter - bortset fra den mildere beskatning af sparekasserne - stort set kun adskilte sig fra hinanden ved navn og organisationsform.

Sænkningen af egenkapitalkravet til bankerne fra 10 pct. til 8 pct. indebar kun en begrænset lempelse, da der samtidig gennemførtes en skærpelse af opgørelsesmetoden.

Minimumskravet til en banks aktiekapital respektive en sparekasses garantikapital blev fastsat til 5 mill.kr. Nationalbanken havde foretrukket 10 mill.kr.

På baggrund af EF's etableringsdirektiv af 28. juni 1973, der skulle efterleves af medlemslandene fra 1975, blev der åbnet op for udenlandske banker og sparekasser til at etablere sig i Danmark i form af datterselskaber eller filialer. Dette havde hidtil ikke været tilladt under henvisning til penge- og valutapolitiske samt tilsynsmæssige forhold. Samtidig fik danske pengeinstitutter tilsvarende adgang til at etablere sig i udlandet.

Som følge af pengeinstitutternes samfundsøkonomiske betydning skærpedes kontrollen med deres virksomhed. Der blev således i lovens pgf. 1 indføjet en bestemmelse om, at banker og sparekasser skal drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god bank- og sparekassepraksis. Tilsynet med Banker og Sparekasser havde dog også hidtil anset sig for berettiget til at vurdere, om dette var tilfældet. Endvidere blev der i pgf. 27 formuleret nogle bestemmelser, der tog sigte på at forebygge, at koncernforbindelse med et pengeinstitut blev misbrugt af personer eller virksomheder, der havde afgørende indflydelse på bankens eller sparekassens dispositioner[1]).

Der blev ved denne lejlighed indført offentlig repræsentation i bankerne, således som det hidtil havde været tilfældet i sparekasserne. Dette punkt indgik ikke i det oprindelige forslag, der blev fremsat af økonomi- og handelsminister P. Nyboe Andersen den 9. januar 1974, men blev indføjet senere på foranledning af et flertal i erhvervsudvalget bestående af repræsentanterne for Socialdemokratiet, Det Radikale Venstre, Centrum-Demokraterne og Socialistisk Folkeparti. Endelig fik ansatte mulighed for at blive repræsenteret i bestyrelserne.

Forberedelsesarbejdet vedrørende loven blev i øvrigt forsinket af den uro, der opstod i sparekassekredse i januar 1973 som følge af fusionsaftalen mellem Privatbanken og ledelsen af Sparekassen Nordjylland. Uroen forplantede sig til regeringen og fagbevægelsen og førte til, at de to parter ophævede aftalen, men samtidig ønskede den daværende handelsminister, Erling Jensen, mere tid til overvejelser inden fremsættelsen af lovforslag. Tiden gik, og det gjorde regeringen også. Det blev derfor P. Nyboe Andersen, der kom til at stå for fremsættelsen af lovforslaget og de forhandlinger, der fulgte heraf.

Specialinstitutter

I 1960'erne opstod der en række nye finansieringsformer, heriblandt factoring og leasing, som kom i politisk søgelys efter sammenbruddet i november 1967 af virksomheden Boss of Scandinavia.

Factoring består i, at factoringselskabet køber en producents eller grossists kundetilgodehavender og samtidig helt eller delvis overtager de funktioner, der er forbundet med debitorstyringen.

Leasing antager hovedsagelig to former. Operationel leasing, hvor producent eller forhandler udlejer maskiner etc. og samtidig har en vis service- og vedligeholdelsespligt over for dem. Og finansiel leasing, hvor leasingselskabet køber maskinerne etc. og udlejer dem til virksomheder, der har brug for

[1]) Foranledningen til disse stramninger var den såkaldte bagmandsrapport udarbejdet af statsadvokat Hervert Grell.

dem, men ikke selv ønsker at købe dem. En særlig form for leasing er den såkaldte skatteleasing, der er baseret på overførsel til den endelige investor af den skattemæssige afskrivningsret på leasingobjektet.

Boss of Scandinavia, der var en sammenslutning af oprindelig fem konfektionsfabrikker, kom ud for alvorlige vanskeligheder, da bankerne lukkede for yderligere lån, men alligevel lykkedes det virksomheden at holde sig oven vande et stykke tid ved hjælp af factoringkredit på i realiteten usolgte varer.

Sammenbruddet og de forudgående manipulationer gav ikke alene genlyd i pressen, men også på Christiansborg, hvor man havde en langstrakt debat om sagen[1]). På baggrund heraf nedsatte Handelsministeriet i juni 1969 et udvalg, der foruden omstændighederne omkring sammenbruddet tillige skulle se på „forholdene omkring den kapital- og kreditformidling til dansk erhvervsliv, der foregår gennem finansierings- og factoringselskaber og lignende virksomheder".

Udvalget, der havde professor, dr.jur. Knud Illum som formand, afgav delbetænkning om disse sidste forhold i november 1971[2]). Udvalgets undersøgelser viste, at kun en meget lille del (1-2 pct.) af den samlede kreditformidling hidrørte fra disse finansieringsformer. På denne baggrund fandt udvalget ikke anledning til at fremkomme med forslag om offentlig kontrol eller regulering. Man fandt heller ikke grundlag for at stille forslag om en regelmæssig statistisk belysning.

Ud over factoring og leasing rettedes blikket også mod andre finansieringsaktiviteter. Der var typisk tale om små specialinstitutter, der ydede finansieringsservice over for privatpersoner f.eks. i forbindelse med køb af varige forbrugsgoder eller erhvervelse af private pantebreve.

Denne trafik var ikke særlig velkommen under forhold, hvor der blev lagt vægt på at undertrykke kreditter til forbrugsformål, men havde på den anden side, bortset fra pantebrevsmarkedet, ikke noget større omfang, og var absolut ikke en trussel mod pengepolitikken, således som det måske var tilfældet i visse andre lande. Nationalbanken tog derfor eksistensen af disse institutter forholdsvis roligt og søgte at dæmpe politisk tilbøjelighed til indgreb, der også kunne ramme den almindelige, organiserede kreditgivning.

En del af institutterne var ejet af pengeinstitutter, der af forskellige grunde (administrative, udvikling af ekspertise, etc.) så en fordel i at lade sådanne aktiviteter foregå i særskilt regi. Det var fælles for dem, at de ikke var undergivet lovgivning og dermed heller ikke tilsyn som f.eks. penge- og realkredit-

---

[1]) Folketingstidende 1968-69 I, sp. 92-94, og Tillæg A I, sp. 229-230, samt Folketingstidende 1968-69 III, sp. 5957-5981, og Tillæg C, sp. 603-604.

[2]) Betænkning nr. 628, 1971.

institutter. Den rent faktiske viden om, hvad der foregik, var derfor meget mangelfuld.

Med henblik på at opnå bedre gennemsigtighed af området nedsatte økonoministeren i oktober 1970 et udvalg, der fik til opgave at „klarlægge behovet for yderligere oplysninger om omfanget af og vilkårene for kreditformidlingen i Danmark. Der må herunder lægges særlig vægt på indsamlingen af oplysninger om de hidtil helt eller delvist ubelyste dele af kreditgivningen". Udvalget, der fik rigsstatistiker N. V. Skak-Nielsen som formand, kom til at arbejde sideløbende med Boss-udvalget.

Udvalget fremkom med en delbetænkning (nr. 616) i juni 1971 om „En statistisk belysning af pantebrevsmarkedet". Det fremgik heraf, at dette marked var vokset betydeligt fra 1965 til 1970. Især udstedelsen af sælgerpantebreve var vokset mærkbart, hvilket bl.a. hang sammen med den stigende ejendomsomsætning kombineret med stærkt stigende ejendomspriser. Udvalget henstillede, at Nationalbankens tinglysningsstatistik blev udbygget bl.a. med det formål bedre at dække udviklingen i sælger- og lånepantebreve. Det anbefaledes endvidere, at der blev tilvejebragt grundlag for mere præcise renteoplysninger vedrørende disse pantebreve.

I den afsluttende delbetænkning fra april 1974 (nr. 707) „En statistisk belysning af forbrugerkreditområdet" gik udvalget ind for, at også forbrugerkreditområdet blev bedre belyst, dels fra de kreditgivende institutioners side, dels ved oplysninger indhentet direkte fra husholdningerne. En undersøgelse gennemført af Danmarks Statistik efter udvalgets anmodning viste i øvrigt, at forbrugerkreditten var stærkt koncentreret på enkelte brancher. Langt hovedparten faldt på automobilbranchen med mindre andele på boligudstyrsbranchen, radio- og TV-branchen samt stormagasiner.

Udvalgets anbefalinger blev fulgt. Således påbegyndte Danmarks Statistik fra og med 1978 en kvartalsstatistik over branchefordelingen af bankers og større sparekassers indenlandske udlån samt over garantier for formidlede udlandslån. Nationalbanken kunne herefter ophøre med en lignende, men ikke så detaljeret statistik, som banken i en årrække havde indsamlet på årsbasis.

Som led i Danmarks Statistiks tilbagevendende omnibusundersøgelser påbegyndtes på Nationalbankens foranledning i 1981 en indsamling af bl.a. forbrugerkreditoplysninger indhentet ved samtaler med husstande. Denne statistik bekræftede ovennævnte billede af forbrugerkreditten som stærkt koncentreret på visse brancher.

Internationale valutaforhold

Efter kursjusteringerne i 1969 var der nogenlunde ro om de europæiske valutaer, mens usikkerheden om dollaren og kapitaludstrømningen fra USA fortsatte.

En særlig begivenhed set med danske øjne var Valutafondens og Verdensbankens årsmøder i september 1970, der blev afholdt i København[1]). Møderne forløb programmæssigt, men de ydre omstændigheder blev usædvanlige som følge af voldsomme gadeoptøjer i den indre by iscenesat af udenlandske militante grupper. Demonstrationerne var især rettet mod Verdensbankens administrerende direktør, den tidligere amerikanske forsvarsminister, Robert McNamara. Optøjerne kom ikke uventet. Det danske politi var velforberedt.

Årsagen til uroen om dollaren var den amerikanske pengepolitik, der lempedes kraftigt fra begyndelsen af 1970 med det formål at stimulere den indenlandske økonomiske aktivitet. Rentefaldet blev voldsomt. Eksempelvis faldt renten af 3-måneders amerikanske skatkammerbeviser fra 8 pct. til 3½ pct. i løbet af godt et års tid frem til marts 1971. Renten af euro-dollarindskud faldt ligeledes stærkt. Herved kom den amerikanske korte rente til at ligge klart under den korte rente i andre store industrilande, herunder Vesttyskland, uanset at der også her blev foretaget visse nedadgående justeringer.

I slutningen af april 1971 antog spændingerne en kriseagtig karakter. Den tyske Forbundsbank, der havde forsøgt at stabilisere dollarkursen, trak sig ud af valutaterminsmarkedet, for nogle dage senere helt at lukke af for valutahandelen. Tyskland valgte herefter med virkning fra den 10. maj midlertidigt at gøre D-marken flydende. Reaktionerne i andre lande var forskellige. Holland fulgte Tysklands eksempel.

I august 1971 blev presset mod dollaren så stærkt, at den amerikanske regering følte sig tvunget til at gribe ind. I det program, der i den anledning blev forelagt af præsident Richard Nixon, indgik en *suspension af dollarens guldindløselighed* samt forslag om, at der blev igangsat et arbejde med det formål at opnå en forbedring af det internationale valutasystem. Herudover søgtes dollaren styrket på forskellig vis, bl.a. ved indførelse af en midlertidig importafgift på 10 pct.

Igen måtte valutamarkederne lukkes, og da de genåbnedes den 23. august 1971, havde endnu en række lande bestemt sig for flydning. Frankrig og Japan holdt sig stadig uden for denne gruppe af lande.

Det valutasystem, der ved afslutningen af den anden verdenskrig var bygget op omkring Den Internationale Valutafond, og som hvilede på dollarens omvekslelighed med guld og på faste kurser for andre valutaer inden for et udsving på 1 pct. på hver side af dollarpariteten, var hermed i realiteten brudt sammen.

Den danske krones pariværdi blev ikke ændret, men interventionskursen for køb af dollar blev suspenderet.

---

[1]) Mødestedet var det daværende Bellacenter ved Bellahøj.

I den følgende tid blev der udfoldet livlig aktivitet inden for det internationale finansielle diplomati for at råde bod på skaderne. På møder i Washington i 10-landegruppen i dagene 17.-18. december 1971 nåede man frem til en løsning, den såkaldte *Smithsonian-aftale.*

Dollaren blev devalueret i forhold til guld med 7,89 pct. svarende til en forhøjelse af guldprisen fra 35 dollars til 38 dollars pr. ounce. Andre valutaer revalueredes i gennemsnit med ca. 2 pct. For Japans vedkommende blev den effektive opskrivning, dvs. kursændringen korrigeret for andre landes kursændringer, så høj som 13,6 pct. For Tysklands vedkommende var den effektive opskrivning 5,7 pct.

I lys af den forholdsvis store amerikanske devaluering valgte Sverige, der var medlem af 10-landegruppen, at devaluere den svenske krone i forhold til guld med 1 pct. Danmark og Norge foretrak en uændret guldparitet. En devaluering af så ringe et omfang var uden reel betydning, men efter at Norge havde besluttet at følge Sverige, gjorde Danmark det også. Der havde forinden været forskellige kontakter på nordisk plan, bl.a. mellem statsministrene Jens Otto Krag, Trygve Bratteli og Olof Palme.

De nye kurser blev anmeldt som centralkurser, der ikke var bindende over for Valutafonden, og interventionsgrænserne blev udvidet til 2¼ pct. på hver side af disse kurser.

Ved aftalerne genetableredes således - midlertidigt - den del af valutafondsystemet, der bestod i, at valutaerne skulle fastholdes inden for bestemte, men nu udvidede margener i forhold til dollarpariteten. Udvidelsen fra 1 pct. til 2¼ pct. indebar, at kursforholdet mellem andre valutaer end dollar kunne variere indtil 4½ pct. på hver side af de indbyrdes pariteter.

Der indtrådte herefter en afspænding på valutamarkederne, dog med visse undtagelser. Bl.a. kunne det engelske pund ikke holde til at være blevet opskrevet i forhold til dollaren og blev med virkning fra den 23. juni 1972 gjort flydende.

Dette gav anledning til en vis turbulens i det danske marked, jf. herom nedenfor under omtalen af det europæiske valutasamarbejde.

I slutningen af 1972 og i begyndelsen af 1973 gik det løs igen. Der opstod fornyet pres mod dollaren og kraftig tilstrømning af kapital især til Tyskland og Japan. Man fik den såkaldte *Februarkrise.* Efter forhandlinger med andre større valutalande traf den amerikanske regering den 12. februar 1973 beslutning om at devaluere dollaren med 10 pct. over for SDR. Ved denne lejlighed besluttede også Japan og Italien at lade deres valutaer flyde.

Igen var reaktionerne blandede. På nordisk plan blev den danske og den norske centralkurs holdt uændret, mens Sverige og Finland devaluerede med 5 pct. og Island med 10 pct. De nordiske valutamarkeder genåbnedes den

15. februar. Den danske beslutning afspejlede tilknytningen til EF og dermed til de stærkere EF-valutaer.

Der gik imidlertid kun få dage, før vanskelighederne igen tårnede sig op. Presset mod dollaren fortsatte, og alene den 1. marts 1973 måtte de centralbanker, der deltog i EF-valutakurssamarbejdet, foretage støttekøb af dollars på 4 mia.$ for at holde kursen inden for interventionspunkterne. Den 2. marts blev den officielle valutahandel derfor nok en gang suspenderet. Februarkrisen blev afløst af *Martskrisen*.

Der blev herefter ført forhandlinger først mellem EF-landene indbyrdes, og nogle dage senere i 10-landegruppen udvidet med bl.a. Danmark, der ikke var ordinært medlem af denne gruppe. Resultatet blev en revaluering af D-marken med 3 pct. og suspension af margenen for dollarens udsving over for de europæiske „slangevalutaer". Derimod bibeholdtes de 2¼ pct. som den højeste spændvidde mellem den stærkeste og svageste af disse valutaer.

Der blev udøvet pres mod USA for at deltage aktivt i interventionspolitikken respektive at yde kurssikring af de dollarbeholdninger, som de europæiske centralbanker erhvervede gennem deres interventioner, men uden resultat.

Der var herefter etableret en almindelig flydning mellem dollaren og andre vigtige valutaer respektive valutagrupperinger. Som følge heraf forsvandt de kriseagtige situationer, men til gengæld forøgedes størrelsen af kursudsvingene.

Efter en voldsom nedtur i sommermånederne 1973, hvor dollaren blev støttet af andre centralbanker, rettede dollaren sig i slutningen af oktober efter de kraftige olieprisforhøjelser. Som følge af en høj selvforsyningsgrad var USA mindre sårbar over for disse forhøjelser end de fleste andre lande. Endvidere steg efterspørgslen efter dollars, da en væsentlig del af oliehandelen blev finansieret og betalt i dollars.

I begyndelsen af 1974 kunne USA herefter påbegynde en afvikling af de restriktioner, der tidligere var pålagt kapitaleksporten til andre lande, herunder renteudligningsskatten.

De *officielle guldreserver* skabte et særligt problem. Der opnåedes enighed om, at bestemmelserne om guld i valutafondoverenskomsten burde udgå, men ellers var meningerne delte. USA ønskede, at guldets rolle som monetært aktiv i hvert fald ikke blev styrket, mens andre lande ikke uden videre ville afskrive sig retten til på en eller anden måde at mobilisere deres guldreserver. Det er klart, at især lande med forholdsvis store guldbeholdninger, som f.eks. Frankrig og Italien, var meget optaget af denne problemstilling.

På et finansministermøde i Zeist i Holland i april 1974 under ledelse af

den hollandske finansminister, Willem Duisenberg, nåede EF-landene til enighed om, at centralbankerne indbyrdes skulle kunne købe og sælge guld til den pris, parterne kunne blive enige om. Der havde forinden været ført grundige drøftelser mellem EF-landenes centralbanker om denne sag. Et par måneder senere var der i 10-landegruppen tilslutning til, at centralbankerne tillige skulle kunne belåne deres guldreserver til en frit aftalt værdi.

Det var et væsentligt led i den internationale forståelse af dette problem, at der ikke skete nogen stigning i de samlede monetære guldbeholdninger.

Olieprisforhøjelserne skabte i begyndelsen nærmest en panikagtig stemning på grund af den store usikkerhed om konsekvenserne.

Der var enighed om, at forhøjelserne ville virke depressivt på verdensøkonomien og samtidig øge inflationen, hvilket også skete i løbet af det næstfølgende par år. Den generelle reaktion var en lempelse af den økonomiske politik for at bygge bro til de bedre tider, der forhåbentligt snart ville vise sig igen.

Det var et åbent spørgsmål, om det internationale banksystem kunne klare de betalings- og finansieringsopgaver, der fulgte af de store pengebeløb, der herefter skulle overføres til de olieproducerende lande. Det viste sig, at det kunne man. De ordinære markeder fungerede uden besvær også under disse forhold. Det hjalp, at den internationale likviditet forøgedes betydeligt i disse år, og overgangen til fri flydning for de store valutaer gav færre spændinger i valutasystemet, end man kunne have frygtet under de tidligere forhold.

Følgerne af olieprisforhøjelserne blev således mindre dramatiske end først antaget. Ved de yderligere endnu kraftigere forhøjelser i 1979 var inflationsbekæmpelsen kommet i højsædet. Der blev derfor ikke ført samme lempelige politik som i årene efter 1973. De olieimporterende lande havde samtidig lært at spare på energiforbruget og at tage andre energikilder i anvendelse. Som det fremgår af figur 4.1, side 119, kunne olieprisforhøjelserne da heller ikke holde.

Europæisk valutasamarbejde

Fra 1972 kom hovedvægten i Danmarks valutapolitik til at ligge i det europæiske valutasamarbejde. Danmark blev knyttet til dette samarbejde allerede i foråret 1972, altså endnu inden EF-medlemskabet trådte i kraft den 1. januar 1973.

De gamle „Seks" havde i nogen tid arbejdet med integrationsspørgsmålet på basis af Haag-deklarationen fra december 1969, hvori regeringscheferne udtrykte vilje til „hurtigt at fremskynde den videre udbygning, som er nødvendig for styrkelsen af Fællesskabet og for dets udvikling til en økonomisk union".

I oktober 1970 forelå der en rapport herom fra et udvalg, der havde Luxembourgs stats- og finansminister, Pierre Werner, som formand.

På dette grundlag vedtog Rådet den 22. marts 1971 en resolution, hvori der udtryktes politisk vilje til i løbet af de næste ti år at gennemføre en økonomisk og monetær union. Ifølge resolutionen skulle Fællesskabet ved afslutningen af denne proces danne „et selvstændigt valutarisk område i det internationale system, karakteriseret ved fuldstændig og uigenkaldelig konvertibilitet mellem valutaerne, afskaffelse af valutakursernes svingningsmargener og fastlæggelsen af uforanderlige valutapariteter - betingelser, der er uundværlige for skabelsen af en fælles møntenhed - og omfattende et centralbanksystem på fællesskabsplan"[1]).

Disse tanker blev bekræftet i en deklaration fra det europæiske topmøde i Paris den 19.-21. oktober 1972, hvor også regeringscheferne fra de tiltrædende lande, Danmark, England og Irland, deltog.

Af forskellige grunde, heriblandt krisen omkring det internationale valutasystem og den senere oliekrise, blev uret imidlertid stillet i stå.

Med inspiration fra Werner-rapporten enedes man dog om som et første skridt at søge udsvingene mellem medlemslandenes valutakurser indsnævret og i forbindelse hermed at etablere en europæisk fond for monetært samarbejde.

Det gik Centralbankchefkomiteen herefter i gang med. Der kom for alvor skub i arbejdet efter Smithsonian-aftalen i december 1971, der udvidede det tilladte udsving omkring dollarpariteterne fra 1 pct. til 2¼ pct. Der blev hermed skabt mulighed for udsving på indtil 9 pct. mellem EF-valutaerne indbyrdes. Dette var for meget og ville skabe problemer, ikke mindst for den fælles landbrugspolitik.

Resultatet af overvejelserne blev et system, hvor afstanden mellem medlemslandenes valutakurser til enhver tid højst måtte udgøre 2¼ pct.[2]), dvs. den totale udsvingsmulighed - i tilfælde, hvor to valutaer skiftede plads i systemet fra top til bund og fra bund til top - blev indsnævret til 4½ pct.

Der blev samtidig udarbejdet detaljerede regler for intervention og afregning. Man enedes endvidere om, at centralbankerne skulle yde hinanden uindskrænkede kortfristede kreditter ved intervention på yderpunkterne. Herudover blev der etableret et kortfristet bistandssystem i centralbankregi samt en statslig ordning for finansiel bistand på mellemlang sigt.

Systemet, der også populært blev kaldt for *valutaslangen*, fordi kurserne ind-

---

[1]) I tilslutning hertil opfordredes EF-centralbankerne ved en beslutning af samme dato til at samordne deres penge- og kreditpolitik i Centralbankchefkomiteen.

[2]) Holland og Belgien videreførte en tidligere indgået Benelux-aftale om at begrænse kursudsvingene mellem belgiske franc og hollandske gylden til 1½ pct.

til den 19. marts 1973 kunne „sno sig" inden for de ydre margener, der fulgte af interventionsgrænserne over for dollar, også kaldet „tunnelen", blev sat i kraft den 24. april 1972. Danmark, England og Irland tilsluttede sig den 1. maj og Norge den 23. maj. Norge fortsatte sin tilknytning efter det norske nej til EF-medlemskab. Sverige tilsluttede sig den 19. marts 1973.

I april 1973 oprettedes Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde. Fonden, der lededes af et forvaltningsråd bestående af Centralbankchefkomiteens medlemmer, fik i realiteten kun begrænsede opgaver. Den væsentligste bestod i at være bogføringscentral - på basis af den europæiske afregningsenhed - for de centralbankmellemværender, der opstod som følge af interventioner i systemet. Endvidere overtog fonden forvaltningen af det kortfristede bistandssystem og af det kreditarrangement, der var knyttet til interventionssystemet.

Mens interventionsmekanismen mv. samt det kortfristede bistandssystem hvilede på en centralbankaftale, var Den Europæiske Fond et EF-organ og således underlagt Rådets kompetence. Kommissionen var da også repræsenteret i fondens forvaltningsråd. Endvidere var afregningsenheden fastlagt ved en rådsvedtagelse.

Der opstod hurtigt problemer. Som tidligere nævnt kom det engelske pund i juni 1972 endnu en gang ud for et betydeligt pres. Den engelske regering valgte at lade pundet flyde med det resultat, at England efter blot to måneders medlemskab måtte træde ud af samarbejdet. England fik følgeskab af Irland, hvis valuta dengang var nært knyttet til det engelske pund. Italien fortsatte samarbejdet, men fik i en periode på tre måneder adgang til at intervenere i dollars, også når kursen på lire lå inden for den snævre båndbredde. Denne undtagelsesstilling blev senere forlænget til udgangen af 1972.

Det engelske skridt skabte en betydelig mødeaktivitet ude og hjemme, hjemme med statsminister Jens Otto Krag i centrum for forhandlingerne, stort set som ved devalueringen i november 1967. I samtalerne med regeringen gav Nationalbanken udtryk for, at i tilfælde af flydning, hvad banken ikke ville tilråde, kunne der ventes et fald i kronekursen på 5-10 pct.

Valutamarkederne blev lukket fredag den 23. juni og mandag den 26. juni. Lørdag den 24. juni blev der afholdt møder i Paris i henholdsvis Den Monetære Komité og i Centralbankchefkomiteen.

Søndag den 25. juni afholdtes møde på Marienborg mellem repræsentanter for regeringen og Nationalbankens direktion. Ved denne lejlighed var også SF-folketingsmedlemmerne Sigurd Ømann, Morten Lange og Gert Petersen til stede. Det væsentligste problem var spørgsmålet om flydning eller ikke flydning. Også denne gang var det Jens Otto Krags umiddelbare reaktion, at Danmark burde følge England fuldt og helt, et standpunkt han se-

nere opgav. Der blev foreløbig truffet beslutning om at fastholde kronens paritet, men at forlade „slangen", idet kronekursen dog skulle holdes inden for „tunnelen". Dette ville give lidt større bevægelsesfrihed i valutamarkedet, indtil Danmarks medlemskab af EF blev afklaret ved folkeafstemningen senere på året. Der skulle endvidere gennemføres en stramning af penge- og finanspolitikken.

Mandag den 26. juni afholdtes der konsultationer i Luxembourg mellem fællesmarkedslandene og de fire ansøgerlande om situationen. Da det ikke lykkedes for Danmark at opnå en ordning svarende til den italienske, blev det tirsdag morgen besluttet at iværksætte planen fra Marienborg.

Til støtte for beslutningen forhøjede Nationalbanken diskontoen fra 7 pct. til 8 pct. med virkning fra den 28. juni, pengeinstitutternes lånemuligheder i Nationalbanken begrænsedes, og regeringen bebudede, at de igangværende bestræbelser for at gennemføre besparelser på statsbudgettet skulle intensiveres.

Bortset fra nogle få dage efter genåbningen af valutamarkedet holdt kronen sig i den følgende tid - uanset de større udsvingsmuligheder - inden for slangens ydergrænser.

Den 10. oktober 1972, dvs. en uges tid efter folkeafstemningen den 2. oktober, genindtrådte Danmark i valutasamarbejdet. Italien forlod systemet i februar 1973 for først at gå ind igen i forbindelse med etableringen af Det Europæiske Monetære System - EMS - i 1979, men da med en udsvingsmargen på 6 pct. Irland indtrådte ligeledes på ny ved etableringen af EMS. Derimod skulle der gå 18 år, før England kom ind igen[1]).

Valutasamarbejdet gik en urolig tid i møde. Baggrunden var dollarens svaghed, som i marts 1973 førte til, at interventionsgrænserne over for dollar blev opgivet, hvorefter slangens placering i forhold til dollar blev bestemt af markedskræfterne og af slangevalutalandenes samlede intervention i dollars.

For at mindske den spænding i systemet, der fulgte af den fælles flydning, blev D-marken den 19. marts 1973 revalueret med 3,0 pct. og den 29. juni yderligere med 5,5 pct. Den 17. september revalueredes den hollandske gylden med 5,0 pct. med det formål at bremse op for det hollandske betalingsbalanceoverskud og samtidig at bidrage til inflationsbekæmpelsen. Den norske revaluering i november samme år var ligeledes led i inflationsbegrænsende foranstaltninger.

Den 19. januar 1974 trådte Frankrig ud af systemet, kom ind igen den 10. juli 1975, men forlod det atter den 15. marts 1976 for først igen at tilslutte sig i 1979 ved etableringen af EMS.

---

[1]) I mellemtiden var Englands fortsatte medlemskab af EF blevet bekræftet ved en folkeafstemning den 5. juni 1975.

Alle var enige om, at det for stabiliteten i systemet var vigtigt, at der kom resultater ud af det økonomisk-politiske samarbejde, der i februar 1974 blev lagt ind i fastere rammer ved gennemførelsen af direktivet om „Stabilitet, vækst og fuld beskæftigelse i Fællesskabet" og rådsbeslutningen om „Gennemførelse af høj grad af overensstemmelse inden for den økonomiske politik i Det europæiske økonomiske Fællesskabs medlemsstater". Men olieprisforhøjelserne og den heraf følgende accelererende inflation samt de besværlige genforhandlinger af de engelske medlemsvilkår gjorde det i mange år vanskeligt at give disse målsætninger et reelt indhold.

Meget kom derfor til at hvile på det rene penge- og valutapolitiske samarbejde, og her var der en række centrale punkter, som gav anledning til uafladelig diskussion og også – i de første mange år – til en del uenighed.

Det gjaldt således rentepolitikken, hvor hensynet til niveauet over for dollaren ofte kom i konflikt med hensynet til roen i systemet.

Endvidere var der oprindelig en tilbøjelighed til at bremse fald inden for båndbredden af frygt for, at der ellers kunne opstå yderligere spekulation imod den pågældende valuta. Senere blev der stort set enighed om, at netop udnyttelsen af båndbredden var et af midlerne til at „straffe" spekulanter og dermed afværge spekulation.

Endelig var der igennem årene megen diskussion om intramarginal intervention ved anvendelse af andre medlemslandes valutaer, hovedsageligt D-mark. Dette var Den tyske Forbundsbank ikke meget for, men modificerede dog sin holdning i begyndelsen af 1974, i øvrigt efter forslag fra nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer om mere smidige regler på området. Der blev herefter på bilateral basis etableret visse, om end snævre, rammer for de beløb i D-mark, der kunne anvendes til dette formål.

5. 1975-1982

Øget uligevægt

Den økonomiske udvikling undergik i disse år en betydelig forværring især forårsaget af de to oliekriser og de heraf følgende depressive tendenser i verdensøkonomien. Det umiddelbare resultat blev i begge tilfælde en drastisk forringelse af bytteforholdet over for udlandet, således som det fremgår af figur 5.1 næste side, med heraf følgende ekstra belastning af betalingsbalancen.

Efter nedturen oven på de første olieprisforhøjelser i 1973-74 kom der igen gang i økonomien, men fremgangen var skrøbelig og standsede brat efter de nye olieprisforhøjelser i foråret 1979. Ledigheden mere end fordobledes fra 1974 til 1975, og i de første år af 1980'erne steg den yderligere til niveauet 10 pct. målt i forhold til arbejdsstyrken. Den stærke opgang i priser og omkostninger, der var et træk, som Danmark havde tilfælles med mange andre lande, fortsatte, og det samme gjorde underskuddene på betalingsbalancens løbende poster, jf. den ligeledes følgende tabel 5.1.

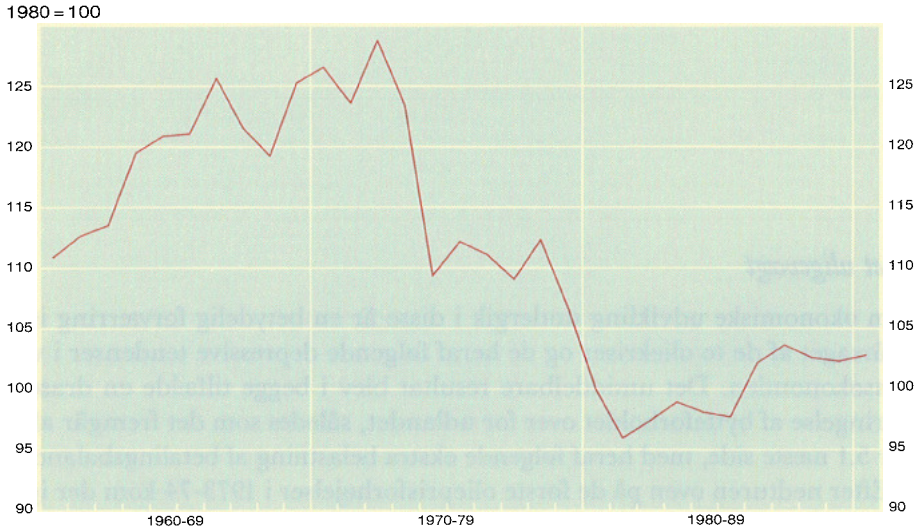
På denne baggrund forsøgte regeringen Anker Jørgensen, der afløste Venstre-regeringen i februar 1975, på forskellig vis at styrke produktion og beskæftigelse.

I sommeren 1975 blev der således oprettet en fond med det formål „at yde finansiel bistand til virksomheder af særlig betydning for erhverv og beskæftigelse, der som følge af konjunkturnedgang rammes af midlertidige afsætningsvanskeligheder, som nødvendiggør en ekstraordinær kapitaltilførsel for at sikre virksomhedens videreførelse, eller giver anledning til en sådan nedgang i virksomhedens egenkapital, at denne vil blive utilstrækkelig for virksomhedens fortsættelse". Den noget knudrede formulering dækkede over de mange praktiske problemer, der nødvendigvis måtte være forbundet med et projekt af denne art.

Da loven om fonden[1]) kun blev vedtaget med et knebent flertal, fandt Nationalbanken det ikke muligt umiddelbart at yde støtte til fondens virksomhed, men indtog en afventende holdning. Banken var i øvrigt af den opfat-

[1]) Lov nr. 315 af 26. juni 1975 om oprettelse af en fond til midlertidig finansieringsbistand til konjunkturramte erhvervsvirksomheder.

Figur 5.1 Bytteforhold i udenrigshandelen 1960-1990



Danmarks Statistik.

telse, at der var tale om en opgave, som det almindelige banksystem måtte kunne klare, og at kriterierne for fondens bistand ville blive vanskelige at administrere.

Fondens kapital blev tilvejebragt ved et indskud fra statskassen på 100 mill.kr., der skulle danne grundlag for udlån mv. i en toårig periode indtil 1. juli 1977. Bestyrelse og administration blev henlagt til Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk.

Fonden, der fik navnet „Bistandsfonden for Erhvervsfinansiering", nåede at yde støtte til i alt 20 virksomheder med et samlet beløb på 89 mill.kr. Heraf måtte knap halvdelen afskrives som tabt. På grund af rentetilskrivning mv. led staten dog intet kapitaltab. Der var således tale om en foranstaltning af beskeden rækkevidde.

Så var det af langt større betydning, at man undlod besparelser på statsbudgettet i det omfang, der ellers var planlagt året før til dækning af provenutabet ved de da gennemførte skattenedsættelser. Holdningen til finanspolitikken fremgik af statsministerens udtalelser i Folketinget den 20. februar 1975 om det stigende underskud på statsbudgettet: „Denne udvikling i statsfinansernes balance er imidlertid forsvarlig i den nuværende økonomiske situation, hvor det fremtrædende problem som bekendt er en alt for stor arbejdsløshed"[1]).

[1]) Folketingstidende 1974-75, 2. samling I, sp. 237-245.

Tabel 5.1 Betalingsbalance, kapitalbevægelser og international likviditet

	Betalingsbalancens løbende poster	Registrerede kapitalbetalinger		Uregistrerede kapitalbevægelser samt fejl og udeladelser	Ændringer i Danmarks internationale likviditet[1])	Danmarks internationale likviditet ultimo[2])
		Private	Offentlige			
	Milliarder kroner					
1975	- 3,2	- 0,4	0,9	0,7	- 2,0	6,1
1976	- 13,1	2,5	10,2	0,7	0,3	6,6
1977	- 12,1	10,2	9,0	- 1,5	5,6	12,6
1978	- 8,3	6,1	7,9	- 0,2	5,5	17,0
1979	- 16,1	12,0	5,7	- 0,9	0,7	22,4
1980	- 13,4	4,2	10,0	- 2,6	- 1,8	25,7
1981	- 12,3	0,7	8,9	- 2,4	- 5,1	23,6
1982	- 19,2	- 5,4	25,6	- 3,5	- 2,5	25,2

Danmarks Nationalbank.
[1]) Ekskl. kursregulering.
[2]) Se note 2 til tabel 4.1.

Endelig blev der ved septemberforliget 1975[1]) gennemført en række yderligere aktivitetsstimulerende foranstaltninger, herunder en midlertidig momsnedsættelse fra 15 pct. til 9,25 pct. („mimsen"), frigivelse af den i efteråret 1974 opkrævede bundne opsparing samt forskellige investeringsfremmende støtteordninger.

Strategien gik - ligesom i mange andre lande - ud på at holde økonomien oppe, indtil den forventede forbedring af de internationale konjunkturforhold igen kunne skabe basis for økonomisk vækst.

Resultatet blev en kraftig dansk ekspansion i 1976 ledsaget af en voldsom stigning i importen med heraf følgende forringelse af betalingsbalancen. De problemer, der fulgte, skærpedes af den internationale valutauro, der smittede af på Danmark i form af et stærkt pres mod kronen.

Der måtte derfor sadles om. Dette skete ved det politiske forlig i august 1976[2]), som indebar en delvis finanspolitisk genopretning i form af budgetbesparelser samt afgiftsforhøjelser svarende til ca. 3½ pct. af det samlede private forbrug, men dog samtidig ledsaget af mindre lettelser i den direkte beskatning.

Herudover blev der gennemført visse indkomstpolitiske foranstaltninger. Det var således ved denne lejlighed, at der blev truffet beslutning om inde-

[1]) Indgået mellem Socialdemokratiet, Venstre, Det Radikale Venstre, Kristeligt Folkeparti og Centrum-Demokraterne.
[2]) Indgået mellem Socialdemokratiet, Det Radikale Venstre, Centrum-Demokraterne og Kristeligt Folkeparti med støtte fra Det Konservative Folkeparti.

frysning af dyrtidsportioner ved indbetaling fra staten til Arbejdsmarkedets Tillægspension, såfremt prisudviklingen udløste mere end én dyrtidsportion ved hver halvårsregulering i overenskomstårene 1977-78 og 1978-79[1]). De pågældende midler blev senere overdraget til Lønmodtagernes Dyrtidsfond, der oprettedes den 1. april 1980.

At forholdene på arbejdsmarkedet var besværlige fremgår af det forhold, at Folketinget måtte gribe ind i overenskomstsituationen i 1975, 1977 og 1979. Ved de to første lejligheder blev mæglingsmandens forligsskitse ophøjet til lov, og i 1979 forlængedes de gældende overenskomster i to år med visse ændringer.

Balanceproblemerne var ondartede. I redegørelsen „Dansk Økonomi", april 1976, blev de af Det Økonomiske Råds formandskab betegnet som „de vanskeligste i efterkrigstiden". Hvad angik løsninger troede formandskabet ikke meget på, at dansk økonomi ville blive trukket op af et snarligt internationalt konjunkturopsving. Som før lagde man vægt på indkomstpolitiske foranstaltninger, altså egne, nationale initiativer.

I „Økonomisk Oversigt" fra marts 1976 anlagde Det Økonomiske Sekretariat en tilsvarende linje. Det blev fremhævet, at en varig forbedring af betalingsbalancen og beskæftigelsen „i afgørende grad beror på, at stigningen i det danske omkostningsniveau holdes nede på et lavt niveau i en længere periode".

I de afsluttende bemærkninger i Nationalbankens årsberetning fra 1976 var tonen den samme - „Det er ... helt afgørende, at de igangværende bestræbelser på at opnå en yderligere begrænsning af stigningstakten i pris- og omkostningsniveauet realiseres, og at denne linje fastholdes i en årrække". Nationalbanken lagde samtidig vægt på den efterspørgselsregulering, der lå i en stram finanspolitik.

Efter stramningen i august 1976 blev finanspolitikken imidlertid igen stort set vækst- og beskæftigelsesorienteret gennem en forøgelse af det offentlige forbrug. På baggrund af den høje indenlandske rente fik erhvervslivet som led i august-forliget i 1977[2]) adgang til at optage lavtforrentede, kurssikrede udlandslån - de såkaldte K-lån - inden for en ramme af 250 mill.kr., jf. herom senere.

SV-regeringen, der tiltrådte i august 1978, lagde ud med et 20-punkts program til forbedring af statsfinanserne og formindskelse af pris- og omkost-

[1]) Det formelle grundlag herfor blev lov nr. 230 af 2. juni 1977 om midlertidig indbetaling fra staten til Arbejdsmarkedets Tillægspension af visse dyrtidsportioner.

[2]) Indgået mellem Socialdemokratiet, Det Konservative Folkeparti, Venstre og Det Radikale Venstre.

ningsstigningerne. Efter olieprisforhøjelserne i foråret 1979 blev der medio året gennemført en kraftig forhøjelse af afgifterne på energi mv. Der blev samtidig truffet beslutning om besparelser på statsbudgettet og at søge kommunernes udgiftsstigninger reduceret.

Olieprisforhøjelserne gav atter problemer. I modsætning til situationen efter forhøjelserne i 1973-74 var de toneangivende lande denne gang ikke indstillet på at imødegå virkningerne ved en ekspansiv økonomisk politik, som ellers havde medført ganske høje vækstrater i årene 1976-79. Inflationsbekæmpelsen kom i højsædet og med den en meget stram pengepolitik. Der fulgte herefter nogle år - indtil og med 1982 - med svage vækstrater de fleste steder. De internationale forudsætninger for udviklingen i dansk økonomi blev således ikke de allerbedste.

Den nye socialdemokratiske mindretalsregering, der dannedes i oktober 1979, spillede måneden efter ud med et pris- og avancestop samt noget så ekstraordinært som et forbud mod, at forsikringsselskaber og pensionskasser i resten af året ydede lån, herunder lån mod pant i fast ejendom. For samme tidsrum blev der sat stop for tinglysning af ejerpantebreve, der tjente forbrugsformål. Endvidere indledtes en aktiv devalueringspolitik ved nedskrivning af kronen over for de øvrige valutaer i EMS med 5 pct., jf. herom senere. I december udhuledes dyrtidsreguleringen, og der gennemførtes visse yderligere stramninger af finanspolitikken.

Formålet var betalingsbalancen, der efter mange års underskud havde medført en kraftig stigning i Danmarks gæld til udlandet. Dette fik fhv. finansminister Knud Heinesen til i et TV-interview et par dage efter sin afgang den 26. oktober 1979[1]) at starte *afgrundsdebatten*. Som ansvarlig for den offentlige låntagning havde Knud Heinesen tidligere haft den - formentlig ubehagelige - opgave at skulle forklare de udenlandske bankhuse, hvorfor Danmark år ud og år ind måtte søge om lån og kreditter. Der kunne derfor være behov for af hensyn til den indre opinion og ikke mindst de mange lønmodtagere, der måtte lægge ryg til, at beskrive situationen med et ordvalg, der var let fatteligt.

Alligevel efterlyste pressen en nærmere forklaring. Den rykkede nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer ud med ved i en kronik i Berlingske Tidende den 10. januar 1980 at beskrive de seks trin ned i dybet, hvoraf vi allerede havde betrådt de to første og var ved at sætte foden på det tredje.

I en kommentar i dagbladet Aktuelt den 12. januar 1980 betegnede skatte- og afgiftsminister Karl Hjortnæs disse udtalelser som „fornærmende". Der blev hermed lagt op til slagsmål for åbent tæppe. Det kom til et samråd om

[1]) Knud Heinesen, der blev afløst af Svend Jakobsen som finansminister, vendte tilbage til finansministerposten den 30. december 1981.

„sagen" i Folketingets økonomisk-politiske udvalg den 17. januar 1980, hvor statsministeren – ifølge referater i dagspressen den følgende dag – erklærede sig enig i Nationalbankens vurdering med en, som det blev udtrykt i dagbladet Politiken, „kammeratlig begmand til Hjortnæs".

Fra Nationalbankens side blev der gang på gang peget på nødvendigheden af, at der i en årrække blev udvist stærk tilbageholdenhed i den nominelle indkomststigning og i det offentliges aktivitetsudvidelse. Således også i bankens årsberetning for 1980, hvor det blev nævnt, at der på det dilemma, dansk økonomi befandt sig i, ikke fandtes nogen enkel snuptagsløsning.

Devalueringspolitikken blev en forholdsvis kort afbrydelse af den fastkurspolitik, der ellers i mange år havde været en hjørnesten i Danmarks økonomiske politik. Der indtraf et betydeligt fald i kronens effektive kurs, som sammen med den mere beherskede omkostningsudvikling førte til en kraftig forbedring af konkurrenceevnen. Lønmodtagernes disponible realindkomster faldt med ca. 9 pct. fra 1979 til 1981 og var i 1982 nærmest stagnerende.

Betalingsbalancen viste herefter faldende underskud i 1980 og 1981. Vare- og tjenestebalancen svingede endda om til overskud for første gang i flere år,

Tabel 5.2 Statsfinanser 1975-1982

	Drifts-, anlægs- og udlånsbudget (netto)	Afdrag på statsgæld mv.[1])	Bruttokasseoverskud	DAU i procent af BNP
	Milliarder kroner			
1975	- 6,9	3,8	- 10,7	- 3,2
1976	- 6,4	3,7	- 10,1	- 2,6
1977	- 5,8	3,2	- 9,0	- 2,1
1978	- 12,1	4,1	- 16,2	- 3,9
1979	- 11,7	25,1	- 36,8	- 3,4
1980	- 17,1	32,0	- 49,1	- 4,6
1981	- 32,9	32,5	- 65,4	- 8,1
1982	- 48,4	33,5	- 81,9	- 10,4

Finansministeriet.
[1]) Inkl. beholdningsbevægelser.

men rentebetalingerne til udlandet var steget så stærkt, at det samlede resultat på betalingsbalancen fortsat var negativt.

Linjen kunne imidlertid ikke holde. Arbejdsløsheden forøgedes, og ved forlig i maj 1981 og med vedtagelsen i juni 1982 af marts-pakken fra samme år blev erhvervs- og beskæftigelsesplanen strammet op med det resultat, at finanspolitikken, der ellers var blevet skærpet fra 1979, atter blev ekspansiv i 1982.

Under disse omstændigheder indtraf der en kraftig forringelse af statsfinanserne, der i forvejen var blevet markant svækket efter omsvinget fra overskud til underskud i midten af 1970'erne. Underskuddet på drifts-, anlægs- og udlånsbudgettet blev fordoblet fra 1977 til 1978 og steg nærmest dramatisk fra 1980 til 1982, hvor det nåede op på over 48 mia.kr. svarende til godt og vel 10 pct. af bruttonationalproduktet, jf. tabel 5.2.

Der blev i denne forbindelse talt meget om *statsbankerot,* formentlig ikke fordi man ventede, at noget sådant ville ske, men fordi man - ligesom ved afgrundsdebatten - ønskede at markere situationens alvor ved anvendelse af stærke udtryk. Statskassen blev endnu sværere at reparere end vist på tegningen næste side fra 1973.

Nationalbanken var kritisk over for såvel udlandsgælden som den stigende indenlandske statsgæld. Med hensyn til udlandsgælden gjorde Nationalbanken ofte opmærksom på faren ved den heraf følgende svækkelse af Danmarks kreditværdighed.

Andre, f.eks. Det Økonomiske Råds formandskab, var mere nuanceret i deres bedømmelse. I Rådets redegørelse „Dansk Økonomi", november 1981, gav formandskabet således udtryk for, at indenlandske gældsforpligtelser

(statsgæld som anden gæld) fra et samfundsmæssigt synspunkt så at sige var udtryk for „den ene hånds gæld til den anden".

Derimod var formandskabet meget optaget af konkurrenceevnepolitikken og gik efterhånden åbenlyst ind for devaluering som led i den økonomiske politik, således især i formandskabets redegørelse fra oktober 1982[1]).

Et typisk tegn på den forstærkede uligevægt var renteudviklingen. Devalueringerne skabte frygt for yderligere justeringer, og under disse omstændigheder blev renteforskellen over for udlandet særlig høj.

I juni 1982 nåede den effektive rente af langfristede obligationer op over 21 pct. Selv om realrenten som følge af inflationen var væsentligt lavere og realrenten efter skat nærmest negativ, var der tale om et renteniveau af usædvanlig højde, såvel på baggrund af historiske erfaringer, som ved sammenligning med udlandet.

I 1982 fik Danmark en økonomisk ekspansion, der var stærkere end i de fleste andre lande. Samtidig forøgedes underskuddet på betalingsbalancen igen væsentligt. Saneringspolitikken, der var indledt i 1979, blev med andre ord afbrudt.

På denne baggrund fremlagde regeringen i begyndelsen af september et omfattende økonomisk program, men fandt ikke tilslutning hertil og gik af.

Herefter tiltrådte i samme måned firkløverregeringen under ledelse af Poul Schlüter.

I sin åbningstale i Folketinget den 5. oktober 1982 indledte statsministeren med at udtale: „Det er en ny regering, som i dag præsenterer Folketinget for en ny politik"[2]). Og det blev en ny politik, men på det meget vigtige indkomstpolitiske og konkurrenceevneforbedrende område var, som det blev sagt fra anden side, „bordet blevet dækket" af den forrige regering.

Devalueringspolitikken blev straks opgivet. Man slog igen ind på fastkurspolitik. Endvidere blev der lagt op til en omfattende forbedring af statsfinanserne. Man havde forinden været på såkaldt „kasseeftersyn". Samtidig blev der gennemført yderligere foranstaltninger til kontrol med indkomstudviklingen, bl.a. ved suspension af dyrtidsreguleringen.

Valutakursjusteringer

Danmarks traditionelle fastkurspolitik blev principielt fastholdt indtil slutningen af 1970'erne, men med enkelte svinkeærinder indtil da.

Fastkurspolitikken var blevet bekræftet ved Danmarks tilknytning til slangesamarbejdet i maj 1972 og senere gentaget ved flere lejligheder, således i

[1]) Se også professor Hans E. Zeuthen i „Råd og realiteter", 1987, side 235-239.
[2]) Folketingstidende 1982-83 I, sp. 5.

foråret 1976, hvor regeringen og Nationalbanken - under den da herskende almindelige valutauro - samstemmende erklærede, at kronekursen måtte fastholdes. Denne holdning blev bekræftet af statsminister Anker Jørgensen ved åbningstalen i Folketinget den 5. oktober 1976[1]).

Alligevel kom det ikke ubelejligt, og i øvrigt heller ikke uventet, da der på tysk foranledning blev afholdt møde i Frankfurt den 17. oktober 1976 om justering af de indbyrdes valutakurser. Baggrunden var forudgående spændinger i slangen, der bl.a. havde vist sig i form af pres mod den danske krone, der havde fulgt den stærke D-mark og dermed D-markens opdrift i forhold til de to store flydende valutaer, dollar og sterling.

De ydre omstændigheder omkring denne og efterfølgende valutakursjusteringer er i store træk gennemgået i det senere afsnit om det europæiske valutasamarbejde, hvor der tillige i tabelform er vist en skematisk oversigt over kursjusteringerne i slangen set i forhold til kronen.

Inden mødet i Frankfurt havde der på hjemligt plan været ført forhandlinger mellem regeringen og Nationalbanken om situationen, der også var blevet gennemgået af den såkaldte valutagruppe bestående af centralt placerede embedsmænd med departementschef Kurt Hansen i spidsen. Fra Nationalbanken deltog først Svend Andersen og senere Richard Mikkelsen i denne gruppe.

Forholdene i slangen blev endvidere drøftet underhånden på minister- og centralbankchefniveau under Valutafondens og Verdensbankens årsmøder i Manila i begyndelsen af oktober 1976 og senere samme måned ved et møde i Bonn mellem embedsmænd fra Tyskland, Holland, Belgien og Danmark. Fra dansk side havde man herunder ladet forstå, at en devaluering af kronen i størrelsesordenen 5-6 pct. ville være acceptabel, forudsat at Danmark ikke kom til at gå enegang.

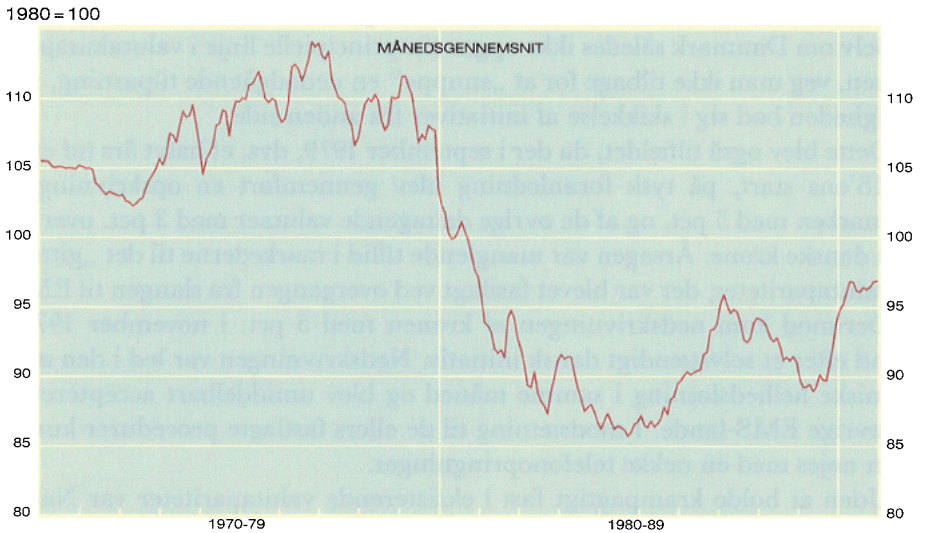
Nationalbanken havde opgjort stigningen i den effektive kronekurs siden årets begyndelse til 7-8 pct., heraf 4-5 pct. fra årets midte frem til ca. medio oktober. Siden devalueringen i 1967 havde den effektive kronekurs været nogenlunde uændret indtil 1973, hvorefter trenden med visse afbrydelser var stigende, jf. figur 5.2. Baggrunden herfor var især svækkelsen af dollar og sterling efter fastkurssystemets sammenbrud i 1973.

Det spillede en vigtig rolle for Danmarks holdning, at det under møderne kom frem, at Tyskland formentlig ville forlade slangesamarbejdet, hvis man ikke kunne enes om en kursjustering. Danmark lagde stor vægt på bevarelsen af dette samarbejde, der var en forudsætning for opretholdelsen af den fælles landbrugspolitik. Det havde også betydning, at der i samarbejdet lå en disciplinerende effekt over for deltagerlandenes økonomiske politik, hvad Danmark nok kunne have behov for.

---

[1]) Folketingstidende 1976-77, 1. samling I, sp. 5.

Figur 5.2 Effektiv kronekurs



Danmarks Nationalbank.

Resultatet blev en opskrivning af D-marken på 2 pct., mens hollandske gylden og belgiske franc blev holdt uændret. Svenske og norske kroner blev nedskrevet med 1 pct. og den danske krone med 4 pct. Den samlede opskrivning af D-marken over for kronen blev således på 6 pct.[1]).

Der faldt herefter ro over valutamarkederne. Kapitalimporten kom i gang igen, således at det blev muligt at afvikle de interventionskreditter, som Nationalbanken havde udnyttet under det forudgående omfattende interventionssalg af valuta.

I 1977 blev kronen nedskrevet med ca. 8 pct. over for D-marken. Foranledningen var svenske devalueringer i april og august på henholdsvis 6 pct. og 10 pct. Af konkurrencehensyn valgte Danmark i begge tilfælde at følge halvt med[2]).

Endelig blev D-marken i oktober 1978 opskrevet med 4 pct. og hollandske gylden og belgiske franc med 2 pct. over for kronen. Baggrunden herfor var spændinger i slangesystemet som følge af svækkelsen af den amerikanske dollar samt forventninger om kurstilpasninger mellem de europæiske valutaer inden ikrafttrædelsen af Det Europæiske Monetære System – EMS. Der var

[1]) Regeringens og Nationalbankens fælles notat om kronekursjusteringen er optrykt som bilag til Nationalbankens årsberetning 1976.

[2]) Som omtalt side 252 forlod Sverige slangesamarbejdet i forbindelse med devalueringen på 10 pct. og knyttede den svenske krone til en ,,kurv" af valutaer. Norge devaluerede i februar 1978 med 8 pct. og trådte i slutningen af året ligeledes ud af slangesamarbejdet.

som følge heraf opstået et betydeligt spekulativt pres, som havde nødvendiggjort omfattende interventionsstøtte af de svagere valutaer.

Selv om Danmark således ikke opgav sin principielle linje i valutakurspolitikken, veg man ikke tilbage for at „snuppe" en nedadgående tilpasning, når lejligheden bød sig i skikkelse af initiativer fra anden side.

Dette blev også tilfældet, da der i september 1979, dvs. et halvt års tid efter EMS'ens start, på tysk foranledning blev gennemført en opskrivning af D-marken med 5 pct. og af de øvrige deltagende valutaer med 3 pct. over for den danske krone. Årsagen var manglende tillid i markederne til det „gitter" af valutapariteter, der var blevet fastlagt ved overgangen fra slangen til EMS.

Derimod kom nedskrivningen af kronen med 5 pct. i november 1979 i stand efter et selvstændigt dansk initiativ. Nedskrivningen var led i den økonomiske helhedsløsning i samme måned og blev umiddelbart accepteret af de øvrige EMS-lande. I modsætning til de ellers fastlagte procedurer kunne man nøjes med en række telefonopringninger.

Uden at holde krampagtigt fast i eksisterende valutapariteter var Nationalbanken absolut tilhænger af fastkurspolitikken. Efter bankens opfattelse burde devalueringer kun komme på tale, når det var åbenbart, at kronens kurs over for andre valutaer ikke længere var troværdig.

I sin tale på Den Danske Bankforenings årsmøde den 5. december 1979, dvs. en uges tid efter devalueringen i slutningen af november, udtrykte nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer det på følgende måde: „Devalueringer er ikke et smertefrit middel, der kan sætte tingene på plads. Tværtimod. Devalueringer virker kun, hvis de medfører en nedgang i reallønnen, og det opdager alle grupper i vort samfund med det samme. Hvis man er villig til at finde sig i en reallønsnedgang, kan den lige så godt gennemføres direkte og uden at gå omvejen rundt ad en devaluering, som skaber en masse andre problemer".

Kursjusteringen i oktober 1981, der blev gennemført på fransk-tysk initiativ, fik ikke større betydning for kronen, der sammen med belgiske franc og irske pund indtog en midterposition. Kronens centralkurs over for ECU forblev herved omtrent uændret. Selv om D-marken blev opskrevet med 5½ pct., steg markedskursen i København umiddelbart kun med 2 pct. på grund af det efterfølgende skift i valutapositionerne inden for EMS-båndet.

Det samme gentog sig stort set ved den justering, der fandt sted i februar 1982 på initiativ af Belgien, der ønskede en markant devaluering som led i et omfattende belgisk stabiliseringsprogram.

Danmark benyttede lejligheden til ligeledes at anmode om en nedskrivning, men det kom ikke til at gå som ønsket. Danmark havde krævet en væsentlig større devaluering, nemlig 7 pct. mod de 3 pct., der blev resultatet. Ligesom Belgien, der også havde regnet med en større nedskrivning, stødte Danmark på stærk modstand fra de øvrige deltagerlande, der fremhævede, at den nødvendige betalingsbalanceorienterede økonomiske tilpasning i før-

ste række måtte ske gennem ændringer i den interne økonomiske politik. Der blev tillige lagt vægt på, at valutasamarbejdets troværdighed nødvendiggjorde, at kursjusteringer inden for systemet var små og ikke alt for hyppige.

Begivenheden kom til at gå under navnet „fastelavnsdevalueringen". Umiddelbart efter justeringen steg markedskursen for D-mark i København med 1½-2 pct.

I modsætning til tidligere skabte tilpasningerne ikke ro i valutamarkederne. Spændingerne tiltog tværtimod og kom tillige til at omfatte den franske franc. I juni 1982 gennemførtes der herefter en yderligere tilpasning, som denne gang indebar en opskrivning af de bilaterale pariteter for D-mark og hollandske gylden over for bl.a. kronen med 4,25 pct.

Herefter styrkedes kronen, der kom til at ligge i øverste halvdel af EMS-båndet frem til slutningen af august, hvorefter situationen ændredes brat som følge af den usikkerhed, der opstod i forbindelse med regeringsskiftet i september.

I mellemtiden var den effektive kronekurs faldet voldsomt, jf. den foranstående figur 5.2. Sammen med de indkomstpolitiske foranstaltninger, der blev gennemført, blev der herved opnået en betydelig forbedring af konkurrenceevnen over for udlandet, men prisen var en meget høj rente i Danmark hidført af den mistillid, som de gentagne devalueringer skabte omkring valutakurspolitikken.

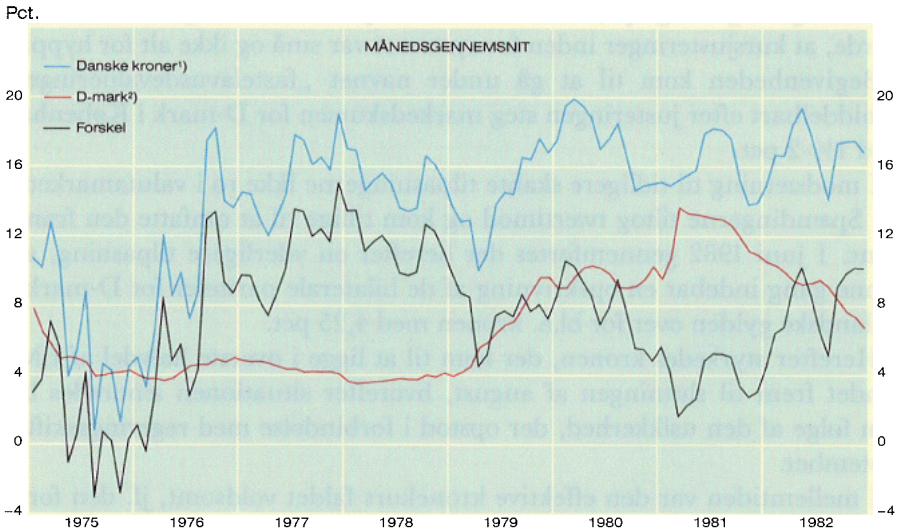
Rentespændet over for Tyskland blev fulgt med særlig interesse. D-marken var ankervalutaen, og udsvingene i rentespændet blev, afhængig af udsvingenes retning, taget som udtryk for svækkelse eller styrkelse af kronen og dermed af de bagved liggende økonomiske forhold.

Som det fremgår af figur 5.3 næste side, var renteforskellen i det korte marked forholdsvis beskeden i det meste af 1975, men herefter steg den korte danske markedsrente kraftigt i de følgende 2-3 år, således at rentespændet i 1977-78 kom op på omkring 12 pct., altså et fra et dansk synspunkt dårligt tegn.

Derefter faldt rentespændet - med visse afbrydelser - indtil de første måneder af 1981, hvor det kom så langt ned som på et par procent. Dette skyldtes ikke så meget styrkelse af de økonomiske forhold i Danmark. Ganske vist havde stramningerne fra slutningen af 1979 og det følgende par år medført en forbedring af betalingsbalancen, men det væsentlige var ændrede rentepolitiske forudsætninger i Tyskland, hvor den korte rente steg kraftigt indtil 1. kvartal 1981.

Baggrunden var den tyske betalingsbalance, der efter olieprisforhøjelserne svingede om fra overskud til underskud i årene 1979-81. Uanset vendingen i oliepriserne til fald fra slutningen af 1979 fortsatte belastningen af de højere energipriser i endnu nogen tid i Europa som følge af den stigning i dollarkursen, der satte ind i 1980. Det virkede endvidere renteforhøjende i Tysk-

Figur 5.3 Renteudvikling korte renter



Danmarks Nationalbank.
¹) Til og med august 1976 dag-til-dag interbankrente. Herefter 3-måneders interbankrente.
²) 3-måneders interbankrente.

land, at USA i slutningen af 1979 ændrede signaler i pengepolitikken, der blev rettet mod styring af pengemængden, hvorefter renten steg kraftigt. I de forudgående år havde realrenten i USA været negativ. I årene 1980-82 blev den positiv med et par procent.

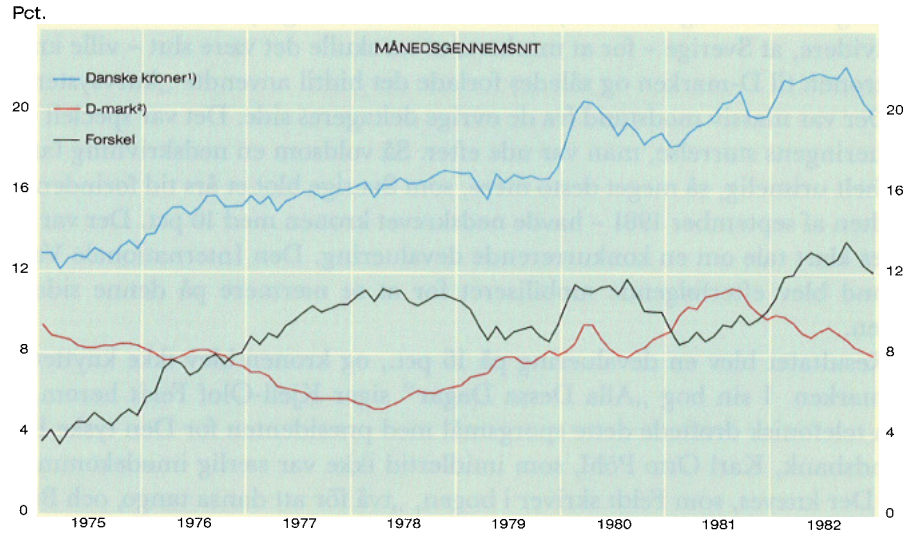
Efter at Tyskland med vanlig energi havde fået bugt med disse problemer, faldt den korte rente igen. Rentespændet udvidedes herefter atter, således at det hen imod slutningen af 1982 kom op på omkring 10 pct.

Bevægelserne i det lange marked var mindre voldsomme, jf. figur 5.4, men viste klart forskellen mellem den økonomiske udvikling i Danmark og Tyskland. Fra en renteforskel på 4 pct. i 1975 kom rentespændet i 1977 og de følgende år op på omkring 10 pct. for i 1982 at stige til over 12 pct.

Den 9. september 1982 blev der af den tiltrædende firkløverregering udsendt en håndfast erklæring om, at man ikke havde til hensigt at devaluere. Regeringsskiftet havde givet anledning til valutauro. Især Poul Schlüter med stærk støtte af Nationalbanken ønskede at genoptage fastkurspolitikken. Nationalbanken lod pengemarkedsrenten stige til 28 pct. og kursen falde i bund, således at spekulationen også fordyredes ad denne vej. I løbet af godt en uge måtte Nationalbanken intervenere for 8 mia.kr., det største valutasalg hidtil på så kort tid.

Der opstod igen pres mod kronen i dagene omkring den svenske devalue-

Figur 5.4 Renteudvikling lange renter



Danmarks Nationalbank.
[1]) 20-årig realkreditobligation.
[2]) Obligationsgennemsnit.

ring på 16 pct. den 8. oktober 1982. Nationalbanken måtte atter stramme grebet om valutamarkedet og intervenerede ved denne lejlighed for 3 mia.kr. samt lod pengemarkedsrenten gå op til 30 pct.

I dagene op til den 16. oktober 1982, hvor Folketinget skulle tage stilling til den første del af regeringens saneringsplan, opstod der på ny pres mod kronen. Det skabte yderligere uro, at flere fremtrædende økonomer tilrådede, at Danmark ændrede signaler i valutakurspolitikken. Ved denne lejlighed måtte der interveneres for op imod 2 mia.kr.

De samlede interventioner inden for en periode på halvanden måned i september og oktober 1982 kom således op på 13 mia.kr., altså en meget travl tid for Nationalbanken, der måtte presse sit penge- og valutapolitiske beredskab til det yderste.

Optakten til den svenske devaluering var dramatisk. Den tiltrædende finansminister, Kjell-Olof Feldt, havde indbudt finansministre og centralbankchefer fra det øvrige Norden til møde i Arlanda lufthavn torsdag den 7. oktober 1982, hvor han forelagde den kommende svenske regerings plan om at nedskrive den svenske krone med 20 pct.[1]).

[1]) Fra dansk side deltog økonomiminister Anders Andersen og kommitteret Niels Ussing, Det Økonomiske Sekretariat, samt Erik Hoffmeyer og Richard Mikkelsen, Nationalbanken.

Han begrundede så kraftig en devaluering med, at Sverige herved forhåbentlig kunne undgå at komme ind i en devalueringscyklus. Han bebudede endvidere, at Sverige - for at markere, at nu skulle det være slut - ville knytte kronen til D-marken og således forlade det hidtil anvendte „kurvsystem".

Der var massiv modstand fra de øvrige deltageres side. Det var specielt devalueringens størrelse, man var ude efter. Så voldsom en nedskrivning fandtes helt urimelig, så meget desto mere, som Sverige blot et års tid forinden - i midten af september 1981 - havde nedskrevet kronen med 10 pct. Der var således klart tale om en konkurrerende devaluering. Den Internationale Valutafond blev efterfølgende mobiliseret for at se nærmere på denne side af sagen.

Resultatet blev en devaluering på 16 pct., og kronen blev ikke knyttet til D-marken. I sin bog „Alla Dessa Dagar" siger Kjell-Olof Feldt herom, at han telefonisk drøftede dette spørgsmål med præsidenten for Den tyske Forbundsbank, Karl Otto Pöhl, som imidlertid ikke var særlig imødekommende. Der kræves, som Feldt skriver i bogen, „två för att dansa tango, och Bundesbank var i detta skede, med en nyligen kraftigt nedskriven krona, inte beredd att bjuda upp".

Danmark stod således fast ved denne lejlighed og indledte hermed en ny æra med fastkurspolitik.

Erfaringerne fra de perioder, hvor der var uro om kronen, viste klart, at faldet i de officielle valutareserver ganske overvejende skyldtes ændrede dispositioner fra virksomhedernes side med hensyn til betalingerne til og fra udlandet („leads and lags") samt pengeinstitutternes nettokøb af valuta til dækning af deres salg til kunder af valuta på termin.

Det var da også typisk, at når først valutauroen var overstået, blev disse bevægelser redresseret og tabet af officielle reserver dermed genvundet. Derimod spillede nettotilbagesalg fra udlandet af kroneobligationer en underordnet rolle.

I forsvaret af kronen brugte Nationalbanken alle de instrumenter, der stod til rådighed. Især renten kom til at spille en central rolle. Forudsat moderate justeringer af størrelsesordenen 4 pct. og efterfølgende positionsskift inden for EMS-båndet viste erfaringen, at det blev dyrt at spekulere imod kronen.

Rente- og likviditetspolitik

Efter omsvinget på statsfinanserne i 1974-75 fra overskud til underskud optog Nationalbanken forhandlinger med regeringen med henblik på at få underskuddet dækket ved *salg af statspapirer.* Det var magtpåliggende for Nationalbanken at undgå såkaldt monetær finansiering, dvs. finansiering, der ville forøge pengemængden og dermed skabe grobund for yderligere infla-

tion og samtidig svække tilliden til valutakurspolitikken. Træk på Nationalbanken af større omfang ville således være uacceptabelt.

I første omgang blev spørgsmålet underhånden drøftet mellem nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer og økonomiminister Per Hækkerup, der gav tilslutning til bankens synspunkt. Han gik endvidere ind for, at en snæver kreds af embedsmænd udarbejdede et oplæg til brug ved en formel forhandling mellem regeringen og Nationalbanken.

Dette skete i form af et notat udarbejdet i Det Økonomiske Sekretariat efter forudgående drøftelser mellem departementscheferne Kurt Hansen og Erik Ib Schmidt samt Richard Mikkelsen, Nationalbanken.

Notatet, dateret den 4. marts 1975, mundede ud i, at det måtte anses for nødvendigt, at der i pengepolitikken blev taget skridt til at imødegå underskuddets likviditetsforøgende virkning, og at dette bedst kunne ske ved et betydeligt salg af mellemfristede statspapirer til købere uden for pengeinstitutternes kreds. Flere hensyn talte for, at en sådan strategi blev kombineret med en deponeringsordning for pengeinstitutterne.

På mødet med ministrene den 6. marts 1975 gik Nationalbanken ind for dette oplæg, som også blev tiltrådt af regeringen, men med tilføjelse af, at der først skulle fremsættes lovforslag efter finanslovens vedtagelse.

Da beslutningen om obligationsfinansiering blev kendt på Fondsbørsen, fremkom der et stort udbud af obligationer til trods for, at Nationalbanken den 7. april havde sænket diskontoen fra 9 pct. til 8 pct. Udbuddet fik dog ikke større kursmæssige konsekvenser, da Nationalbanken under de foreliggende omstændigheder fandt det nødvendigt at støtte markedet.

Den 11. april 1975 fremsattes herefter forslag til lov om bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån til et samlet beløb på indtil 6 mia.kr. Dette beløb skulle ses på baggrund af, at den vedtagne finanslov budgetterede med et finansieringsbehov på godt 9 mia.kr., hvoraf knap 3 mia.kr. vedrørte Den Sociale Pensionsfonds obligationskøb. Ud over selve motiveringen for lovforslaget blev det i bemærkningerne nævnt, at „Afsætningen af obligationerne tænkes - ligesom for 1950'ernes S-lån - foretaget løbende igennem Danmarks Nationalbank til kurser fastsat under hensyn til kursudviklingen på obligationsmarkedet"[1]).

Folketinget blev stærkt delt på spørgsmålet. Der viste sig i alt fem mindretal, hvoraf det største bestående af Socialdemokratiet, Det Radikale Venstre, Socialistisk Folkeparti og Kristeligt Folkeparti gik ind for lovforslagets vedtagelse[2]).

Lånet blev opdelt på tre lige store 10 pct.s lån med henholdsvis tre, fire og seks års løbetid. Salget åbnedes i slutningen af juni og afsluttedes i begyndel-

---

[1]) Folketingstidende 1974-75, 2. samling, Tillæg A II, sp. 4013-4016.

[2]) Blev gennemført som lov nr. 260 af 20. juni 1975 om bemyndigelse til optagelse af statslån.

sen af oktober. Provenuet blev på i alt 5,8 mia.kr., hvoraf 5,3 mia.kr. hidrørte fra salg til banker og sparekasser. Det var således kun en lille del, der blev afsat til virksomheder og husholdninger, hvilket naturligvis var skuffende. Senere blev fordelingen mere tilfredsstillende.

Året efter søgte Nationalbanken at få cementeret, at finansieringsbehovet også fremover skulle dækkes ved salg af statspapirer i markedet. Der forelå ingen formel aftale, men kun en forståelse herom.

Der opstod en anledning hertil, da Nationalbanken modtog en henvendelse fra Finansministeriet om ændrede aftaleregler vedrørende forrentningen af statens mellemværende med Nationalbanken. I sit svar af 25. marts 1976 foreslog banken, at der i ministeriets udspil blev indføjet en passus om, „at det ved træk, som bringer nettogælden op over 3 mia.kr., forudsættes, at der optages forhandlinger om at bringe nettogælden ned ved salg af statspapirer, eller at Nationalbanken sælger obligationer og/eller indlånsbeviser for at neutralisere likviditetsudvidelsen".

I sit svar af 7. april 1976 fandt ministeriet ikke en sådan tilføjelse nødvendig og foreslog i stedet for følgende ordlyd: „Det er en selvfølge, at der optages drøftelser mellem de to parter om løsning af sådanne likviditetsproblemer, som måtte opstå i den ikke-statslige sektor i forbindelse med eventuel opbygning af store statslige tilgodehavender eller deficit i Nationalbanken, såfremt en af parterne fremsætter ønske derom".

Aftalen blev herefter af Nationalbanken bekræftet den 13. april 1976 med dette indhold.

Den politiske tilslutning til markedsmæssig finansiering af underskuddet var en betydelig landvinding for pengepolitikken. Man behøver blot at tænke på den langt senere diskussion om samme emne i EF i forbindelse med overvejelserne vedrørende Den Økonomiske og Monetære Union. Denne diskussion endte op i et regelsæt, der stort set svarede til det, man enedes om i Danmark 15 år tidligere. Der var således tale om et punkt, hvor Danmark kom forud for mange andre lande.

Det kunne selvfølgelig ikke undgås, at der opstod diskussion. Der var tilhængere af denne politik, men også skeptikere og modstandere. Det var svært at forklare. I en kronik i Politiken den 19. september 1975 om statslånet afslørede Erik Hoffmeyer, at han rev sig i håret for at finde letfattelige svar på de spørgsmål, der kunne stilles.

I første omgang slog lånebemyndigelsen ikke til. Der opstod derfor alligevel et træk på Nationalbanken. Det blev af størrelsesordenen 5 mia.kr. Hertil kom, at hovedparten af de nyudstedte obligationer som nævnt blev solgt til banker og sparekasser. Heller ikke dette var tilfredsstillende.

På denne baggrund indførte Nationalbanken i oktober 1975 *kassebindingsregler* gældende for den resterende del af finansåret. Dette skete efter for-

udgående forhandlinger med regeringen og pengeinstitutternes organisationer[1]). Regeringen var enig i, at kassebindingsreglerne ikke måtte have præjudicerende virkning med hensyn til dækning af statens underskud i finansåret 1976-77.

Kassebindingen udformedes dels som en initialdeponering på 3 pct. af pengeinstituttets indlån pr. 30. september 1975, dels som en løbende deponering efter højere procentsatser, således at pengeinstitutterne fik valgfrihed mellem de to metoder.

De deponerede beløb skulle forblive indestående i Nationalbanken indtil videre. Deponeringskontiene forrentedes med 4½ pct. p.a., der varieredes parallelt med ændringer i diskontoen, dog således at renten ikke kunne blive lavere end 2 pct. p.a. og ikke højere end 6 pct. p.a.

Kassebindingen kom til at udgøre ca. 3 mia.kr. svarende til godt og vel halvdelen af statens træk på Nationalbanken.

Som supplement til denne ordning påbegyndte Nationalbanken i november 1975 salg af 91-dages *indlånsbeviser,* der ikke kunne påregnes tilbagesolgt til Nationalbanken før forfald.

Beviserne bar ingen pålydende rente, men blev udbudt på ugentlige auktioner, hvor Nationalbanken i forvejen havde offentliggjort det udbudte beløb og en kurs, hvorunder tilbud ikke accepteredes. Beviserne, der udelukkende placeredes hos banker og sparekasser, var frit omsættelige. De blev tegnet til en effektiv rente på 4,5-5,0 pct. p.a.

I april 1976 påbegyndtes salg af 6- og 9-måneders beviser, der ligeledes blev udbudt på auktionsbasis med henblik på likviditetsbinding.

En anden vigtig konsekvens af omsvinget i statsfinanserne var den efterfølgende gennemgribende ændring af *Nationalbankens låneregler.* Disse havde hidtil - traditionelt - været indrettet på, at pengeinstitutterne på eget initiativ kunne skaffe sig likviditet i Nationalbanken ved belåning af belånbare aktiver, f.eks. obligationer. Det var således muligt for pengeinstitutterne at forbedre deres lånemuligheder ved at forøge beholdningen af sådanne aktiver. Dette måtte under de nye forhold ændres, så Nationalbanken fik bedre hold på omfanget af lånemulighederne.

På denne baggrund ophævedes den generelle belåningsadgang med virkning fra den 1. maj 1975. I stedet for indførtes kvartalsvise *lånerammer* baseret på Nationalbankens skøn over udviklingen i likviditetsforholdene. Teknisk blev lånerammerne fastsat på grundlag af pengeinstitutternes egenkapital med et indbygget maksimum for den gennemsnitlige daglige låntagning. Der krævedes normalt ikke sikkerhedsstillelse. I nyordningen lå tillige en betydelig administrativ forenkling.

---

[1]) Pressemeddelelsen herom er optrykt som bilag 3 til årsberetning 1975.

Lånerammerne blev inddelt i tre trancher med stigende rente. Første tranche, der omfattede 40 pct. af totalbeløbet, forrentedes med diskontoen, mens anden tranche, der udgjorde 20 pct., forrentedes med Nationalbankens almindelige udlånsrente, som lå 1 pct. over diskontoen. Tredje tranche på de resterende 40 pct. forrentedes med gennemsnittet af den effektive obligationsrente i de for hver enkelt måned forudgående to uger rundet op til nærmeste halve procent. Den hidtidige 5-dages regel ved renteberegningen bortfaldt[1]).

Med denne teknik blev det muligt at foretage en løbende tilpasning til den forventede likviditetsudvikling, herunder at tage hensyn til sæsonsvingninger. Ved fastsættelsen af maksimum som et gennemsnitligt dagligt beløb fik pengeinstitutterne endvidere mulighed for en fleksibel udnyttelse af ordningen. Låntagningen kunne fordeles over kvartalet efter behov.

Selv om det politiske flertal var enig i den markedsmæssige finansiering af statsunderskuddet, ville man selvfølgelig gerne have det gjort så billigt som muligt. Som en udløber af drøftelserne i Folketinget om bemyndigelsesloven besluttede regeringen derfor efter forhandling med Nationalbanken at nedsætte en arbejdsgruppe med den opgave at undersøge fordele og ulemper ved etablering af et marked for kortfristede værdipapirer.

I arbejdsgruppens betænkning, der forelå i februar 1976, drøftedes bl.a. mulighederne for herigennem at mindske fluktuationerne i den lange obligationsrente og et sådant markeds anvendelighed i situationer med uro på valutamarkederne[2]).

På baggrund af sådanne overvejelser blev der i den lånebemyndigelse, som gennemførtes i marts 1976, reserveret et beløb på 5 mia.kr. til udstedelse af indenlandske *statsgældsbeviser.* Under 1. behandlingen af lovforslaget den 24. februar 1976 udtalte finansminister Knud Heinesen herom bl.a., „at hensigten med denne operation er at tage de nødvendige rentestigninger, de nødvendige rentesvingninger på det korte marked, men med denne bemyndigelse plus Nationalbankens adgang til salg af 3-, 6- og 9-måneders indlånsbeviser at give mulighed for at støtte den lange obligationsrente"[3]).

Der lå heri en antagelse om, at man kunne separere den korte og den lange rente, og således afskærme det lange marked (operation twist), en vurdering som Nationalbanken ikke ganske delte.

Derimod var Nationalbanken interesseret i den smidigere håndtering af pengepolitikken, som et kort marked kunne give mulighed for i tilfælde af valutauro.

---

[1]) Pressemeddelelsen af 28. april 1975 om de nye regler er aftrykt som bilag 2 til årsberetning 1975.

[2]) Arbejdsgruppen havde kontorchef i Det Økonomiske Sekretariat, Viggo Lohse, som formand.

[3]) Folketingstidende 1975-76 III, sp. 6472.

Det var ud fra sådanne overvejelser, at Nationalbanken i september 1976 for første gang intervenerede i pengeinstitutternes dag-til-dag marked også kaldet *interbankmarkedet*.

Dette marked havde eksisteret i en del år og fik i 1970 en mere organiseret form ved den formidling af kontakter mellem bankerne, der blev påbegyndt af en herværende filial af et engelsk mæglerfirma.

Under de urolige valutaforhold i september 1976 foretrak Nationalbanken at intervenere i dette marked frem for at forhøje lånerammerne, der på dette tidspunkt var så godt som fuldt udnyttet, således at likviditetspolitikken uden forsinkelse kunne tilpasses i lys af udviklingen i valutaforholdene. Det spillede også en rolle, at den kraftige stigning i pengemarkedsrenten syntes at have trykket kursniveauet for langfristede realkreditobligationer.

Efter diskontoforhøjelsen den 5. oktober 1976 kom renten på markedet op på 25 pct. p.a. Efter valutakursjusteringen den 18. oktober nedsattes interventionssatsen til 20 pct. Satsen blev efterfølgende yderligere tilpasset, så den kom til at ligge i overkanten af renten for træk på anden tranche af lånerammerne.

Det forhold, at Nationalbankens interventioner foregik gennem mægleren på markedet, mødte en vis modstand hos de store banker, der ønskede at handle direkte med Nationalbanken. Banken fastholdt imidlertid denne interventionsteknik. Interventionerne udvidedes senere til også at omfatte uge- og månedsmarkedet.

Som en tredje konsekvens af de ændrede statsfinansielle forhold skærpede Nationalbanken sin opmærksomhed om bevægelserne i *pengemængden*. Interessen samlede sig især om pengemængden i bred forstand, dvs. virksomheders og husholdningers primære likviditet samt indeståender i banker og sparekasser (M_2).

Der blev ikke offentliggjort normtal for den „acceptable" stigning i denne størrelse, der er vanskeligt kontrollerbar i en lille åben økonomi, men pejlepunktet var som ved pengeinstitutternes udlån væksten i bruttonationalproduktet i løbende priser. Holdt stigningen i pengemængden sig under denne vækstrate, foretog man sig normalt intet, kom den over, kunne der være anledning til at aktionere, f.eks. ved henstilling til pengeinstitutterne om at dæmpe deres køb af obligationer.

Nyorienteringen på dette område kom til udtryk i Nationalbankens årsberetning for 1977, hvori det hed:

„Interessen for udviklingen i pengemængden eller hermed beslægtede monetære størrelser har været stigende i de senere år, hvor inflationsbekæmpelsen har haft høj prioritet ved tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. I visse lande har dette givet sig udslag i, at de pengepolitiske myndigheder enten på eget initiativ eller som led i betingelserne for at opnå kreditter i in-

Tabel 5.3 Pengemængden (M_2)

	I alt ultimo	Ændring	Hidrørende fra					
			Statens træk på Nationalbanken[1])	Nationalbankens obligationskøb	Udlånsstigning i banker og sparekasser	Bankers og sparekassers obligationskøb	Udenlandske faktorer[2])	Andre forhold[3])
	Milliarder kroner							
1974	77,7	•	•	•	•	•	•	•
1975	97,4	19,7	5,4	1,5	1,8	15,3	- 2,1	- 2,2
1976	108,0	10,6	4,5	5,6	11,5	1,5	- 10,0	- 2,5
1977	118,7	10,7	1,8	- 1,7	9,4	5,2	- 4,1	0,1
1978	129,0	10,3	2,4	- 1,1	9,4	1,2	- 1,7	0,1
1979	143,0	14,0	9,7	0,0	10,1	1,0	- 4,7	- 2,1
1980	154,6	11,6	8,9	1,0	10,1	5,9	- 10,6	- 3,7
1981	169,5	14,9	12,5	0,4	11,7	4,9	- 13,5	- 1,1
1982	188,8	19,3	13,4	1,7	16,0	11,4	- 23,1	- 0,1

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Pengemængden er defineret som primær likviditet hos erhverv og husholdninger mv. samt indenlandske anfordrings- og opsigelsesindskud i banker og sparekasser ekskl. indskud på særlige indlånsformer (skøn for 1974). Fra og med 1976 inkl. ikke-banksektorens beholdning af statsgældsbeviser.

[1]) Korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet samt ændring i postgiromidler.

[2]) Overskud på betalingsbalancens løbende poster og den ikke-statslige sektors nettokapitalimport.

[3]) Residual. Omfatter bl.a. stigning i Hypotekbankens og Dansk Eksportfinansieringsfonds udlån, stigning i pengeinstitutternes beholdning af uclearede checks og forøgelse af Nationalbankens og pengeinstitutternes egenkapital.

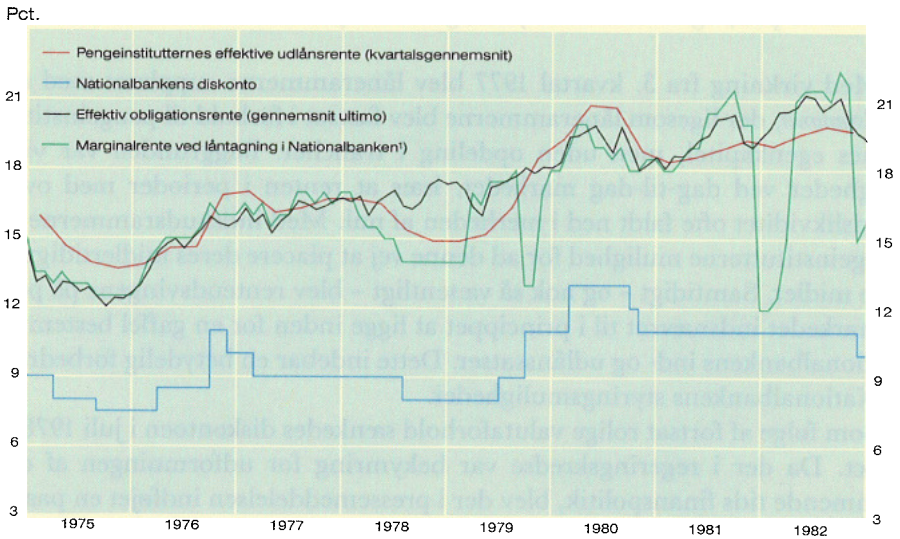
ternationale organisationer har opstillet - og i visse tilfælde offentliggjort - kvantitative målsætninger for udviklingen i en eller flere monetære størrelser, f.eks. den samlede indenlandske kreditgivning eller pengemængden, der hovedsagelig består af indskud i banker og sparekasser.

I Danmark har det i en årrække været sigtet at holde stigningen i pengeinstitutternes udlån inden for på forhånd fastsatte rammer.

Efter omsvinget fra overskud til store underskud på statsfinanserne har det imidlertid tillige været nødvendigt at tillægge udviklingen i pengemængden øget vægt i den pengepolitiske problemstilling".

Udviklingen i pengemængden (M_2) er vist i tabel 5.3. Det fremgår heraf, at stigningen var stor i 1975, knap 20 mia.kr. eller ca. 25 pct., fortrinsvis forårsaget af pengeinstitutternes store obligationskøb, mens udlånsvæksten til gengæld var meget lav. 1975 var ligesom 1974 præget af lavkonjunktur efter olieprisforhøjelserne. I de følgende år androg væksten i pengemængden omkring 10 pct. og lå dermed inden for den forannævnte tærskelværdi.

Figur 5.5 Rentesatser 1975-1982



Danmarks Nationalbank.

¹) Til og med 1981 ultimo måneden. Herefter månedsgennemsnit. Fra 1982 er den marginale lånerente udtrykt ved dag-til-dag pengemarkedsrenten i de perioder, hvor Nationalbanken har interveneret i pengemarkedet.

De løbende problemer var hovedsagelig knyttet til valutamarkedet og den påvirkning af markedet, der hidrørte fra udviklingen i de internationale, herunder europæiske, valuta- og renteforhold.

I 1975 artede betalingsbalancen sig således vel, og valutasituationen var rolig. Da der samtidig indtraf et betydeligt fald i det internationale renteniveau, kunne Nationalbanken nedsætte diskontoen i tre tempi fra 10 pct. til 9 pct. i begyndelsen af året og senere i april og august til henholdsvis 8 og 7½ pct., jf. figur 5.5.

Under valutauroen i marts 1976 forhøjedes diskontoen til 8½ pct. Ved august-forliget gennemførtes som tidligere nævnt en finanspolitisk stramning samt visse indkomstpolitiske foranstaltninger, og med virkning fra den 5. oktober 1976 forhøjede Nationalbanken diskontoen med ikke mindre end 2½ pct. til 11 pct. Dette var den hidtil højeste diskonto i Nationalbankens godt og vel 150-årige historie og et klart udtryk for situationens alvor. Under de urolige valutaforhold foretrak Nationalbanken at styre den korte rente ved direkte indgriben i dag-til-dag markedet, hvor renten en kort overgang sattes op til 25 pct.

Efter valutakursjusteringen i oktober 1976 faldt der atter ro over valutamarkedet, og kapitalimporten kom i gang igen, således at der blev mulighed for en hurtig afvikling af de interventionskreditter, som Nationalbanken havde udnyttet under de omfattende interventioner.

På denne baggrund kunne Nationalbanken sænke diskontoen i december 1976 til 10 pct., og i marts 1977 yderligere til 9 pct.

Med virkning fra 3. kvartal 1977 blev lånerammerne suppleret med *indskudsrammer,* der ligesom lånerammerne blev fastsat i forhold til pengeinstitutternes egenkapital, men uden opdeling i trancher. Baggrunden var visse svagheder ved dag-til-dag markedet, især at renten i perioder med overskudslikviditet ofte faldt ned i nærheden af nul. Med indskudsrammerne fik pengeinstitutterne mulighed for ad denne vej at placere deres midlertidigt ledige midler. Samtidigt - og nok så væsentligt - blev renteudsvingene på pengemarkedet indsnævret til i princippet at ligge inden for en gaffel bestemt af Nationalbankens ind- og udlånssatser. Dette indebar en betydelig forbedring af Nationalbankens styringsmuligheder.

Som følge af fortsat rolige valutaforhold sænkedes diskontoen i juli 1978 til 8 pct. Da der i regeringskredse var bekymring for udformningen af den kommende tids finanspolitik, blev der i pressemeddelelsen indføjet en passus om, at „det er en ubetinget forudsætning for fastholdelsen af det lavere renteniveau, at sigtet med stabiliseringspolitikken opretholdes".

I februar 1979 blev der indført *forbud mod salg til udlændinge af danske statsobligationer.* I det første par år efter liberaliseringen pr. 1. december 1974 var interessen i udlandet for danske kroneobligationer beskeden, men salget steg stærkt i 1977 og 1978 med samme tendens i begyndelsen af 1979. Med det høje renteniveau i Danmark var der tale om en forholdsvis dyr form for kapitalimport, og samtidig opnåede man ikke den neutralisering af likviditetsvirkningen af underskuddet på statsfinanserne, som var tiltænkt med salget af statspapirer.

Som følge heraf gik Nationalbanken ind for et forbud, men begrænset til værdipapirer med en løbetid på under 4 år, således som det f.eks. var tilfældet i Tyskland. Da det i finansudvalget havde vist sig vanskeligt at få tilslutning til en hurtig vedtagelse af nye bemyndigelseslove for optagelse af statslån såvel i udlandet som på det danske marked, medmindre kroneobligationssalget til udlandet begrænsedes, var også regeringen interesseret i en løsning. Resultatet blev et forbud begrænset til statspapirer udstedt fra og med 1975.

1979 blev i øvrigt et nyt uroligt år. De voldsomme olieprisforhøjelser i foråret skabte nervøsitet overalt, det internationale renteniveau steg stærkt, og der opstod valutauro, som også ramte kronen. Under disse forhold forhøjede Nationalbanken diskontoen til 9 pct. i juni og yderligere til 11 pct. i september. Nationalbankens øvrige udlånssatser forhøjedes tilsvarende eller mere, og samtidig hævedes interventionssatsen på pengemarkedet meget betydeligt.

I sine kommentarer hertil nævnte Nationalbanken i sin årsberetning for

1979, at det efterhånden var disse sidste satser, dvs. satsen knyttet til højeste lånetranche samt pengemarkedssatsen, der var afgørende for pengeinstitutternes dispositioner på obligations- og valutamarkederne. De var derfor også blevet de centrale satser set fra et pengepolitisk synspunkt. Diskontoens rolle i så henseende var reduceret.

Diskontoen havde stadig betydning for ændringerne af pengeinstitutternes indlåns- og udlånssatser, om end de bevægede sig mere frigjort af diskontoen end tidligere. Hovedretningen var dog den samme.

I de første år efter 1975 medførte rentemarginalloven et skub opefter i pengeinstitutternes rentesatser. Renteaftalerne i 1978 satte en stopper for denne stigning, der herefter blev afløst af et brat fald udløst af faldet i satserne for aftaleindskud.

Diskontoen blev i februar 1980 brugt til endnu en kraftig markering, da den blev sat op til rekordhøjden 13 pct. Nedskrivningen af kronen i september og november det foregående år havde ikke skabt ro om kronen, og da renteniveauet fortsatte med at stige i udlandet, var den sædvanlige tilbagestrømning af valuta udeblevet. Samtidig voksede underskuddet på betalingsbalancen. I de første syv uger af 1980 blev interventionsomfanget igen meget stort. Kronen måtte i denne korte periode støttes med et beløb svarende til 5 mia.kr.

Efter at der senere på ny faldt ro over valutamarkedet, og kapitalimporten kom i gang igen, sænkede Nationalbanken i september 1980 diskontoen til 12 pct. Lånetranchesatsen, der havde været oppe på 20 pct., reduceredes til 18 pct. I oktober fulgte en yderligere diskontonedsættelse til 11 pct.

I september 1982 trådte regeringen Anker Jørgensen tilbage og blev afløst af firkløverregeringen. Regeringens afgang gav sig, som nævnt foran i afsnittet om valutakursjusteringer, udslag i en voldsom valutauro.

I dagene indtil den nye regerings tiltræden måtte en meget kraftig valutaudstrømning imødegås ved suspension af lånerammerne og en kraftig forhøjelse af pengemarkedsrenten. I begyndelsen af oktober opstod der på ny uro om kronen – først i tilknytning til den svenske devaluering på 16 pct. den 8. oktober og igen i den følgende uge op til Folketingets endelige behandling af regeringens indkomstpolitiske forslag. Også i denne periode nødvendiggjorde situationen en betydelig forhøjelse af pengemarkedsrenten og et højt pengepolitisk beredskab.

Efter stramningen af den økonomiske politik i oktober kunne den snævre styring af likviditets- og renteforholdene gradvis lempes. I november nedsattes diskontoen til 10 pct.

Figur 5.5, side 193, viser den kraftige stigning i renteniveauet fra 1975 til 1982. Således steg den gennemsnitlige effektive obligationsrente fra 12-13 pct.

Tabel 5.4 Ændringer i bankers og sparekassers likviditet

	Bankers og sparekassers nettotilgodehavende i		I alt	Likviditetsbestemmende forhold			
	Nationalbanken[1])	Udlandet (nettovalutastilling)		Statens nettogæld til Nationalbanken[2])	Samlede valutareserver[3])	Nationalbankens beholdning af obligationer og aktier[4])	Andre faktorer[5])
	Milliarder kroner						
Stilling ultimo dec. 1974 ...	- 3,7	2,0	- 1,7	- 9,6	7,1	10,8	
Ændring i							
1975	2,8	- 1,5	1,3	5,8	- 1,7	1,5	- 4,3
1976	- 0,6	1,2	0,6	- 4,8	0,6	5,6	- 0,8
1977	- 2,5	1,2	- 1,3	- 5,1	5,9	- 1,7	- 0,4
1978	- 0,5	- 2,4	- 2,9	- 4,7	6,0	- 1,1	- 3,1
1979	0,4	1,5	1,9	3,8	1,4	0,0	- 3,3
1980	2,5	- 2,0	0,5	2,7	- 0,8	1,0	- 2,4
1981	0,6	0,2	0,8	7,4	- 4,9	0,4	- 2,1
1982	- 5,2	0,4	- 4,8	- 3,0	- 1,8	1,7	- 1,7
Stilling ultimo dec. 1982 ...	- 6,1	0,2	- 5,9	- 7,6	21,0	12,5	

Danmarks Nationalbank.

[1]) Inkl. indlånsbeviser med en løbetid på 91 dage udstedt til og med den 23. april 1975 samt til og med oktober 1980 indeståender på deponeringskonti. Kreditbeviser og 1-5-årige indlånsbeviser er ikke inkluderet i tallene.

[2]) Inkl. postgiromidler.

[3]) Ændringstallene er beregnet ekskl. kursregulering af Danmarks internationale likviditet samt tildeling af SDR.

[4]) Ændringstallene er beregnet ekskl. kursregulering.

[5]) Omfatter bl.a. ændringer i seddel- og møntomløbet, Nationalbankens løbende indtjening og ændringer i Nationalbankens mellemværender med Hypotekbanken.

medio 1975 til 21 pct. medio 1982. Figuren afspejler endvidere forskydningerne i rentestrukturen, hvor pengeinstitutternes udlånsrente indtil begyndelsen af 1978 tenderede mod at ligge i overkanten af obligationsrenten, men derefter i det næste par år lå klart under. Endelig viser figuren den aktive anvendelse af Nationalbankens marginalsatser fortrinsvis med henblik på forsvar af valutaen.

Den som hovedregel stramme likviditet i pengeinstitutterne fremgår af tabel 5.4. Nationalbankens store obligationskøb i 1976 var koncentreret på årets første måneder, hvor markedet var under pres som følge af store nettosalg fra pengeinstitutternes side. Interventionerne blev stoppet på grund af valutaudviklingen.

Ellers viser oversigten, at statsfinanserne over hele perioden stort set var

Tabel 5.5 Bankers og sparekassers indenlandske udlån og beholdning af obligationer og aktier

Ultimo	Udlån	Stigning i forhold til året før	Udlån i procent af indlån	Beholdning af obligationer og aktier[1])	Stigning i forhold til året før[2])	Obligationer og aktier i procent af indlån
	Milliarder kroner	Procent		Milliarder kroner	Procent	
1974	66,6	•	•	16,5	•	•
1975	68,2	2,4	70	34,1	94,3	35
1976	79,8	17,0	73	33,9	5,1	31
1977	89,2	11,8	75	39,6	16,1	33
1978	98,7	10,7	78	41,6	3,6	33
1979	108,5	9,9	78	44,9	4,6	32
1980	117,8	8,6	76	53,2	13,9	34
1981	128,5	9,1	75	60,6	9,1	35
1982	142,1	10,6	74	77,0	19,7	40

Danmarks Nationalbank.
Anm.: Ekskl. danske bankers og sparekassers udlån til og indlån fra valutaudlændinge samt danske bankers og sparekassers udenlandske filialers udlån til og indlån fra valutaindlændinge og -udlændinge.
[1]) Ekskl. Nationalbankens indlånsbeviser og kreditbeviser.
[2]) Ekskl. kursregulering.

likviditetsmæssigt neutrale. Det samme var tilfældet hvad angår Nationalbankens obligationskøb. Likviditeten blev forbedret ved stigningen i valutareserverne, mens stigningen i seddelomløbet samt Nationalbankens overskud trak i modsat retning.

Væksten i pengeinstitutternes udlån var stabil omkring 10 pct. undtagen i 1976, hvor stigningen kom op på 17 pct. efter en meget lav udlånsstigning året før, jf. tabel 5.5, der tillige viser den stærke stigning i pengeinstitutternes obligationsbeholdninger.

Udlånsloftet

Som tidligere nævnt var det en svaghed ved udlånsloftet, at kreditternes udnyttelsesgrad viste en stigende tendens, således at de faktiske udlån kom til at stige stærkere end forudsat ved de periodevise udlånsloftsforhøjelser.

Dette skyldtes formentlig i mindre grad, at kunderne trak hurtigere på kreditterne end før, men snarere at pengeinstitutterne fik slettet „døde" kreditter samt ændrede fremgangsmåde ved ydelsen af nye, f.eks. således, at lånebevillingen blev afpasset efter det umiddelbare lånebehov og ikke som ellers dækkede lånebehovet over et længere tidsrum. Imod hensigten ændrede pengeinstitutterne med andre ord bevillingspraksis. Det kom frem ved flere lejligheder, at man også på anden vis gjorde sig store anstrengelser for at finde smuthuller.

Nationalbanken søgte at tage højde herfor ved at holde igen på størrelsen af udlånsloftsforhøjelserne, men stimulerede herved blot lysten til yderligere opfindsomhed.

At det også kunne gå den anden vej, fik man et eksempel på i 1975, hvor udnyttelsesgraden faldt. Under den kraftige konjunkturafmatning i 1974-75 blev udlånsloftet løbende forhøjet, for at det ikke skulle udgøre en hindring for finansiering af en rimelig aktivitetsudvidelse under disse forhold. Da de faktiske udlån som følge af den svage låneefterspørgsel kun steg meget lidt, blev resultatet et fald i udnyttelsesgraden.

Også dette var risikabelt, således som udlånsloftet nu engang var udformet. Der blev herved skabt plads for en senere kraftig udlånsvækst, og en sådan opstod allerede i 1976, der var et år med høj økonomisk vækst og valutatauro. Med en opgang på 17 pct. blev udlånsstigningen dobbelt så stor som den akkumulerede forhøjelse af udlånsloftet i 1976 på lidt over 8 pct. De nærmere omstændigheder mindede om forholdene i 1969. Senere stabiliseredes udlånsvæksten på omkring 10 pct., jf. den foranstående tabel 5.5.

Udlånsloftet blev således efterhånden nedslidt som instrument i pengepolitikken. Der opstod for stort et slør i styringen af de faktiske udlån. Det fik en lille renæssance i slutningen af 1979, hvor Nationalbanken på regeringens foranledning optog forhandlinger med pengeinstitutternes organisationer om genindførelse af de tidligere stramme regler for forbrugsfinansiering. Dette skete som led i helhedsløsningen. Reglerne var blevet lempet under den økonomiske afmatning i 1975, men skulle herefter igen efterleves fuldt ud.

Tendensen til neutralisering af konkurrencen pengeinstitutterne imellem var en yderligere ulempe. Det var Nationalbankens fornemmelse, at visse grupper af pengeinstitutter fandt sig ganske godt tilpas med denne form for regulering, der således var på vej til at blive noget af en sovepude. Dette var et forhold, som også blev berørt i betænkningen om rentemarginalloven. Der blev heri fremsat den vurdering, at udlånsloftet i perioder, hvor det var stramt, virkede dæmpende på pengeinstitutternes interesse i og mulighed for at konkurrere om kunderne ved hjælp af udlånsrenten.

Endelig var Nationalbanken utryg ved den politisering af udlånsloftet, der var tilløb til ved flere lejligheder.

Derimod så det ikke ud til, at udlånsloftet gav stødet til etablering af alternative kreditkanaler af større omfang, selv om der i 1978 og specielt i 1979 var tegn på en udvidelse af de såkaldte parallelmarkeder. Dette skyldtes utvivlsomt, at udlånsloftet kun periodevis virkede strammende.

Da der i løbet af sommeren 1980 opstod en betydelig uudnyttet margen under udlånsloftet, benyttede Nationalbanken lejligheden til at få det afskaffet. Der blev først ført forhandlinger herom med regeringen og dernæst med pengeinstitutternes organisationer. Formelt blev udlånsloftet suspenderet på

et møde mellem Nationalbanken og organisationerne den 27. september 1980.

Udlånsloftet havde da været anvendt som instrument i pengepolitikken i over ti år. At man holdt ved så længe uanset manglerne, skyldtes især det politiske ønske om „styring af kapitalen", men måtte tillige ses på baggrund af, at renten som instrument til påvirkning af låneefterspørgslen, herunder ikke mindst efterspørgslen efter lån til forbrugsformål, var stærkt svækket på grund af de udbredte inflationsforventninger sammenholdt med de gældende gunstige skatteregler for fradrag af renteudgifter. Udlånsloftet bidrog givetvis til at stimulere erhvervslivets låntagning i udlandet, således at der herigennem blev opnået et passende bidrag til dækning af underskuddet på betalingsbalancens løbende poster.

Udlånsloftet blev tit omtalt og kommenteret i medierne på godt og ondt. Og naturligvis var pengeinstitutterne meget optaget af denne reguleringsform. Set fra Nationalbankens synspunkt havde udlånsloftet imidlertid ikke den centrale betydning i pengepolitikken, som det undertiden blev tillagt i offentligheden.

Man gik herefter over til fastsættelse af generelle retningslinjer for udlånsforøgelsen. Som mål blev der i første omgang fastlagt en ramme på 6 pct. for perioden fra september 1980 til juni 1981. Målsætningen blev knyttet sammen med pengeinstitutternes adgang til træk på Nationalbanken under lånerammesystemet, der blev videreført. Lånemuligheden ville blive indskrænket eller afbrudt - efter forudgående varsel - for pengeinstitutter, hvis udlånsekspansion efter Nationalbankens vurdering havde været uacceptabelt høj.

Der blev endvidere truffet aftale om, at i tilfælde af for kraftig udlånsekspansion kunne det enkelte pengeinstitut pålægges en deponeringspligt stort set efter de for udlånsloftet gældende anvisninger, men baseret på de faktiske udlån. Endelig var der enighed om, at udlånsloftet kunne aktiveres på ny, såfremt de aftalte retningslinjer ikke gav tilfredsstillende resultat, men i så fald eventuelt baseret på selve udlånene og ikke på udlånstilsagnene. Reglerne for lån til forbrugsformål etc. blev opretholdt indtil videre.

Man var med andre ord tilbage i den gamle likviditetsstyring kombineret med måltal for udlånsvæksten. Det er en ikke uinteressant observation, at efter udlånsloftets afskaffelse indtrådte der et gradvist fald i kreditternes udnyttelsesgrad, således at man i 1990 kom ned på 68 pct., dvs. nogenlunde samme niveau som i udgangssituationen i 1970.

Renteregulering

Som tidligere omtalt blev den mangeårige indlånsrenteaftale mellem banker og sparekasser ophævet fra udgangen af januar 1973.

Der havde forinden såvel fra politisk side som af tilsynsmyndigheden væ-

ret rejst kritik mod aftalen, som man fandt forøgede pengeinstitutternes rentemarginal og dermed deres fortjeneste i en - åbenbart - urimelig grad. Der havde også været uro i pengeinstitutternes egne rækker, og endelig havde Nationalbanken ladet forstå, at aftalen spillede en væsentlig mindre rolle for pengepolitikken end tidligere.

Efter renteaftalens ophør løsnedes forbindelsen mellem diskontoen og pengeinstitutternes rentesatser. Som følge heraf og på grund af pengeinstitutternes stramme likviditet opstod der efterhånden en skarp konkurrence om store indlån ved at byde renten op for sådanne indlån.

Denne udvikling tiltrak sig politisk opmærksomhed, og da det ud fra de foreliggende bankregnskaber i begyndelsen af 1975 så ud til, at rentemarginalen var blevet forøget, ønskede regeringen, at der som led i den indkomstpolitiske helhedsplan i marts 1975 omfattende en lovmæssig forlængelse af de kollektive overenskomster kombineret med et avancestop og en udbyttebegrænsning tillige blev gennemført en *lovmæssig regulering af rentemarginalen.*

Det var Nationalbanken ikke begejstret for. Man fandt, at et sådant indgreb ville være en „bagvendt løsning". I en udtalelse til Politiken den 23. januar 1975 havde nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer slået til lyd for, at man lod bankers og sparekassers udlånsrenter følge ændringerne i Nationalbankens diskonto. Et sådant system ville ikke udelukke en effektiv rentekonkurrence. Konkurrencen skulle blot finde sted på indlånsrenten.

På et møde med de økonomiske ministre den 6. marts 1975 gav Nationalbanken som så ofte før udtryk for, at erhvervslivets låntagning burde foregå til så lav en rente, som valutasituationen nu engang tillod. Endvidere gik man ind for, at der hurtigt blev etableret en løbende statistik over udlånsrentesatserne. Derimod ønskede banken ikke at blive inddraget i den politiske diskussion om rentemarginalen.

Som følge af tidspres var regeringen indstillet på en lov med det indhold, at et pengeinstituts rentemarginal ikke måtte overstige gennemsnittet for de tre forudgående år, 1972-74. Da rentemarginalen havde været stigende, indebar dette en sænkning af rentemarginalen i forhold til det seneste regnskabsår. Sammen med de andre indkomstpolitiske love blev rentemarginalloven herefter gennemført som lov nr. 51 af 11. marts 1975.

Tilsynet med Banker og Sparekasser fik overdraget administrationen af loven, der blev forsynet med en klausul om snarlig revision. Dette skyldtes de problemer, der måtte ventes ved en regulering af denne art, som ikke havde været prøvet før. Loven fik gyldighed til udgangen af marts 1977. Forslag om revision skulle fremsættes senest den 1. februar 1976.

Det viste sig efterfølgende, at loven rent faktisk kom til at „virke bagvendt", idet den forårsagede en endnu større konkurrence om aftaleindskud. Dette skyldtes lovens opbygning, der hvilede på et maksimum for forskellen

mellem den gennemsnitlige udlånsrente og den gennemsnitlige indlånsrente uafhængigt af renteniveauet. Den højere rente, der blev budt for aftaleindskud, kunne derfor - inden for rentemarginallovens rammer - væltes over på udlånsrenten. Endvidere kunne den indlånsforøgelse, der skyldtes stigende aftaleindskud, genplaceres i andre rentebærende aktiver end udlån, hvorved den renteindtægt, der hidrørte herfra, faldt uden for beregningen af rentemarginalen.

Rentemarginalloven fik således den utilsigtede virkning at give tendens til højere rentesatser både på indlånssiden og udlånssiden.

Revisionsbestemmelsen blev senere ophævet, da regeringen ikke fandt grundlag for at fremsætte et egentligt revisionsforslag efter så kort tids erfaring med loven. Som led i det politiske augustforlig i 1976 forlængedes rentemarginallovens gyldighedsperiode med visse tekniske ændringer til udgangen af marts 1979. Samtidig blev det pålagt handelsministeren at fremsætte forslag til *revision af loven* snarest muligt og senest den 1. november 1977.

Med henblik herpå nedsatte ministeren i september 1976 et udvalg med professor, dr.polit. Niels Thygesen som formand. Nationalbanken blev i udvalget repræsenteret ved prokurist, senere underdirektør Kirsten Mordhorst. Udvalget fik som kommissorium at undersøge eventuelle uheldige virkninger af reguleringen.

Såfremt undersøgelsen gav anledning hertil, skulle udvalget udarbejde forslag til ændringer i loven eller til en ny regulering under forudsætning af, at virkningerne af den gældende ordning ikke forringedes. Ved udarbejdelsen af forslag skulle prislovgivningens formål lægges til grund. Samtidig skulle „den af samfundet gennem Danmarks Nationalbank fastlagte penge- og kreditpolitik" være behørigt tilgodeset, ligesom bank- og sparekasselovgivningens krav til pengeinstitutternes solvens og likviditet skulle respekteres.

Udvalget, der afgav betænkning året efter[1]), pegede på en række ulemper, som navnlig ville gøre sig gældende på længere sigt. Endvidere var loven behæftet med enkelte tekniske svagheder. Loven måtte tillige anses for uheldig set fra et pengepolitisk synspunkt. Den stive regulering af rentemarginalen kunne skabe usikkerhed om diskontopolitikkens virkninger, men det var navnlig betænkeligt, at rentemarginalloven bidrog til at øge konkurrencen om aftaleindskud og dermed til en opadgående renteglidning.

Mens loven kunne forbedres ved teknisk prægede revisioner, fandt udvalget ikke, at de fundamentale svagheder kunne afhjælpes ved lovændringer. Såfremt der var ønske om en fortsat regulering, foreslog udvalget derfor rentemarginalloven afløst af en regulering efter pris- og avancelovgivningens almindelige principper, men - som angivet i kommissoriet - under hensynta-

[1]) Betænkning nr. 823 af 27. september 1977 vedrørende revision af rentemarginalloven.

gen til pengepolitikken og til bank- og sparekasselovens krav til pengeinstitutternes egenkapital.

I sin høringsudtalelse til Handelsministeriet af 5. oktober 1977 gav Nationalbanken tilslutning til disse kritikpunkter. Såfremt en regulering af pengeinstitutternes indtjening ønskedes opretholdt af indkomstpolitiske grunde, talte pengepolitiske hensyn for, at loven blev afløst af en smidigere regulering, som foreslået af udvalget.

Det var for Nationalbanken en forudsætning herfor, at pris- og avancelovens bestemmelser i så fald blev anvendt under hensyntagen til såvel pengepolitikken som bank- og sparekasselovens soliditetskrav og endvidere, at påtænkte indgreb, som kunne have betydning for pengepolitikken, forinden blev forhandlet med Nationalbanken.

Regeringen ønskede imidlertid ikke umiddelbart at gå med til sådanne ændringer. Dette ville kræve nøjere overvejelse, og i mellemtiden måtte reguleringen af pengeinstitutternes indtjening videreføres ved hjælp af rentemarginalloven inklusive de foreslåede tekniske forbedringer. Forslag herom blev fremsat den 28. oktober 1977.

Regeringen var selvfølgelig beklemt ved den stigning i renteniveauet, der var fremkommet. Der blev derfor indledt overvejelser om at søge konkurrencen om aftaleindskud begrænset ved i loven at indføje en bemyndigelse til at fastsætte maksimalrenter.

Ifølge økonomiminister Per Hækkerup var det ikke sigtet hermed, at bemyndigelsen skulle gøres effektiv. Tværtimod håbede man på herigennem at kunne formå pengeinstitutterne til at indgå en frivillig aftale med Nationalbanken som mellemled. Der var ifølge ministeren også andre muligheder end rentemarginalloven for indplacering af en sådan bemyndigelse. Kreditformidlingsloven eller eventuelt en helt selvstændig lov blev nævnt.

Heller ikke et sådant indgreb var smageligt for Nationalbanken. En lov ville skabe en uhensigtsmæssig stivhed i rentedannelsen. Om nødvendigt kunne det overvejes i rentemarginalloven at lægge loft over, hvor høje indlånsrenter der kunne indregnes ved opgørelsen af rentemarginalen. Banken havde herved i tankerne, at en sådan bestemmelse ville falde væk samtidig med rentemarginallovens udløb. Man kunne med andre ord undgå en permanent lovbestemmelse.

Aftalevejen blev afprøvet i et møde i slutningen af oktober 1977 mellem Nationalbanken og formandskabet for henholdsvis Bankforeningen og Sparekasseforeningen, men viste sig ikke farbar. Nationalbanken gjorde gældende, at en eventuel aftale alene skulle omfatte den højeste indlånsrente, men altså uden resultat.

Der blev herefter arbejdet videre med et ændringsforslag til loven gående ud på, at pengeinstitutterne ved opgørelsen af deres rentemarginaler højst

måtte medregne „den del af renteudgifter eller andet vederlag for indlån, der overstiger Danmarks Nationalbanks diskonto med tillæg af 3 pct. p.a." Forslaget blev i januar 1978 af handelsminister Ivar Nørgaard tilstillet Folketingets erhvervsudvalg, der behandlede revisionen af rentemarginalloven.

Offentliggørelsen af ændringsforslaget skabte så kaotiske forhold på markedet for aftaleindskud, at en række større pengeinstitutter enedes om indtil videre kun at yde en rente af sådanne indskud på 16½ pct. Nationalbanken gav tilsagn om at ville støtte denne aftale ved at sænke interventionsrenten på pengemarkedet fra de da gældende 20 pct. til 17 pct. Andre forhold talte i forvejen for at sænke interventionsrenten.

Efter yderligere en række forhandlinger indgik pengeinstitutternes organisationer den 28. februar 1978 en *ny indlånsrenteaftale,* men kun gældende til og med den 31. marts 1979, hvor rentemarginalloven udløb.

Aftalen fastsatte en maksimalrente for aftaleindskud på diskontoen plus 4 pct., samt at det gennemsnitlige effektive renteniveau for øvrige indlån ikke måtte ændres væsentligt i forhold til diskontoen. Det var endvidere en forudsætning for aftalen, at Nationalbanken under normale forhold skulle tilføre pengeinstitutterne den nødvendige likviditet, således at pengemarkedsrenten ikke skulle stige uforholdsmæssigt i overgangsperioden.

Aftalen fik tilslutning fra praktisk taget samtlige medlemmer af de to organisationer. Det var utvivlsomt afgørende herfor, at et maksimum for den indlånsrente, der kunne medregnes ved opgørelsen af rentemarginalen i henhold til rentemarginallovens bestemmelser, umiddelbart ville ramme pengeinstitutterne på indtjeningen, mens dette ikke ville være tilfældet ved en renteaftale.

Under et samråd med Folketingets erhvervsudvalg den 2. marts 1978 trak handelsministeren herefter det fremsatte ændringsforslag til rentemarginalloven tilbage. Den påtænkte lovrevision, alene omfattende de tekniske ændringer, blev herefter gennemført[1]).

Renteaftalen medførte umiddelbart et markant fald i renten på aftalekonti. Sammen med de øvrige indlånsrentesatser nedsattes denne rente yderligere i juli i forbindelse med diskontonedsættelsen fra 9 pct. til 8 pct. Alt i alt faldt renten på aftalekonti i løbet af 1978 med ca. 6 pct. Som følge heraf faldt også den gennemsnitlige indlånsrente og dermed i kraft af rentemarginalloven tillige den gennemsnitlige udlånsrente. Faldet i udlånsrenten, der blev noget større end faldet i den gennemsnitlige indlånsrente, var særlig stærkt i hovedbankerne, der havde betydelige aftaleindskud.

Efter rentemarginallovens udløb den 31. marts 1979 blev bankernes og sparekassernes rentefastsættelse inddraget under pris- og avanceloven, men som foreslået af rentemarginaludvalget og ønsket af Nationalbanken un-

[1]) Lov nr. 116 af 29. marts 1978 om ændring af lov om pengeinstitutternes rentemarginal.

der hensyntagen til den pengepolitiske styring og til pengeinstitutternes mulighed for at overholde bank- og sparekasselovens mindstekrav til egenkapitalen.

Hermed var dramaet om renten imidlertid ikke afsluttet.

Det var den almindelige opfattelse, som også deltes af Nationalbanken og pengeinstitutterne, at der efter rentemarginallovens udløb kunne ventes en kraftig stigning i pengeinstitutternes rentesatser. Dette skyldtes, at der var opstået et øget spænd mellem indlånsrenten og renten af korte statspapirer, som havde gjort det svært at få renteaftalen overholdt. Det var derfor ikke realistisk at forvente, at aftalen kunne forlænges ud over dens udløb pr. 1. april 1979.

Også Tilsynet med Banker og Sparekasser imødeså den kommende tids udvikling med en vis uro. På et møde i Nationalbanken den 20. februar 1979 gav direktør Knud Agbo udtryk for, at overgangen fra regulering gennem rentemarginalloven til regulering efter pris- og avanceloven måtte ventes at give mange problemer, og at det derfor kunne være hensigtsmæssigt, at der i overgangsperioden blev etableret en eller anden form for renteaftale.

Under et møde nogle dage senere mellem repræsentanter for SV-regeringen og Nationalbankens direktion blev det fra regeringens side gjort klart, at som følge af de igangværende bestræbelser på at dæmpe erhvervslivets omkostninger og forbedre konkurrenceevnen ville en ny kraftig stigning i renteniveauet være uvelkommen. Ministrene henstillede derfor, at renteaftalen blev videreført eventuelt ved Nationalbankens mellemkomst.

Dette var Nationalbanken af flere grunde meget imod. Økonomiminister og minister for skatter og afgifter Anders Andersen, der ledede mødet, havde forståelse for bankens betænkeligheder, men afslutningen på forhandlingerne blev, at Nationalbanken gav tilsagn om endnu en gang at tage en drøftelse med banker og sparekasser.

Banken ønskede imidlertid ikke at fortsætte i det gamle spor og fandt under de følgende interne overvejelser frem til, at „når det nu endelig skulle være", så var en *udlånsrenteaftale* respektive en deponeringsordning, eventuelt med hjemmel i kreditformidlingsloven, formentlig den bedste vej til stabilisering af udlånsrenten, jf. Erik Hoffmeyers forannævnte indlæg i Politiken.

Disse tanker blev afprøvet i efterfølgende møder med pengeinstitutternes organisationer. Det viste sig meget svært at nå frem til et kompromis. Sparekasserne holdt længe på, at de kun ville acceptere en indlånsrentemodel og kun under Nationalbankens medvirken. Efter at deponeringsmuligheden var gledet i baggrunden, koncentreredes forhandlingerne om en udlånsrenteaftale, som - efter at den var blevet tilstrækkelig smidiggjort - blev slutresultatet.

Organisationerne gav tilslutning til, at Nationalbanken indgik en sådan

aftale med de enkelte pengeinstitutter[1]). Ifølge aftalen skulle pengeinstitutterne fra og med april indtil udgangen af 1979 fastholde deres gennemsnitlige udlånsrente på niveauet i 1. kvartal 1979 bortset fra mindre justeringer. Ved ændringer i diskontoen ville den gennemsnitlige udlånsrente kunne ændres tilsvarende.

Som et led i aftalen gav Nationalbanken tilsagn om at ville „tilstræbe, at de tilsluttede pengeinstitutter får dækket deres normale lånebehov til en rente svarende til Nationalbankens almindelige udlånsrente". Dette tilsagn gjaldt dog ikke i tilfælde af valutauro eller andre ekstraordinære forhold.

Aftalen fik tilslutning fra alle banker og sparekasser på nær enkelte små sparekasser.

I december 1979 forlængedes aftalen til udgangen af 1. kvartal 1980. Baggrunden var den socialdemokratiske regerings økonomiske helhedsplan, der blev forelagt Folketinget den 4. december 1979. I forbindelse hermed ønskedes pris- og avanceloven skærpet med det formål at skabe øget indseende med pengeinstitutternes indtjening mv.

Da de pågældende bestemmelser var afklaret, og det var fastlagt, at de skulle gælde til den 28. februar 1981, forlængedes aftalen yderligere til udgangen af december 1980. Der blev i denne forbindelse givet mulighed for mindre justeringer af udlånsrenten.

Det spænd mellem renten i pengeinstitutterne og obligationsrenten, der havde givet anledning til aftalen, forsvandt i sommeren 1980, efter at diskontoen i flere trin var blevet forhøjet til 13 pct. og udlånsrenten forøget i takt hermed, mens obligationsrenten ikke steg tilsvarende. Nationalbanken fandt derfor tiden inde til at få aftalen ophævet.

Dette var regeringen imidlertid ikke indstillet på. Aftalen var et led i indkomstpolitikken for den løbende overenskomstperiode, og det kunne derfor virke psykologisk uheldigt at slippe den.

På denne baggrund forlængedes aftalen yderligere til udgangen af juni 1981, hvor den udløb endeligt. Da en række pengeinstitutter på dette tidspunkt havde en uudnyttet margen for „tilladelige" renteforhøjelser under aftalen, blev de efterfølgende justeringer af udlånsrentesatserne forholdsvis beherskede.

Pengeinstitutternes rentefastsættelse var herefter alene underlagt den almindelige pris- og avancelovgivning.

Obligationsaftaler og realkreditlov

Baggrunden for obligationsaftalerne var de forudgående års uro på obligationsmarkedet. Tilgangen af realkreditobligationer voksede voldsomt, især

[1]) Aftalen er aftrykt som bilag 1 til Nationalbankens årsberetning 1979.

som følge af det store og stigende nybyggeri, men også den øgede konkurrence mellem realkreditinstitutterne bidrog hertil. I modsat retning trak de i 1972 indførte skærpede regler for institutternes vurdering og låneudmåling og de af institutterne selv - efter samråd med regeringen og Nationalbanken - indførte administrative begrænsninger.

Alligevel følte der - ikke mindst fra politisk side - behov for en indsats for at få skabt mere ro på markedet. Igen var det den lange rente, opmærksomheden var rettet imod, og ikke uden grund. I november 1972 var den gennemsnitlige obligationsrente kommet ned på godt og vel 10 pct., men steg efterfølgende til knap 14 pct. ved udgangen af 1973 for ved udgangen af juli 1974 at nå op på næsten 18 pct., hvorefter den - midlertidigt - faldt igen. Altså en voldsom stigning i løbet af forholdsvis kort tid. Det blev under disse forhold vanskeligt at sikre en nogenlunde stabil byggerytme.

Nationalbanken selv var ikke interesseret i at gentage obligationsrationeringen fra sidste halvdel af 1960'erne, men var ligesom andre utilfreds med de store svingninger i obligationsrenten, som banken havde søgt at imødegå ved interventioner i markedet. I første halvår 1974 blev der således købt obligationer i et meget betydeligt omfang til trods for de problemer, der fulgte heraf for den almindelige pengepolitik.

Det spillede tillige en rolle for Nationalbankens holdning, at der efter indførelsen af udlånsloftet for pengeinstitutternes kreditgivning kunne spores en øget interesse for realkreditlån frem for lån i banker og sparekasser, et forhold, der dog især gjorde sig gældende i perioder, hvor der var en rentemæssig fordel herved. Banker og sparekasser undlod imidlertid ikke at gøre opmærksom på den forvridning af konkurrencen, der fulgte af den frie adgang til realkreditlån.

Som følge af disse forhold tog Nationalbanken igen et kreditpolitisk initiativ af hensyn til obligationsmarkedet og fik tilslutning hertil først af den socialdemokratiske regering og senere af den efterfølgende Venstre-regering. Efter februar 1975 gentog Anker Jørgensen-regeringen II sin tidligere opbakning.

Formålet hermed var at få tilvejebragt en koordineret indsats til forbedring af forholdene på obligationsmarkedet.

Nationalbankens udspil gik ud på, at der blev etableret en *rammeaftale* mellem banken og realkreditinstitutterne nogenlunde i lighed med bankens aftaler med pengeinstitutterne. I første omgang var institutterne imidlertid ikke indstillet herpå. De var af den opfattelse, at den af dem selv indførte selvjustits, som Nationalbanken i øvrigt fandt var behæftet med mangler, var tilstrækkelig. Drøftelserne blev derfor langtrukne og fik først et realistisk forløb i foråret 1975.

Gennembruddet kom ved et møde den 14. maj 1975 mellem økonomimi-

nister Per Hækkerup, boligminister Helge Nielsen, Realkreditrådets daværende formand, direktør Erik Haunstrup Clemmensen og nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer. På mødet blev der opnået enighed om proceduren for de videre forhandlinger.

Det hed herom i et af alle parter i mødet accepteret resumé: „Såfremt realkreditinstitutterne gik ind på at oprette en rammeaftale, måtte de regler, der blev fastsat, godkendes på et møde mellem de økonomiske ministre og Nationalbanken. Der var enighed om, at Nationalbanken burde indbyde til et forberedende møde med deltagelse af boligministeren, økonomiministeren og Realkreditrådet".

Institutterne lagde således vægt på, at et aftalesystem og senere ændringer heri fik politisk opbakning, men accepterede, at det var Nationalbanken alene, som var forhandlingspartner.

Nationalbankens oplæg fulgte som nævnt linjen fra aftalerne med banker og sparekasser, men blev efter ønske fra institutterne ændret på to punkter. Aftalen blev således indgået med Realkreditrådet og ikke med de enkelte institutter. Endvidere blev der ikke i aftaleteksten nævnt konkrete former for regulering, men blot refereret til „midler, der i den foreliggende situation må anses for hensigtsmæssige, og hvorom der opnås enighed". Rammeaftalen blev underskrevet den 28. november 1975[1]).

Aftalen blev hurtigt gjort effektiv. Efter forhandlinger med Nationalbanken og efterfølgende accept i regeringen indførtes i december 1975 et midlertidigt loft over de samlede lånetilbud gældende fra den 15. december 1975 indtil udgangen af 1976. I denne periode skulle realkreditinstitutternes nettolånetilbud, omregnet til 10 pct.s lån, holdes inden for en ramme på 29,5 mia.kr. ligeligt fordelt på kvartaler.

Ifølge beregninger i Nationalbanken lå der heri en skønnet reduktion i forhold til 1975 på knap 5 mia.kr. Ved hensyntagen til prisstigninger blev den reelle reduktion 7-8 mia.kr.

Fordelingen af rammebeløbet på institutter og ejendomskategorier mv. skulle aftales i Realkreditrådet, altså institutterne imellem, og administrationen tilrettelægges således, at man undgik organiseret kødannelse.

Da Realkreditrådet ønskede selv at komme til at stå som initiativtager til iværksættelsen af reguleringen, hvad hverken Nationalbanken eller regeringen havde noget imod, blev det Realkreditrådet, der den 19. december 1975 udsendte pressemeddelelsen herom.

Det hed heri som en målsætning bl.a., „at man samtidig med at tilgodese det lånebehov, der knytter sig til egentlig byggeaktivitet, tilrettelægger udlånspolitikken på en sådan måde, at der herigennem ydes et bidrag til at af-

[1]) Er aftrykt som bilag 4 til Nationalbankens årsberetning 1975.

dæmpe presset på markedet for realkreditobligationer. ... Det er ... tillige forudsat, at der vises den yderste tilbageholdenhed med egentlig tillægsbelåning af boligejendomme".

Realkreditrådet lagde megen vægt på følgende passus i pressemeddelelsen: „Med regeringens og Nationalbankens tilslutning til loftet har man samtidig accepteret dets forsvarlighed ud fra såvel et aktivitets- som kapitalmarkedsmæssigt synspunkt".

På tidspunktet for etableringen af låneloftet var byggeaktiviteten stigende, men havde ellers på boligområdet været præget af afmatning igennem 1974 frem til midten af 1975.

Som følge heraf var realkreditloven blevet lempet på forskellig vis, bl.a. ved forlængelse af løbetiderne for lån i nyt parcelhusbyggeri etc. og ved øgede lånemuligheder i forbindelse med om- og tilbygningsarbejder. I april 1975 gav boligminister Helge Nielsen tilladelse til, at der også kunne ydes kontantlån i almindelig realkredit forudsat, at lånene blev effektueret i de højest forrentede serier[1]). Den midlertidige momsnedsættelse gjorde også sit til at stimulere byggeaktiviteten.

For obligationsreguleringen var det af særlig betydning, at der ved det foran side 127 omtalte boligpolitiske forlig i juni 1974 var forudsat et byggeomfang på 40.000 boliger årligt i de næste fire år. Det var vigtigt ved udformningen af reguleringen, at der blev plads til normal finansiering af et boligbyggeri af denne størrelse. Også finansieringen af om- og tilbygninger og af erhvervslivets investeringer skulle tilgodeses. Derimod indebar reguleringen en kraftig beskæring af de egentlige tillægslån i boligejendomme.

Reguleringen kom til at gælde i tre år, for tillægslån dog noget længere. Det viste sig svært at få de fastsatte kvoter til at slå til. Det begyndte at knibe allerede i 1976, og i 1977, hvor der oprindelig var fastsat en kvote på 30,0 mia.kr., måtte der gennemføres forhøjelser på i alt 4,5 mia.kr., før der, som det blev udtrykt af Realkreditrådets formand på dette tidspunkt, direktør Knud Andersen, var „gjort rent bord".

Ud over overholdelsen af kvoten var det naturligvis af betydning, at realkreditlovens lånegrænser blev respekteret. Det var især det i 1972 etablerede Tilsyn, der skulle tage sig af denne opgave. Det viste sig ved de indberetningsprocedurer, der blev sat i gang, at belåningsgrænsen ved nybyggeri af ejerboliger på 80 pct. hyppigt var overskredet på belåningstidspunktet. Det var specielt den igangsatte ejerskiftestatistik, der afslørede dette forhold.

På denne baggrund henstillede Nationalbanken i foråret 1977, at belå-

[1]) Tilladelsen, der omfattede alle panter, blev i februar 1977 begrænset til nyinvesteringer. I november 1980 blev adgangen forlænget uden begrænsning og kom atter til at omfatte alle ejendomsarter og alle låneformål.

ningsprocenten midlertidigt blev nedsat til 74 pct. Beregninger tydede på, at antallet af overskridelser herved højst ville komme til at udgøre 15 pct. af sagerne. Belåningsprocenten for tillægslån i sådanne ejendomme reduceredes samtidig fra 40 pct. til 30 pct.

I Realkreditrådets beretninger for 1976 og 1977 blev nedsættelserne kædet sammen med hensynet til at „få den knappe kvote til at slå til". Man brød sig åbenbart ikke om den af Nationalbanken anvendte begrundelse.

Ellers var det især landbrugskvoten, der voldte vanskeligheder. Nyudlånet i landbrugsejendomme steg stærkt bl.a. i form af generationsskiftelån som følge af gunstige skatteregler for familiehandler indtil udgangen af 1977. Endvidere forøgedes investeringerne kraftigt. Men også kvoten for industribelåning føltes meget knap.

Heller ikke kvoten for 1978 kom til at slå til. Rammen for de to første kvartaler blev hurtigt udtømt, således at man allerede i første halvår måtte tage hul på rammen for årets sidste kvartaler. Dette var naturligvis ikke holdbart, og for at skære igennem foreslog Nationalbanken med regeringens indforståelse, at man fra og med 4. kvartal opgav kvoteringen af lån i erhvervsejendomme.

På dette tidspunkt var forudsætningen for og dermed også virkningen af denne del af reguleringen blevet væsentlig ændret som følge af udnyttelsen af andre finansieringskilder, f.eks. finanslån og K-lån. Endvidere gav især landbrugskvoten anledning til alvorlige fordelingsproblemer internt i Realkreditrådet.

Derimod fastholdtes rammen på 24 mia.kr. for lån i boligejendomme gældende for 1978 som helhed. Også årskvoten på 700 mill.kr. for tillægslån blev opretholdt.

Sidst på året blev de i 1973 af Realkreditrådet indførte absolutte lånelofter ved belåning af nyopførte parcelhuse mv. erstattet af en begrænsning efter boligens størrelse og indretning, den såkaldte „normalhusregel". Låneloftet for fritidshuse blev bevaret, men forhøjet.

Kvoten for lån i boligejendomme blev videreført i 1979 med en lille forhøjelse, som langtfra slog til. Kvoteordningen blev derfor i realiteten opgivet fra sommeren 1979. Efter et møde mellem regeringens økonomiske ministre og Nationalbankens direktion den 18. januar 1980 blev den på bankens forslag formelt bragt til ophør, men med tilføjelse af, at man skulle „gå stille med dørene".

Samtidig ophævedes kvoteringen af forhåndslån. Ved revisionen af realkreditloven i 1975 fik boligministeren bemyndigelse til at give adgang til ydelse af sådanne lån. Denne bemyndigelse var i september 1977 blevet udnyttet af boligminister Ove Hove på den måde, at der blev givet tilladelse til forhåndslån ved nybyggeri af parcelhuse mv., men af forsigtighedshensyn skulle lånene holdes inden for en med Nationalbanken aftalt ramme på 750 mill.kr. pr. kvartal og inden for den i øvrigt fastlagte totalkvote. Fra 1. ja-

nuar 1979 udvidedes ordningen til at gælde for alt nybyggeri, men stadig under fastholdelse af kvoteringen. I løbet af 1979 øgedes interessen for forhåndslån, kvoten blev fuldt udnyttet og derefter som nævnt ophævet i januar 1980.

I december 1980 ophævedes den administrative begrænsning af ejerskiftebelåningen, der herefter blev ført tilbage til lovgivningens lånegrænse på 40 pct. Kvoten for tillægslån i boligejendomme, der blev betragtet som led i foranstaltningerne til at begrænse lån til forbrug, blev først ophævet med udgangen af 1981. I december 1982 ophævedes låneloftet for fritidshuse, og i januar 1983 fjernedes „normalhusreglen".

Indbefattet den nedenfor nævnte afskaffelse af 74 pct.s reglen var de administrative begrænsninger af realkreditinstitutternes udlånsvirksomhed hermed bragt til ophør.

Reguleringen kom herefter alene til at hvile på *lovgivningen,* der som nævnt var blevet lempet i 1975, og som siden blev yderligere liberaliseret på forskellig vis.

I marts 1976 blev der således givet adgang til at yde rentetilpasningslån, hvor renten ændres hvert femte år i overensstemmelse med renten på papirer med 1-5 års løbetid. I første omgang kunne der kun ydes lån af denne type i særlig realkredit i nye ejerboliger. Senere blev adgangen udvidet til at omfatte alt nybyggeri.

Fra 1. oktober 1977 blev der som nævnt åbnet op for ydelse af forhåndslån. Spørgsmålet herom var forinden blevet overvejet i en af boligministeren nedsat arbejdsgruppe med afdelingschef Axel G. Poulsen, Boligministeriet, som formand. Arbejdsgruppens redegørelse „Forhåndsbelåning af byggeri" forelå i november 1975[1]).

I 1980 blev långivningen forenklet ved ophævelse af tolagssystemet undtagen på landbrugs- og industriområdet, hvor Dansk Landbrugs Realkreditfond og Industriens Hypotekfond beholdt eneretten på ydelse af lån mod sekundær prioritet.

Mere væsentligt var de øvrige ændringer, der blev gennemført i 1980. På regeringens foranledning blev den administrative lånegrænse for nye ejerboliger på 74 pct. således ophævet med virkning fra den 2. juli 1980. Med de gældende kursforhold indebar dette en forhøjelse af det kontante låneprovenu fra 57 pct. til 66 pct. sammenlignet med den kontante anskaffelsessum. Der blev samtidig indført et nyt offentligt tilsyn, der bl.a. skulle påse, at overskridelserne fortsat blev holdt inden for 15 pct. af lånesagerne.

Under indtryk af byggekrisens alvorlige karakter ønskede regeringen

---

[1]) Forinden var der i december 1974 afgivet en „Redegørelse vedrørende nogle reformforslag inden for realkreditområdet", og efterfølgende forelå i juni 1976 en rapport om „Styring af byggevirksomhedens omfang".

imidlertid at gå videre. Den 8. oktober 1980 fremsatte boligminister Erling Olsen et ændringsforslag til realkreditloven, hvorved der - ud over visse lempelser i belåningen af industriejendomme og kontor- og forretningsejendomme - ville blive mulighed for at udmåle lån i nyopførte ejerboliger „inden for den pålydende værdi af obligationer, hvis provenu svarer til højst 80 pct. af den efter instituttets skøn rimelige kontantværdi af ejendommen"[1]).

Lånegrænsen ville hermed reelt blive sat op til 80 pct., dvs. en meget kraftig forhøjelse sammenlignet med situationen et halvt år tidligere. I de almindelige bemærkninger til lovforslaget, der fyldte 13 spalter, blev der ofret 8½ linje på de sikkerhedsmæssige problemer. Det hed herom bl.a., at de „tilsiger, at institutterne foretager værdiansættelsen med betydelig omhu". Det var næsten til at få tårer i øjnene af at læse.

Nationalbanken havde ikke noget imod overgangen til kontantvurdering som sådan, men fandt det uheldigt med så kraftig en forøgelse af lånemulighederne uden forudgående grundige undersøgelser, og før der var sikkerhed for, at man havde opnået en nogenlunde effektiv kontrol med låneudmålingen.

Nationalbanken havde derfor over for boligministeren foreslået, at den legale lånegrænse blev forhøjet til 85 pct., men med bibeholdelse af det traditionelle vurderingsprincip og fortsættelse af 15 pct.s reglen. Herved kunne den effektive belåning forøges til 72 pct.

I sin høringsskrivelse af 17. oktober 1980 til Folketingets boligudvalg gav Nationalbanken bl.a. udtryk for, at det afgørende ved belåning af fast ejendom ikke var den metode, der blev anvendt, men den effektive belåningsgrad, som blev tilladt. Banken kunne være enig i kontantprincippet, men fandt det meget betænkeligt i den daværende højrentesituation at tillade så høj en belåningsgrad som 80 pct. Dette ville i tilfælde af rentefald medføre risiko både for realkreditinstituttet og låntageren.

Nationalbanken fandt det endvidere urimeligt at yde lån til vedligeholdelsesarbejder mv. med så lang en løbetid som 20 år.

Loven blev vedtaget i november, ganske vist med visse ændringer, men hovedindholdet var det samme[2]). Boligbyggeriet vedblev med at være sløjt. Men de ejendomme, der blev belånt efter de nye regler, var med til at foranledige de tab, som realkreditinstitutterne kom ud for nogle år senere.

Ligeledes i november gav boligministeren tilladelse til, at kontantlån og rentetilpasningslån kunne ydes i alle ejendomsarter og til alle låneformål.

I 1982 gennemførtes en yderligere vidtgående liberalisering ved forhøjelse af grænsen for ejerskiftebelåning ved ejendomme til helårsbeboelse fra 40 pct.

---

[1]) Folketingstidende 1980-81, Tillæg A I, sp. 27-52.

[2]) Lov nr. 481 af 5. november 1980 om ændring af lov om realkreditinstitutter.

Tabel 5.6 Nettotilgang af obligationer (kursværdi)

	Statsobligationer	Realkreditobligationer	Andre obligationer	I alt	Overtaget af: Nationalbanken	Andre institutionelle investorer[1]	Erhverv og private[2]	Udlandet
	Milliarder kroner							
1975	5,7	20,1	1,5	27,3	1,5	24,1	1,6	0,1
1976	5,8	18,6	1,8	26,2	5,5	13,3	7,1	0,3
1977	9,6	17,0	1,8	28,4	- 1,7	19,5	9,3	1,3
1978	14,0	18,7	1,4	34,1	- 1,1	19,0	13,8	2,4
1979	11,1	21,1	0,4	32,6	0,0	18,6	10,9	3,1
1980	16,9	17,1	- 0,4	33,6	1,0	24,5	9,0	- 0,9
1981	29,0	11,4	1,7	42,1	0,4	27,0	14,9	- 0,2
1982	44,7	11,3	3,2	59,2	1,7	41,5	16,6	- 0,6

Danmarks Nationalbank.
Anm.: Omfatter kun danske kroneobligationer.
[1]) Omfatter pengeinstitutterne, Postgiroen, Hypotekbanken, Den Sociale Pensionsfond, Arbejdsmarkedets Tillægspension, Lønmodtagernes Dyrtidsfond, forsikringsselskaber, pensionskasser samt kommuner, værker og havne mv.
[2]) Beregnet residualt.

til 80 pct. Dette medførte en voldsom udvidelse af långivningen til dette formål, men samtidig svandt det private pantebrevsmarked kraftigt ind.

Endvidere blev der givet mulighed for indeksfinansiering, der blev gjort obligatorisk for det støttede byggeri. Indeksfinansiering havde været diskuteret i en årrække bl.a. som led i en finansieringsreform, der skulle overføre midler fra forsikringsselskaber og pensionskasser mv. til investering i byggeri og erhvervsliv (lukkede kredsløb), jf. herom senere.

Der blev således virkelig „holdt udsalg". Nationalbankens væsentligste indvending var tempoet og den manglende grundige forberedelse, ikke at institutternes forretningsudøvelse blev liberaliseret. Dette støttede Nationalbanken tværtimod senere stærkt, da realkreditloven igen kom op til en gennemgribende revision.

Som det fremgår af tabel 5.6, var nettotilgangen af realkreditobligationer beregnet efter kursværdi faldende fra 1979 til 1981. Faldet skyldtes et fortsat svagt parcelhusbyggeri mv. samt en kraftig nedgang i udlånet til landbruget. Samtidig gjorde afdragene på tidligere ydede lån sig gældende med stigende styrke.

Efter 1982 indtraf der til gengæld en voldsom stigning såvel i låneeffektueringerne som i nettotilgangen af realkreditobligationer til kursværdi.

Aftale med forsikringsselskaber og pensionskasser

Efter indgåelsen af obligationsaftalerne med realkreditinstitutterne blev der røre om den långivning, der foregik uden for de regulerede områder. Der opstod derfor i politiske kredse, herunder i regeringen, ønske om, at reguleringen blev udstrakt til også at omfatte andre finansielle institutioner.

En redegørelse, der i maj 1978 blev afgivet af en af økonomiminister Per Hækkerup et halvt års tid forinden nedsat arbejdsgruppe, pegede ikke i retning af, at der – på dette tidspunkt – var sket en mærkbar forskydning mellem den organiserede og uorganiserede kreditformidling ved pantebrevsudstedelse, respektive at der var tendens til øget pantebrevsudstedelse med henblik på finansiering af forbrug. Derimod kunne der konstateres en kraftig stigning i udstedelsen af pantebreve til forsikringsselskaber og pensionskasser og ligeledes i udstedelsen af sælgerpantebreve.

På denne baggrund anmodede økonomiminister Per Hækkerup i en skrivelse til Nationalbanken af 5. juli 1978 om bankens vurdering af mulighederne for at inddrage pensionskassernes og forsikringsselskabernes långivning i et aftalesystem på linje med de gældende aftaler med penge- og realkreditinstitutterne.

Nationalbanken brød sig absolut ikke om denne form for knopskydning af den direkte regulering. Bankens svar af 14. juli 1978 var derfor henholdende. Man pegede bl.a. på en række praktiske vanskeligheder og gjorde opmærksom på, at det var uklart, om kreditformidlingsloven kunne anvendes i dette tilfælde. Banken ville dog være indstillet på at søge en forståelse med Assurandør-Societetet og de udlånsaktive pensionskasser om, at de ikke yderligere forrykkede forholdet mellem deres forskellige anbringelser.

Senere havde boligminister Erling Olsen et par møder med forsikringsselskaberne og pensionskasserne om deres udlånsvirksomhed.

Spørgsmålet blev drøftet på ny ved et møde i januar 1979 mellem Nationalbanken og repræsentanter for SV-regeringen. Nationalbanken var fortsat forbeholden, men dog indstillet på at tage kontakt med forsikringsselskaber og pensionskasser om sagen.

I begyndelsen af februar 1979 nedsatte regeringens økonomiudvalg en arbejdsgruppe med den opgave hurtigt at vurdere, hvilke forhold der burde indgå i en henstilling til eller eventuel aftale med pensionskasser og forsikringsselskaber om begrænsning af deres udlån mod pant i fast ejendom. Formålet hermed skulle være at sikre, at pensionskassers og forsikringsselskabers investeringer i pantebreve blev afstemt med de retningslinjer, der gjaldt for det øvrige organiserede marked.

Arbejdsgruppen, der fik kommitteret i Det Økonomiske Sekretariat, Niels Ussing, som formand, fremkom senere på måneden med en redegørelse herfor. Der blev heri nævnt visse vilkår med hensyn til rente, løbetid og belå-

ningsprocent, som kunne forventes at bidrage til, at långivningen blev holdt på et niveau, der var foreneligt med den øvrige organiserede kreditgivning.

Redegørelsen blev drøftet på et møde mellem Nationalbankens direktion og de økonomiske ministre den 23. februar 1979 under ledelse af økonomiminister og minister for skatter og afgifter Anders Andersen.

Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer gjorde herunder endnu en gang gældende, at problemet var af forholdsvis beskeden størrelsesorden. Dette var fremgået af tidligere udarbejdede rapporter, og den nu foreliggende redegørelse viste det samme. Problemet var imidlertid blevet slået stort op i pressen og havde derfor givet anledning til politiske sonderinger og overvejelser. Set fra Nationalbankens synspunkt ville det være helt i orden, hvis boligministeren kunne opnå en aftale med de pågældende institutioner.

På forslag af økonomiministeren påtog Nationalbanken sig dog at føre de videre forhandlinger og give tilbagemelding herom til regeringen.

Nationalbanken tog herefter kontakt med repræsentanter for forsikringsselskaber og pensionskasser, herunder Assurandør-Societetets formand, direktør Hans Otto Thulstrup, og formanden for Pensionskasserådet, direktør Bent Nyløkke Jørgensen. Det lykkedes i maj 1979 at nå frem til en aftale, som alle kunne „leve med", og hvor essensen var, at „lånene *fortrinsvis* ydes til finansiering af byggeri, herunder om- og tilbygning, samt i forbindelse med ejerskifte", at vilkårene ikke måtte være gunstigere end ved tilsvarende realkreditlån, og at institutterne kvartalsvis skulle foretage indberetninger til Nationalbanken om deres udlånsvirksomhed[1]).

I forbindelse med de midlertidige indgreb i begyndelsen af november 1979 blev der som tidligere nævnt indført forbud mod, at forsikringsselskaber og pensionskasser i resten af året foretog udlån, herunder ydede lån mod pant i fast ejendom.

Efter henstilling fra økonomi- og miljøminister Ivar Nørgaard blev dette stop afløst af en stramning af Nationalbankens aftale med institutionerne, der herefter hverken direkte eller indirekte måtte medvirke til at yde forbrugslån, dvs. lån uden tilknytning til investeringsaktivitet, ejerskifte og lignende. Dette skete ved at slette ordet „fortrinsvis" fra aftalen. Endvidere ville forsikringsselskaberne ophøre med at yde garantistillelse for „forbrugspantebreve". Reglerne skulle også gælde for finansieringsselskaber ejet af forsikringsselskaber.

I 1980 faldt institutionernes udlånsaktivitet hovedsagelig på grund af faldende nybyggeri. Denne tendens fortsatte i 1981 og 1982 fortrinsvis som følge af forbedrede lånemuligheder i realkreditinstitutterne, herunder i forbindelse med ejerskifte.

---

[1]) Aftalen „Fælles regler for forsikringsselskabers og pensionskassers udlån mod pant i ejerboliger" er aftrykt som bilag 2 til Nationalbankens årsberetning 1979.

Som led i den almindelige afvikling af restriktionerne på penge- og kapitalmarkedet ophævedes reguleringen i december 1982.

K-lån

Som nævnt foran var det et led i det politiske forlig i august 1977, at der inden for en beløbsramme på 250 mill.kr. om året skulle gennemføres en kursgarantiordning til fordel for eksporterhvervene ved optagelse af lån i udlandet.

Der havde i årene forud gentagne gange været udtrykt ønske om en sådan ordning fra erhvervsside, specielt i forbindelse med optagelse af finanslån, men regeringen havde afvist denne mulighed under henvisning til Danmarks internationale forpligtelser om at undlade støtteordninger af denne art samt de mulige statsfinansielle konsekvenser.

Under de efterfølgende drøftelser om ordningens praktiske gennemførelse blev det derfor et hovedpunkt, hvordan man kunne komme uden om disse vanskeligheder. Økonomiminister Per Hækkerup ønskede med støtte i Finansministeriet og Handelsministeriet, at det blev Nationalbanken, der påtog sig rollen som garant, men det syntes banken ikke var nogen god idé. Ifølge økonomiministeren ville en statsgaranti kræve lovgivning, hvilket - som han udtrykte det - ville fremkalde et politisk bøvl af den anden verden og samtidig give vanskeligheder i EF.

Nationalbanken foreslog i stedet som den formentlig mindst problemfyldte og mest smidige ordning, at Hypotekbanken udlånte 250 mill.kr. af provenuet af sine udlandslån til de tre erhvervsfinansieringsinstitutter - Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, Dansk Landbrugs Realkreditfond og Fiskeribanken - til en fast rente og over et aftalt åremål, således at institutterne kunne videreudlåne de tildelte beløb på tilsvarende vilkår til de virksomheder inden for industri, landbrug og fiskeri, der opfyldte betingelserne for at opnå sådanne lån.

Denne løsningsmodel blev accepteret. Der blev i første omgang stillet 750 mill.kr. til rådighed fordelt på tre trancher og dækkende perioden indtil udgangen af 1979. Allerede i indledningsfasen gik man således ud over det ellers aftalte beløb på gennemsnitligt 250 mill.kr. årligt. Af det samlede beløb fik FIH stillet 330 mill.kr. til rådighed og DLR 375 mill.kr., hvoraf en mindre del skulle reserveres til gartnerier. Resten gik til Fiskeribanken. Lånene, der fik en løbetid på 10 år, forrentedes med 9½ pct. p.a. Renten for videreudlånet måtte ikke overstige 10 pct. p.a. Lånene blev klausuleret til „erhvervsmæssige anlægsinvesteringer i fremstillingsvirksomheder".

FIH valgte at tilbyde mix-lån baseret på en blanding af de offentlige midler med midler optaget i markedet på almindelige vilkår. Den ordinære udlånsrente var på dette tidspunkt 16 pct., og afhængig af blandingsforholdet

Tabel 5.7 K-lån 1978-1990

	Nettolåntagning				Udestående lån ultimo året
	Industri (FIH)	Landbrug (DLR)	Fiskeri (Fiskeribanken)	I alt	
	Millioner kroner				
1978	200	226	12	438	438
1979	378	659	40	1.077	1.515
1980	672	591	84	1.347	2.862
1981	452	1.327	91	1.870	4.732
1982	760	690	170	1.620	6.352
1983	361	296	94	751	7.103
1984	- 439	66	62	- 311	6.792
1985	- 186	- 872	- 95	- 1.153	5.639
1986	- 572	- 1.200	- 95	- 1.867	3.772
1987	- 530	- 206	- 68	- 804	2.968
1988	- 417	- 119	- 73	- 609	2.359
1989	- 330	- 225	- 67	- 622	1.737
1990	- 206	- 149	- 51	- 406	1.331
I alt	143	1.084	104	1.331	

Danmarks Nationalbank.

kunne man således komme ned på en gennemsnitsrente i størrelsesordenen 13 pct. Målgruppen var virksomheder i konkurrenceudsatte erhverv.

DLR ydede lånene med en løbetid på 10 år, men med en afdragsprofil svarende til et 30-årigt DLR-serielån. Ved udløb ville restgælden blive afløst af et 20-årigt refinansieringslån. Lånene reserveredes til unge landmænd og til investeringer i kvæg-, svine- og fjerkræstalde.

I forbindelse med dannelsen af SV-regeringen i august 1978 aftaltes det som et led i regeringens 20-punkts program, at beløbsrammen skulle forhøjes til 1 mia.kr. i hvert af årene 1979 og 1980. Efter en del tovtrækkerier om størrelsen af industriens og landbrugets andel blev det besluttet at bevare den hidtidige relative fordeling uændret. Også renten forblev den samme. Der gennemførtes en mindre lempelse i landbrugets adgang til disse lån, mens ordningen på industriområdet begrænsedes til eksporterende virksomheder.

Der opstod kritik fra håndværket og den mindre industri, der mente, at midlerne i for høj grad kom store virksomheder til gode. Endelig meldte kreditforeningerne sig som formidlere. De ønskede at få del i puljen, men det lykkedes ikke.

I de følgende år udvidedes ordningen flere gange. Kriterierne for landbruget mildnedes, så de også kom til at omfatte først refinansiering af landbru-

gets besætningsinvesteringer og senere tillige refinansiering af landbrugets bygningsinvesteringer. Fordelingen på industri og landbrug blev ændret til en ligelig fordeling, og renten blev justeret, men kun delvis, ved ændringer i markedsrenten. I 1982 androg renten 13 pct. For 1983 og 1984 blev den nedsat til 12½ pct.

Nationalbanken var af gode grunde ikke velvilligt stemt over for ordningen, der set fra bankens synspunkt svækkede pengepolitikken. Men Nationalbanken slog sig til tåls med den ud fra det synspunkt, at ordningen ville være selvlikviderende, når renten kom ned på et mere normalt niveau.

Sådan kom det også til at gå. Da markedsrenten faldt drastisk i løbet af 1983, kølnedes interessen, og det blev ligefrem svært at få opbrugt kvoten. Det blev derfor åbenbart, at ordningen havde overlevet sig selv, og da økonomiminister Anders Andersen kom til samme resultat, var sagen dermed afgjort. Ordningen blev ophævet med virkning fra 1. januar 1985.

I tabel 5.7 er vist en oversigt over nettolåntagningen i form af K-lån samt de udestående beløb siden 1978. Da ordningen var på sit højeste, nåede man op på et udlån på godt 7 mia.kr. Siden har beløbene været faldende i takt med afviklingen af lånene.

Landbrugets finansieringsproblemer

Den høje rente medførte andre initiativer, der også havde til formål at tilgodese særlige interesser eller formål. Den finansieringsreform, der omtales i det næste afsnit, var således et udslag heraf, og det samme var i det store og hele tilfældet for den indeksfinansiering, der ligeledes gennemgås senere.

Landbruget var et særligt tilfælde. Som et kapitalintensivt erhverv arbejdede landbruget med en høj gældsprocent og derfor også med store renteomkostninger. Dette var uproblematisk, hvis det løbende driftsoverskud var tilfredsstillende, men svigtede driftsoverskuddet, kunne den høje rente og rentebyrden blive katastrofal.

Dette skete netop i årene 1979-83, hvor landbruget kom ud for en alvorlig indtjeningsklemme. Landbrugets såkaldte bytteforhold blev så stærkt forringet, at der indtraf et voldsomt fald i familiebrugets nettoindkomst. Der var naturligvis en spredning omkring gennemsnittet, men som helhed blev disse år særdeles vanskelige for landbruget.

Under disse omstændigheder blev der fra landbrugsorganisationernes side gjort et stort arbejde for at skaffe landbruget bedre finansieringsvilkår. At det var renten, der stod i centrum for bestræbelserne, kom frem på Landbrugsrådets halvårlige møde i december 1977, hvor Rådets ledende præsident, forpagter A. Pilegaard Larsen, udtalte, at „landbrugets uden sammenligning alvorligste problem er de tyngende renteudgifter, som landets høje renteniveau betinger". Allerede dengang følte renten altså belastende. Her-

til kom så senere de problemer, der fulgte af den svigtende primære indtjening.

Landbruget havde ellers været præget af optimisme i årene efter tilslutningen til EF, men det var ikke gået som ventet for den animalske del af landbrugsproduktionen, der nærmest stagnerede. Årsagen hertil blev undersøgt i et af landbrugsminister Poul Dalsager i december 1975 nedsat udvalg, der samtidig fik til opgave at overveje landbrugspolitikken på længere sigt. Udvalget, der fik Landbrugsministeriets departementschef, Hans Jørgen Kristensen, som formand, afgav betænkning herom i februar 1977[1]).

Udvalgets konklusion var forholdsvis positiv. Ikke alene var det muligt at udvide den animalske produktion, men det så heller ikke værst ud, når det drejede sig om at få produktionsforøgelsen afsat. Der var i udvalget enighed om, at der var en samfundsmæssig interesse i at stimulere aktiviteten i landbrugssektoren.

Det er vanskeligt at sige, hvilken indflydelse disse signaler fik for dispositionerne i de enkelte bedrifter, men i hvert fald blev der frem til 1979 foretaget store investeringer i landbruget. Nok så afgørende var formentlig indtjeningsforholdene, der var rimeligt gode i årene 1977 og 1978.

Det var ikke vanskeligt at få investeringerne finansieret. På baggrund af den kraftige stigning i priserne på landbrugsejendomme var de forskellige grupper af långivere mere end villige til at stille penge til rådighed. Den høje rente kom derfor til at slå ekstra hårdt, da det viste sig, at afsætningsmulighederne ikke kom til at stå mål med forventningerne[2]).

Landbruget fik således et gældsproblem, og på denne baggrund kom der mange ideer og forslag på bordet spændende fra gældssanering efter mere eller mindre traditionelle metoder til fremadrettede finansieringsordninger baseret dels på låneformidlingen gennem penge- og realkreditinstitutter, dels på til lejligheden etablerede finansieringsordninger som f.eks. „grønne" obligationer og indekslån specielt tilpasset landbrugets behov. Den forannævnte K-låneordning blev et vigtigt led i støtten til landbruget.

Det var fælles for de fleste af disse arrangementer, at de på en eller anden måde forudsatte økonomisk bistand fra staten og/eller Nationalbanken.

Næsten som en bisætning i denne forbindelse gav vejrliget fortsat problemer og behov for støtteordninger. Året 1975 og navnlig 1976 var tørkeår, hvor der blev ydet hjælp i form af statslig garantistillelse for lån til tørke-

[1]) Betænkning nr. 795, 1977, „En fremtidig Landbrugspolitik".

[2]) I en senere betænkning, afgivet i november 1983, om „En fremtidig Landbrugspolitik - nogle mere langsigtede perspektiver", blev der gjort rede for en række forhold, der navnlig efter 1978 havde påvirket landbruget i ugunstig retning.

ramte landmænd, i 1976 suppleret med en rentetilskudsordning. Garantirammen ifølge 1975-loven var 150 mill.kr. og ifølge 1976-loven 200 mill.kr., senere med finansudvalgets tilslutning udvidet til 400 mill.kr.[1]).

Set fra et pengepolitisk synspunkt gav disse støtteordninger ingen problemer. De involverede beløb var så begrænsede, at de efter Nationalbankens opfattelse uden vanskeligheder kunne rummes inden for det da gældende udlånsloft.

Af landbrugsminister Poul Dalsagers skriftlige fremsættelse i Folketinget den 15. oktober 1976 af forslaget til 1976-loven[2]) fremgik det, at der efter 1975-loven var ydet garantier for lån på i alt 25 mill.kr., altså et forsvindende lille beløb sammenlignet med det totale udlånsloft på 87 mia.kr. Selv i forhold til den uudnyttede del af udlånsloftet var der tale om små beløb.

1976-loven var mere omfattende, og for at være på den sikre side tog De Samvirkende Danske Landboforeninger og De Danske Husmandsforeninger i september 1976 kontakt med Nationalbanken for at undgå konflikt med udlånsloftet. Selv om Nationalbanken ikke kunne tage særligt hensyn til landbruget, gav banken dog tilsagn om ved de kommende forhandlinger om udlånsloftet at ville tage landbrugets ekstraordinære lånebehov i betragtning.

Alligevel opstod der røre om sagen. Ved 2. behandlingen af garantilovsforslaget den 2. november 1976 gik et flertal ind for et af Venstre stillet ændringsforslag gående ud på, at de pågældende lån fra banker og sparekasser skulle ydes uden om udlånsloftet. Som motivering udtalte folketingsmedlem Karlskov Jensen herom, at pengeinstitutter i lokalt afgrænsede områder ville komme ud for „et vældigt pres".

Landbrugsministeren imødegik forslaget. „Hvis man på den måde forsøger at gennemhulle den pengepolitik, der forsøges tilrettelagt ved et samarbejde mellem Nationalbanken og regeringen, så må man imødese, at en lang række andre grupper vil komme løbende for at få deres specielle lånebehov tilfredsstillet uden om det låneloft, der er aftalt"[3]).

Hændelsen vakte ubehag i Nationalbanken. Et var, at banken indimellem efter aftale med regeringen gav positiv særbehandling af bestemte låneformål, f.eks. lån til eksport- og importkonkurrerende erhverv, deriblandt landbruget, men særregler via lovgivningen var for meget af det gode. Fortrydelsen var så meget desto større, som man havde indtryk af, at presset på politikerne hidrørte fra kredse inden for bankverdenen, der ellers burde være de første til at gå imod selektiv kreditpolitik.

---

[1]) Lov nr. 655 af 24. december 1975 om statsgaranti for lån til tørkeramte landmænd og lov nr. 536 af 17. december 1976 om statsgaranti for lån og rentetilskud til tørkeramte landmænd. Ligeledes som følge af ekstraordinære vejrforhold blev der i 1981 ydet støtte til frostskaderamte frugtavlere og gartnere og i 1982 til skovejere som følge af stormfald.

[2]) Folketingstidende 1976-77, 1. samling I, sp. 556-559.

[3]) Anf. st., sp. 1078-1090.

Som en afværgemanøvre blev det aftalt, at økonomiminister Per Hækkerup i et samråd under forslagets videre behandling kunne oplyse, at regeringen under de kommende drøftelser med Nationalbanken ville søge udlånsloftet forhøjet på en måde, så ansøgere om lån efter tørkeloven kunne sikres lån i deres normale pengeinstitut.

Ved 3. behandlingen den 12. november 1976 blev lovforslaget herefter vedtaget uden den pågældende bestemmelse[1]).

Endvidere bortfaldt et af Venstre stillet lovforslag om, at der blev skaffet midler til tørkeramte landmænd ved et arrangement i lighed med skibskreditordningen. Dette skulle ske ved, at Dansk Landbrugs Realkreditfond fik adgang til at udstede kasseobligationer med et samlet pålydende på indtil 750 mill.kr. med en løbetid på 12 år og en nominel rente på 6 pct., således at Nationalbanken skulle overtage obligationerne til kurs 100. Men den gik altså ikke[2]).

I midten af november 1976 gav Nationalbanken herefter meddelelse om, at pengeinstitutter, som i særlige tilfælde – på grund af udlånsloftet – ikke mente at kunne imødekomme andragender om tørkelån, skulle henvende sig til Nationalbanken herom, inden de traf afgørelse i sagen. Ved udlånsloftsforhøjelsen den følgende måned blev der endvidere gjort plads til individuelle forhøjelser i sådanne tilfælde, men dog kun svarende til en del af pengeinstituttets tørkelån. Den 15. december 1976 gav økonomiminister Per Hækkerup en detaljeret redegørelse i Folketinget for denne ordning[3]).

At der fortsat var tale om beskedne beløb, fremgik af de opgørelser, der senere blev foretaget. I begyndelsen af 1978 var der således siden lovens ikrafttræden udstedt garantier for i alt 295 mill.kr. Inklusive tilskrevne renter var beløbet noget højere. Det samlede beløb for individuelle loftsforhøjelser androg rundt regnet 85 mill.kr.

I efteråret 1979 fortsatte drøftelserne mellem landbrugsministeren og landbrugets organisationer om landbrugets finansieringsproblemer. Atmosfæren var ikke altid den bedste. Sidst på året blev landbruget således meget vred på regeringen, der efter devalueringen i november 1979 som led i helhedsplanen fik gennemført en ekstraskat på landbruget, hvorved man fratog erhvervet devalueringsgevinsten.

Forhandlingerne blev senere bragt op i Folketinget og førte i april og juni 1980 til gennemførelsen af henholdsvis *gældssaneringsloven* og *rentetilskudsloven*[4]). Den første lov indeholdt en garantiramme på 700 mill.kr. inklusive renter for lån til gældssanering afgrænset til en gruppe af økonomisk særlig vanskeligt

---

[1]) Folketingstidende 1976-77, 1. samling I, sp. 1604-1609.
[2]) Folketingstidende 1976-77, 1. samling, Tillæg A I, sp. 715-718.
[3]) Folketingstidende 1976-77, 1. samling I, sp. 3198-3201.
[4]) Lov nr. 131 af 9. april 1980 om statsgaranti for lån og rentetilskud til visse landmænd og lov nr. 279 af 16. juni 1980 om tilskud til nedbringelse af jordbrugserhvervenes renteudgifter.

stillede landmænd, mens rentetilskudsloven omfattede en bredere kreds af landmænd. I efteråret 1980 blev der endvidere ved en ændring af realkreditloven givet mulighed for ydelse af henstandslån fra kreditforeningerne.

Gældssaneringsordningen rejste samme problemer i forhold til udlånsloftet som tørkelånene, uanset at lånene skulle afløse andre lån, bl.a. dyre foderstoflån, der havde basis i bankkreditter, således at ét banklån blot blev afløst af et andet.

I juni 1980 anmodede landbrugets organisationer i en fællesskrivelse til Nationalbanken om at vise imødekommenhed over for pengeinstitutter, der havde behov for individuelle forhøjelser af udlånsloftet. Det var organisationernes opfattelse, at pengeinstitutter med mange landmandskunder havde svært ved at efterkomme låneanmodningerne.

Uanset at man fandt, at vanskelighederne blev overdrevet, ønskede Nationalbanken naturligvis ikke at stille sig i vejen for en gnidningsfri gennemførelse af gældssaneringsordningen. Da de tidligere erfaringer ydermere havde vist, at de beløbsmæssige konsekvenser var til at overse, blev der med regeringens tilslutning etableret et arrangement efter samme principper som ved tørkelånene.

I løbet af efteråret 1980 gav regeringen tilsagn om forbedring af støtteordningerne, og der blev herudover optaget forhandlinger om yderligere hjælpeforanstaltninger.

Det kom herunder frem, at landbruget ønskede *driftsgæld* på 5-7 mia.kr. afløst af tiårige lån med en rente på omkring 10 pct. p.a. En sådan driftskreditordning kunne udformes som egentlige statslån, særlige obligationslån i form af „grønne obligationer" svarende til skibskreditordningen, kurssikrede udlandslån baseret på en grundfond med statsligt indskud eller som rentesubsidier til lån ydet af banker og sparekasser.

Dette udspil mødte modstand i Nationalbanken. Refinansiering af anlægskreditter med offentlig støtte kunne gå an, men en udvidelse til også at omfatte driftskreditter gik den almindelige kreditpolitik for nær.

At regeringen var af samme opfattelse, fremgik af de udtalelser, som landbrugsminister Poul Dalsager fremkom med i Folketinget den 29. oktober 1980. Han stillede herunder følgende tre krav til yderligere foranstaltninger: „at de ikke må være EF-stridige, at de ikke må belaste hensynet til den private kapitalimport, og at de ikke må indebære risiko for at forværre den statsfinansielle situation"[1]). Nationalbanken var enig i disse krav og var samtidig på vagt over for afsmitningsfaren.

Nationalbankens synspunkter blev nedfældet i et notat til Landbrugsministeriet af 8. december 1980. Det hed heri bl.a., at „det vil betegne et afgø-

[1]) Folketingstidende 1980-81 I, sp. 1029-1030.

rende brud med hidtidige principper og ikke være forsvarligt ud fra penge- og valutapolitiske hensyn at tilføre landbruget udlånsmidler fra staten eller udlandet til refinansiering af driftskreditter". Landbrugsrådets præsident, proprietær H. O. A. Kjeldsen, var i en samtale måneden før med nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer blevet gjort bekendt med denne holdning.

For så vidt angik refinansiering af anlægskreditter blev der i notatet peget på, at dette kunne ske ved „at lade en af landbrugets organisationer og produktionsvirksomheder oprettet fond optage lån i udlandet i fremmed valuta inden for et vist rammebeløb med henblik på videreudlån i danske kroner til finansiering/refinansiering af disse investeringer". Kursrisikoen skulle altså bæres af fonden selv.

Den 18. december 1980 blev der indgået en aftale mellem regeringen og landbrugets organisationer om betydelige udvidelser af gældssaneringsloven og rentetilskudsloven.

Der blev samtidig givet tilsagn om støtte til refinansiering af tidligere foretagne investeringer, dels ved hjælp af K-lånemidler, dels i form af et statsligt indskud på 150 mill.kr. i en fond „Landbrugets Sikringsfond", der skulle optage ikke kurssikrede udlandslån (finanslån) i dette øjemed. Landbruget forventedes selv at skaffe mindst 200 mill.kr. til fonden.

Dette viste sig imidlertid svært for landbruget. Ifølge pressen var såvel Mejeriernes Fællesorganisation som De Samvirkende Andelsslagterier uvillige til at bruge penge til formålet. Endvidere kølnedes interessen for refinansiering i udlandet på grund af stigningen i renteniveauet for udlandslån i begyndelsen af 1981.

Efter initiativ fra Dansk Landbrugs Grovvareselskab foreslog landbrugsorganisationerne herefter i maj 1981, at statsmidlerne i stedet blev anvendt til etablering af to lige store *grovvaresikringsfonde* for henholdsvis andelsgrovvarehandelen og den private grovvarehandel, som skulle præstere indskud i fondene svarende til statens. Fondene skulle stille garanti for pengeinstitutlån til landmænd til konvertering af højt forrentet „overforfalden" grovvaregæld. På grund af statens engagement blev der således tale om offentlig støtte til sanering af driftskreditter. Refinansiering af driftskreditter, som ellers var blevet afvist, kom på denne måde ind ad bagvejen.

Nationalbanken blev igen inddraget i overvejelserne. I en høringsudtalelse til Landbrugsministeriet af 22. juli 1981 gik banken ind for, at ordningen skulle være tidsbegrænset og dermed have karakter af en engangsforanstaltning, og endvidere, at garantierne højst burde udgøre fire gange fondskapitalen. Det anbefaledes tillige, at landbrugsorganisationerne indgik en rammeaftale med pengeinstitutternes organisationer om ordningens nærmere udformning. Det var væsentligt for Nationalbanken, at pengeinstitutternes lån blev ydet inden for de gældende udlånsrammer.

Fondene blev herefter stiftet i oktober 1981, men kom af forskellige grunde ikke til at spille nogen større rolle. De blev opløst i 1984, og den tilbageværende kapital blev, efter at de private indskydere havde fået deres andel, overført til en anden af landbrugets fonde[1]).

Samtidig med denne diskussion foregik der overvejelser i et af landbrugsministeren i juni 1981 nedsat udvalg om mulige ændringer i landbrugets finansieringsformer samt i skattereglerne.

Udvalgets betænkning, der blev afgivet i oktober 1981[2]), kom til at fremstå som et omfattende idékatalog over forskellige finansieringsformer, såvel på markedsvilkår som med offentlig støtte af forskellig art, især anskuet ud fra landbrugets debitorsynsvinkel. Hertil kom en ret kort omtale af mulige ændringer i skattereglerne, herunder indførelse af „negativ" indkomstskat, såfremt indkomsten var for lille til, at fradragene i form af f.eks. afskrivninger og visse renteudgifter kunne udnyttes.

I sin høringsskrivelse til Landbrugsministeriet af 29. oktober 1981 gav Nationalbanken udtryk for, at kreditpolitiske initiativer over for landbruget kunne koncentreres om K-låneordningen. Herudover nævntes lånetyper med en kortvarig delvis rentehenstand, samt muligheden af en yderligere indsats over for effektive landmænd i særlige vanskeligheder, eventuelt i form af en dyberegående gældssanering.

Vedrørende indekslån frarådede Nationalbanken konstruktioner, hvor staten bar risikoen for afvigelser mellem en regulering på debitorsiden efter et sektorspecifikt landbrugsindeks og en regulering på kreditorsiden efter et generelt prisindeks. De statsfinansielle konsekvenser af en sådan ordning ville efter bankens opfattelse være helt uberegnelige[3]).

Om „grønne" obligationer blev det bemærket, at Nationalbanken ikke kunne påtage sig at købe sådanne obligationer til en kurs, der lå over den, der bestemtes af markedsrenten.

Efter valget i december 1981 og indtil sommeren 1982 blev der gennemført en række ekstra foranstaltninger, herunder en yderligere udvidelse af

---

[1]) Dette gav senere anledning til kritik fra bl.a. Rigsrevisionen, der mente, at pengene burde være forblevet „offentlige penge" øremærket til landbrugsmæssige formål og udbetalt med orientering af Finansudvalget. Der blev i den anledning af regeringen i april 1990 nedsat en Kommissionsdomstol til udredning af dette forhold. I sin redegørelse, der forelå i januar 1992, kom domstolen til det resultat, at der ikke forelå grundlag for at gøre retligt ansvar gældende.

[2]) Betænkning nr. 941, 1981, „Finansieringsproblemer i landbruget - en teknisk gennemgang".

[3]) Ved lov nr. 81 af 17. marts 1982 om indeksregulerede realkreditlån blev der åbnet adgang til at finansiere landbrugets bygningsinvesteringer med indekslån reguleret efter nettoprisindekset (I-lån) på såvel debitor- som kreditorsiden.

garantirammen for gældssaneringsordningen, der herved kom op på 4,5 mia.kr. Endvidere forøgedes rammen for rentetilskud, og der gennemførtes en fremskyndelse af udbetalingerne i henhold til denne lov. Reglerne for K-lån til landbrug lempedes yderligere, og endelig blev der gennemført visse skattemæssige lettelser bl.a. ved indførelse af negativ indkomstskat, ændrede afskrivningsregler og lempelse af beskatningen ved ejendomssalg[1]).

I juni 1982 blev der nedsat endnu et udvalg, denne gang af landbrugsminister Bjørn Westh. Udvalget fik til opgave inden for en snæver tidsfrist at overveje og udarbejde lovforslag til en finansieringsreform for landbruget baseret på *jordbanklån* og/eller *indekslån* på markedsvilkår. Lånene skulle bl.a. bruges til refinansiering inden for en størrelsesorden af 10 mia.kr. svarende til ⅓ af landbrugsjordens kontantværdi, altså et ret så ambitiøst projekt.

Jordbanklån blev af udvalget karakteriseret som en uamortisabel indekslånetype reguleret efter jordens værdi, således at lånene principielt ikke skulle afdrages, men forfalde ved ejerskifte for at sikre en endelig løbetid for obligationerne. Provenuet af lånene måtte maksimalt svare til den kontante grundværdi.

Blandt de mulige sektorspecifikke indeks til regulering af amortisable indekslån pegede udvalget på et prisindeks for landbrugets salgsprodukter.

Efter regeringsskiftet i september 1982 trådte tanken om en jordbank politisk i baggrunden, og udvalget blev følgelig fritaget for at udarbejde lovforslag. Da jordbankideen forudsatte, at landbruget skulle opgive en del af værdistigningen på jord og fast ejendom, mødte den også modstand i vide landbrugskredse.

Udvalget afgav betænkning i oktober 1982[2]). Det fremgik heraf, at udvalget i realiteten frarådede en jordbankordning på markedsvilkår, i hvert fald under de aktuelle kursforhold for indeksobligationer. Udvalget indtog desuden en skeptisk holdning til sektorspecifikke indekslån.

Landbrugets vanskelige økonomiske forhold kom til at smitte af på långiverne, herunder Dansk Landbrugs Realkreditfond, der måtte overtage et stort antal ejendomme på tvangsauktion med heraf følgende tab.

Ifølge DLR's årsberetning for 1984 blev der i perioden fra 1979 til 1984 gennemført tvangsauktioner over 3.715 ejendomme, hvori fonden havde pant. Heraf måtte fonden midlertidigt overtage ca. halvdelen. En væsentlig årsag hertil var sammenbruddet i priserne på landbrugsejendomme. Fra

---

[1]) Et af firkløverpartierne i februar 1982 fremsat forslag til en dynamisk landbrugspolitik blev forkastet ved 2. og sidste behandlingen den 1. juni 1982. Folketingstidende 1981-82, 2. samling VI, sp. 8781-8811.

[2]) Betænkning nr. 960, København 1982, „Jordbank- og Indekslån i Landbruget".

1979 til efteråret 1982 faldt priserne gennemsnitligt med ca. 40 pct. ganske vist fra et i udgangssituationen urealistisk højt niveau.

Tabene for DLR blev så store, at de langt oversteg den løbende indtjening, således at egenkapitalen, og dermed kapitalgrundlaget for fondens udlån, svandt ind. På denne baggrund blev fondens grundfond i slutningen af 1981 suppleret med 500 mill.kr. i form af yderligere tegning af fondens stiftere, deriblandt Nationalbanken.

I de følgende år arbejdedes der videre med landbrugets gældsproblemer. Rentefaldet medførte selvfølgelig en lettelse, men de fastforrentede lån virkede fortsat tyngende. I februar 1983 blev der på denne baggrund gennemført yderligere lempelser i gældssaneringsloven.

Finansieringsreform

I regeringens overvejelser i foråret 1980 om et økonomisk kriseprogram indgik en plan om at styrke betalingsbalanceerhvervene ved tilførsel af midler fra pensionskasser og livsforsikringsselskaber. Midlerne skulle tilføres som risikovillig kapital på vilkår, der var gunstigere for låntagerne end de gældende markedsvilkår. Til gengæld skulle regeringen i den periode, planen omfattede, afholde sig fra skattemæssige indgreb over for pensionskasser og forsikringsselskaber.

Planen, der blev præsenteret af økonomiminister Ivar Nørgaard, havde som baggrund, at den høje effektive rente medførte en betydelig kapitaltilvækst i pensionskasserne og forsikringsselskaberne. Der havde derfor i den offentlige debat været røster fremme om, at det ville være ønskeligt og rimeligt at begrænse kapitalakkumuleringen gennem en form for beskatning.

Planen om kapitaloverførsel til betalingsbalanceerhvervene kunne således komme skattemæssige indgreb i forkøbet.

Nationalbanken blev orienteret om planen i marts 1980. Kort efter blev den også kendt i offentligheden og gav derefter anledning til en livlig debat. Såvel Pensionskasserådet som Foreningen af Livs- og Pensionsforsikringsselskaber gav udtryk for en positiv forhåndsindstilling gennem tiltrædelse af hensigtserklæringer af henholdsvis 10. og 15. april 1980. Assurandør-Societetet, Sparekasseforeningen og Realkreditrådet var meget forbeholdne. Bankforeningen var stærkt kritisk.

Ordningen skulle gælde for en 5-års periode, hvor kapitaloverførslen skulle omfatte 20 pct. af pensionskassernes og livsforsikringsselskabernes kapitaltilvækst, således at den årlige overførsel det første år ville andrage omkring 3 mia.kr. og derefter stige til omkring 6 mia.kr. det sidste år.

Planen blev indlagt som led i det økonomiske program, som af regeringen blev fremlagt til forhandling med de politiske partier den 8. april 1980 - det

såkaldte „påskeæg". Dagen efter nedsattes en arbejdsgruppe[1]) med det formål at belyse, under hvilke former kapitaloverførslen kunne gennemføres, samt at foretage en økonomisk vurdering af planens samfundsøkonomiske og kapitalmarkedsmæssige konsekvenser.

Fra Nationalbankens side blev der tidligt givet udtryk for alvorlige betænkeligheder, der blev nærmere konkretiseret i et notat af 18. april 1980, der blev tilsendt de økonomiske ministre og de pågældende ministeriers departementschefer. Der blev heri peget på en række penge- og valutapolitiske problemer herunder risikoen for, at den private kapitalimport, der var vigtig for finansieringen af det store underskud på betalingsbalancen, ville tørre ind.

Notatet fandt vej til pressen, hvor det blev indgående kommenteret. I en udtalelse til Berlingske Tidende den 25. april 1980 gav finansminister Svend Jakobsen udtryk for, at det videre analysearbejde måske ville vise, at regeringens kapitalplaner måtte opgives. „Regeringen er fuldt opmærksom på, at der kan være en risiko forbundet med at tilføre erhvervslivet ekstra kapital fra pensionskasser mv."

På Realkreditrådets årsmøde den 25. april 1980 uddybede nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer bankens betænkeligheder ved bl.a. at give udtryk for, at den høje rente gjorde det „fristende at lave ordninger, der sætter renten ned for investeringerne. Den umiddelbare virkning bliver selvsagt, at der ikke lånes i udlandet til finansiering af den pågældende investering, men hertil kommer, at det i praksis ikke kan lade sig gøre at forhindre, at sådanne lån eller andre beløb, der måske skulle være anvendt til at finansiere investeringer, i stedet bruges til at indfri gæld til udlandet".

Og videre hed det „Fra Nationalbankens side må vi derfor stærkt advare mod at eksperimentere med tilførsel af store beløb til erhvervslivet på billige lånevilkår, før der er skabt sikkerhed for, at der er valutarisk basis for en sådan politik. Vore betænkeligheder gælder ikke alene den såkaldte K-låneordning, der i realiteten er rene statslige lån til en lavere rente end markedsrenten, men i endnu højere grad planerne om at tilføre konkurrenceerhvervene store beløb fra pensionskasser og livsforsikringsselskaber på gunstigere vilkår, end virksomhederne kan opnå andre steder. Vi har ikke råd til at eksperimentere med sådanne planer, hvis virkninger på det valutariske område er ganske uoverskuelige".

I sin høringsudtalelse af 13. juni 1980 vedrørende arbejdsgruppens redegørelse, der efter Nationalbankens opfattelse ikke eliminerede de penge- og valutapolitiske betænkeligheder, anlagde Nationalbanken samme kritiske holdning, men pegede samtidig på, at der eventuelt kunne undersøges andre

[1]) Arbejdsgruppen, der havde kontorchef Viggo Lohse, Det Økonomiske Sekretariat, som formand, afgav sin redegørelse den 2. juni 1980.

muligheder for nye udlånsformer med ændret tidsprofil for ydelserne eller med afkastet knyttet til overskuddet i den låntagende virksomhed.

Nationalbankens kritik blev støttet, men også imødegået i pressen. I en leder i dagbladet Politiken fra 14. juni 1980 hed det således, at det er „vanskeligt at forstå, at nationalbankdirektøren vil kaste sig ud i en uholdbar polemik med regeringen. Han siger, at de op til fem milliarder kroner fra pensionskasserne blot vil få erhvervslivet til at tilbagebetale lån i udenlandsk valuta. Så giver det ikke nye investeringer, men staten må til udlandet for at låne pengene i stedet. Det er en enestående mangel på tillid til erhvervslivet. Om pengene bruges til at investere, må dog være til at kontrollere. Men skulle Hoffmeyer endelig have ret, var ulykken vel ikke stor. Staten kan låne pengene billigere end erhvervslivet. Så selv en pessimistisk betragtning fører dog til en valutagevinst".

Der blev også i en række andre høringsudtalelser givet udtryk for store betænkeligheder, og selv om der samtidig var positive toner, forståeligt nok fra kapitalforbrugende kredse, fandt regeringen det nødvendigt at justere oplægget. Til dette formål besluttedes det den 26. juni 1980 at nedsætte en ny, men snæver ekspertgruppe, der dels skulle overveje en indsnævring af de metoder for kapitaloverførsel, som var beskrevet af den tidligere arbejdsgruppe, dels skulle undersøge virkningen af en eventuel beskatning. Ekspertgruppen kom udelukkende til at bestå af embedsmænd fra ministerierne.

Resultatet af disse yderligere overvejelser blev et nyt „tilbud" fra regeringen til Pensionskasserådet og Livs- og Pensionsforsikringsselskabernes Forening fremsat i en skrivelse fra økonomiminister Ivar Nørgaard af 25. september 1980.

Det nye udspil gav anledning til et spørgsmål i Folketinget den 8. oktober 1980 fra folketingsmedlem Uffe Ellemann-Jensen, Venstre, til økonomiministeren, da det kom frem, at Nationalbanken ikke havde været inddraget i arbejdet med eller orienteret om udformningen af den ændrede skitse[1]).

I sit svar henviste økonomiministeren til, at Nationalbanken havde deltaget i det tidligere udredningsarbejde og havde haft lejlighed til at ytre sig om de kreditpolitiske aspekter. „Nationalbankens betragtninger har vejet tungt i overvejelsen om udformningen af regeringens tilbud. På den anden side må det være klart, at et system, motiveret af erhvervspolitiske synspunkter, ikke alene kan anskues ud fra kreditpolitiske hensyn. Hvis det var tilfældet, ville en regerings politiske manøvrefrihed været meget begrænset".

Senere på måneden fulgte Jes Lunde, Socialistisk Folkeparti, sagen op, men fra en anden synsvinkel. Under en ny forespørgselsdebat den 29. okto-

[1]) Folketingstidende 1980-81 I, sp. 107-110.

ber 1980[1]) spurgte han økonomiministeren, „om det ikke er på tide, at man arbejder med den mulighed at bringe Nationalbanken under økonomiministerens kontrol. For os at se sker der det i øjeblikket, at Nationalbanken fører en helt uansvarlig monetaristisk politik, hvor man sætter renten langt højere, end det er nødvendigt".

Økonomiministeren svarede bl.a., at „vi har ingen aktuelle planer om at ændre Nationalbankens stilling, men vi er særdeles interesseret i, at vi i samarbejde med Nationalbanken skaber grundlag for, at Nationalbanken kan fortsætte med at nedsætte diskontoen".

Og videre hed det, at „bevægelserne i det danske omkostningsniveau, som forholdene er, helst skal være mindre end bevægelserne i omkostningsniveauet i de lande, vi konkurrerer med, fordi vi skal have betalingsbalanceunderskuddet ud af verden. Så længe vi ikke kan gennemføre en tilstrækkelig forskel i udviklingen mellem de to sæt af omkostningsniveauer, må vi desværre affinde os med, at vi må holde en høj rente, fordi vi så må lade kreditpolitikken spille den store rolle, den gør".

Livs- og pensionsforsikringsselskabernes samt Pensionskasserådets reaktion på tilbudet fra regeringen forelå henholdsvis den 30. oktober og 4. november. Forsikringsselskaberne tog i deres svar klart afstand fra en aftale på det foreslåede grundlag, bl.a. under henvisning til manglende sikkerhed for, at aftalen ville kunne sikre de fremtidige forsikringsydelsers realværdi. Pensionskasserne var i deres svar - i hvert fald formelt - mindre afvisende, men fandt ikke længere noget grundlag for en aftale efter afvisningen fra forsikringsselskaberne.

På denne baggrund tilkendegav økonomiministeren offentligt den 6. november 1980, at han anså regeringens tilbud for bortfaldet, og at det måtte overvejes at finde andre veje for overførsel af kapital - eventuelt ved en beskatning.

Regeringen fremkom med et mere jordnært lovinitiativ den 29. januar 1981, da industriminister Erling Jensen fremsatte forslag til en lov, der ville give livsforsikringsselskaber og pensionskasser mulighed for inden for visse grænser at anbringe midler i risikoprægede aktiver, f.eks. i form af erhvervsobligationer, certifikater eller egenkapital i og udlån til erhvervsvirksomheder, eventuelt således at placeringen indirekte skete gennem fællesvirksomheder ejet af selskaberne og/eller kasserne. Forsikringsselskaberne og pensionskasserne skulle dog ikke kunne udøve en ejers indflydelse eller i øvrigt en bestemmende indflydelse på en erhvervsvirksomhed. Lovforslaget blev vedtaget den 21. maj 1981[2]) med bred politisk opbakning.

---

[1]) Folketingstidende 1980-81 I, sp. 1098-1102.

[2]) Lov nr. 239 af 27. maj 1981 om anbringelse af forsikringsselskabers og pensionskassers midler i erhvervsvirksomhed.

I de følgende måneder fortsatte regeringen sine overvejelser og sonderinger vedrørende det generelle spørgsmål om kapitalplaceringer, men uden at Nationalbanken var involveret heri.

I efteråret fremkom et nyt udspil i form af en skitse, dateret den 9. oktober 1981, til aftaler om placeringsregler, der foruden pensionskasserne og livs- og pensionsforsikringsselskaberne også skulle omfatte ATP, Lønmodtagernes Dyrtidsfond samt af hensyn til konkurrenceneutralitet tillige kapitalpensionsordninger i pengeinstitutterne. De pågældende institutioner skulle i en periode af fem år forpligte sig til at anbringe mindst 50 pct. af deres bruttoplaceringskapacitet i nærmere angivne typer af aktiver, herunder aktier, erhvervsudlån, nyopførelse af boliger og indeksobligationer.

Den 15. oktober 1981 kunne Berlingske Tidende optrykke skitsen i sin fulde ordlyd samt oplyse, at Bankforeningen blankt afviste at indgå en frivillig aftale af det foreslåede indhold. Forespurgt af bladet gav Erik Hoffmeyer, der ellers dagen i forvejen havde udtalt, at der ikke var grund til samme frygt for de valutamæssige konsekvenser som tidligere, udtryk for, at Nationalbanken - efter at være blevet gjort bekendt med skitsen som helhed - nærede samme betænkeligheder som hidtil.

Der fulgte herefter en offentlig meningsudveksling, som Hoffmeyer søgte at få afsluttet ved et indlæg i Berlingske Tidende den 18. oktober 1981 under overskriften „Her er de barske realiteter".

Sagen løb videre, og den 22. oktober 1981 forelå en ny skitse, hvori *indeksobligationer* havde fået en fremtrædende plads, idet mindst $^4/_5$ af den årlige pligtplacering nu skulle ske i sådanne papirer, mens rammen for andre anbringelser - herunder direkte erhvervsudlån - var blevet forholdsvis begrænset. Indekslån skulle ud over finansiering af boligbyggeri bl.a. indgå i den ønskede omlægning af landbrugets gæld.

Efter yderligere revision blev skitsen forelagt på korte møder den 29. oktober med de berørte parter. Mens der fortsat var mulighed for, at pensionskasserne og måske forsikringsselskaberne ville indgå i en frivillig aftale med regeringen, stod det klart, at banker og sparekasser ikke fandt det muligt juridisk at gøre det samme for så vidt angik kapitalpensionskonti, men anså lovgivning for nødvendig.

Samme dag foregik der en kort debat i Folketinget på grundlag af Fremskridtspartiets forslag til lov om ændring af lov om Danmarks Nationalbank gående ud på, at man kunne spare én nationalbankdirektør[1]). Folketingsmedlem Uffe Ellemann-Jensen benyttede lejligheden til nogle kritiske bemærkninger om regeringens behandling af reformplanerne „ved at holde Nationalbanken uden for regeringens overvejelser og dens forhandlinger med penge- og kapitalmarkedet".

---

[1]) Folketingstidende 1981-82, 1. samling II, sp. 1390-1407.

Ud over at afvise Fremskridtspartiets forslag gav økonomiministeren bl.a. udtryk for, at „der er et udmærket forhold mellem Nationalbanken og regeringen, og jeg har heller ikke hørt ..., at Nationalbanken har haft indvendinger mod den form for samarbejde, der finder sted mellem regeringen og Nationalbanken". Og videre hed det „Jeg finder, det er ganske rimeligt, at Nationalbanken deltager i den offentlige debat, men jeg er også helt enig med hr. Glistrup i, at man selvfølgelig ikke kan forlene hans ord med nogen guddommelighed, sådan som det synes at skulle gøres fra de konservatives og venstres side".

I begyndelsen af den følgende måned lagde regeringen op til et møde med Nationalbanken, som skulle finde sted den 4. november. Da banken fornemmede, at „der var valg i luften", fandt man det formålstjenligt at redegøre for Nationalbankens synspunkter i endnu et skriftligt notat, som blev overrakt ministrene på mødet.

Der skete i øvrigt ikke ændringer i de principielle holdninger. Fra Nationalbankens side gav man udtryk for, at det rationelle ville være at beskatte pensionskasser og forsikringsselskaber. Den næstbedste løsning ville være at formå institutionerne til at finansiere K-låneordningen. Var heller ikke dette muligt, kunne man forsøge sig med visse af elementerne i regeringens plan, men på frivillig basis og uden rentebindinger. Ambitionsniveauet i planen var for højt.

Regeringen havde herefter igen drøftelser med kapitalmarkedets institutioner den 6. november, og samme dags aften blev Nationalbanken i et nyt møde med de økonomiske ministre orienteret om resultatet heraf. Ifølge økonomiministeren havde pensionskasserne vist en positiv holdning, mens pengeinstitutterne ikke kunne gå med uden lovgivning. Regeringen ville derfor også arbejde med en alternativ skitse, der var mindre vidtgående og gav væsentlig mere frihed ved kapitalplaceringen.

Fra Nationalbankens side blev der givet udtryk for, at man næppe ville have store betænkeligheder ved et „lille system", men fortsat måtte tage forbehold med hensyn til reglerne for rente- og kursfastsættelsen. Nationalbanken havde ikke noget imod indekslån som sådan, men måtte skarpt tage afstand fra alle tanker om, at der gennem kurspleje under en eller anden form skulle fastholdes en bestemt kurs uden hensyn til markedsforholdene.

Noget blødt oplæg kom dog ikke. Under en debat om finansieringsreformen i Folketinget den 12. november 1981 kom regeringen i mindretal ved afstemningen om et dagsordensforslag stillet af folketingsmedlem Niels Helveg Petersen, Det Radikale Venstre. Der blev herefter afholdt valg til Folketinget tirsdag den 8. december 1981. Valget førte ikke til nogen afklaring af den parlamentariske situation. Efter mange forhandlinger dannede Anker Jørgensen den 30. december 1981 sit femte ministerium.

I sin redegørelse til Folketinget den 12. januar 1982 lagde statsministeren

stor vægt på bekæmpelse af arbejdsløsheden og udtalte i denne forbindelse: „Det er et væsentligt led i disse bestræbelser, at der gennemføres en finansieringsreform, som kan skaffe boligbyggeriet og landbruget indekslån til en lav rente"[1]).

Finansieringsreformen blev således kædet sammen med de foran omtalte planer for løsning af landbrugets problemer samt med de igangværende overvejelser om indeksfinansiering. Det blev da også på disse områder, at kræfterne blev lagt under de videre overvejelser og forhandlinger i 1982.

Indekslån

At tanken om indeksfinansiering igen fik vind i sejlene skyldtes et sammenfald af forskellige forhold.

Således var der nogle, der i den høje nominelle rente så den væsentligste grund til faldet i boligbyggeriet. Den lave begyndelsesydelse af indekslån kunne bøde herpå. Andre lagde mere vægt på realrenten, specielt realrenten efter skat, der var så lav, at den almindelige sparer blev grundigt snydt. Ved indeksregulering ville opsparingen i pengeform få en mere fair behandling. Endvidere havde staten en interesse i at få reduceret udgifterne ved rentesikringsordningen for det almennyttige boligbyggeri. Sidst, men ikke mindst, fik vi i Erling Olsen en boligminister, der gik varmt ind for sagen.

Tilløbet var langt. De tro væbnere, heriblandt professor Anders Ølgaard, sloges for sagen i skrift og tale. Der blev udarbejdet mange rapporter og betænkninger, hvor ikke mindst de skattemæssige problemer blev endevendt. Spørgsmålet kom også til at optage megen tid på Christiansborg.

Omkring 1980 begyndte der at tegne sig et billede af en reform.

Perioden indtil da var et kalejdoskop af initiativer, forarbejder, betænkninger og strandede forslag bl.a. som følge af regeringsskift og ændret politisk sammensætning i Folketinget.

I flæng kan nævnes boligminister Helge Nielsens lovforslag fra juni 1973 med sigte på reduktion af det offentliges boligsubsidier og en mere jævn udvikling i huslejen i det almennyttige boligbyggeri[2]).

Endvidere det forslag til folketingsbeslutning om værdisikret (indeksreguleret) opsparing og finansiering, som Lauge Dahlgaard på vegne af Det Radikale Venstre og Socialdemokratiet fremsatte i februar 1974. Formålet var at fremme den private opsparing, herunder langtidsopsparingen, samt at tilvejebringe forudsætninger for indeksregulerede udlån, herunder til privat og almennyttigt boligbyggeri, men vel at mærke således, at ordningen

---

[1]) Folketingstidende 1981-82, 2. samling I, sp. 40.
[2]) Folketingstidende 1972-73, Tillæg A III, sp. 6669-6678.

skulle være markedsorienteret og dermed ikke påføre det offentlige byrder[1]).

Videre kan nævnes Det Radikale Venstres forsøg på i forbindelse med statslånsbemyndigelsen i juni 1975 på 6 mia.kr. at få reserveret 1 mia.kr. heraf til indekslån.

Endelig boligminister Ove Hoves redegørelse til Folketinget den 11. maj 1978 om regeringens langsigtede boligpolitik. Man gik heri endnu en gang ind for indeksfinansiering af det almennyttige boligbyggeri, men også ⅓ af nettoanskaffelsessummen for en nybygget ejerbolig skulle kunne finansieres på denne måde. Lånene blev forudsat afsat i et „lukket kredsløb" til skattefri institutioner som f.eks. ATP og pensionskasser. Staten ville garantere afsætningen til en rimelig høj kurs, dvs. ordningen skulle hvile på subsidier[2]).

I SV-regeringens tid skete der ikke meget, uanset at Erling Olsen blev boligminister. Men derefter gik det løs.

I april 1980 blev der af Boligministeriet igangsat et udredningsarbejde med det formål at nå frem til en operationel skitse, der kunne danne grundlag for et konkret lovforslag og dermed for politiske forhandlinger og stillingtagen. Arbejdsgruppens resultat forelå i maj 1980 og blev offentliggjort i august 1980.

I forbindelse med Folketingets gennemførelse af en række lovforslag på boligområdet og efter aftale mellem de fire forligspartier, Socialdemokratiet, Det Radikale Venstre, Centrum-Demokraterne og Kristeligt Folkeparti, nedsatte Erling Olsen herefter i november 1980 et udvalg, som skulle belyse alternative finansierings- og støtteordningers konsekvenser for boligmarkedet, byggeriet, de offentlige finanser, kapitalmarkedet og samfundsøkonomien i øvrigt. Ved forligsaftalen i maj 1981 om det økonomisk-politiske handlingsprogram blev udvalgets opgaver udvidet og trukket endnu mere i retning af, at det var indekslån, man skulle interessere sig for[3]).

Sideløbende med arbejdet i udvalget engagerede boligministeren sig personlig meget aktivt og direkte i spørgsmålet om indeksfinansiering – ikke alene i forhold til byggesektoren, men også mere generelt. Ministeren åbnede således en debat om mulighederne for at optage lån i udlandet på indeksvilkår og forsøgte at få regeringen til at bakke op bag et forslag herom. Da dette mislykkedes, blev forslaget præsenteret alene på Boligministeriets vegne i et notat af 30. april 1981 under overskriften „Vedrørende en indeksfinansieringsmodel med afsætning af indekspapirer til udenlandske investorer".

---

[1]) Folketingstidende 1973-74, 2. samling I, sp. 1913 og 1919-1920.
[2]) Folketingstidende 1977-78 VI, sp. 9787-9799.
[3]) Begge udvalg havde kontorchef Einer Engberg, Boligministeriet, som formand.

Andre ministerier kunne ikke støtte ideen, der efter orientering af Nationalbanken blev imødegået af Finansministeriet, Statsministeriet og Det Økonomiske Sekretariat i et fælles notat af 11. maj 1981, hvor det bl.a. anførtes, at Danmark ved at indlede låntagning på indeksvilkår på det internationale lånemarked kunne risikere at sætte den internationale kreditværdighed over styr og dermed forringe lånevilkårene for traditionel låntagning.

I betragtning af den heftige diskussion om indeksfinansiering fandt Nationalbanken det hensigtsmæssigt offentligt at tilkendegive sin stilling til denne finansieringsform. Dette skete i form af en redegørelse i bankens kvartalsskrift for maj 1981, hvori det bl.a. blev nævnt, at nedgangen i byggeriet nok så meget måtte ses som en følge af vigende realindkomster kombineret med heraf følgende usikkerhed om den fremtidige prisudvikling for boliger. Endvidere ville indekslån rejse en række problemer i forhold til kapitalmarkedet uden sikkerhed for at føre til en nævneværdig afhjælpning af de realøkonomiske forhold, som ordningen ville sigte mod. Endelig måtte finansieringsproblemerne ses i sammenhæng med de skattemæssige forhold, som fortsat var uafklarede[1]).

Udvalgsarbejdet under Boligministeriet afsluttedes den 20. august 1981 med en rapport, der indeholdt en altovervejende teknisk gennemgang af tre nye, alternative finansieringsformer, nemlig variabelt forrentede lån, rentehenstandslån og indekslån. Rapporten blev præsenteret for offentligheden ved et pressemøde den 21. august 1981. Samtidig sendtes rapporten til høring hos en række interesserede parter - herunder Nationalbanken. Høringsskrivelsen bar præg af boligministerens stærke personlige engagement i sagen.

Boligministeren kom igen ind på sine tanker om statslig optagelse af lån i udlandet på indeksvilkår. Regeringen tog på ny klart afstand herfra bl.a. gennem offentlige udtalelser af statsministeren i begyndelsen af september 1981. I en udtalelse til Jyllands-Posten den 3. september 1981 erkendte Erling Olsen sit nederlag og tilføjede: „Det er nu engang prisen for at få nye ideer. Der er mange, som aldrig kommer i den situation".

I Nationalbankens høringsudtalelse af 11. september 1981 gentoges vurderingen fra bankens kvartalsoversigt, og der blev samtidig givet udtryk for, at der var betydelig usikkerhed ved vurderingen af forskellige låntagergruppers interesse for denne låneform, som næppe ville få større udbredelse ved de gældende skatteregler.

Nationalbanken så imidlertid ikke afgørende hindringer for, at interessen for indekslån blev afprøvet ved en frivillig ordning. Det blev endvidere fremhævet, at de igangværende overvejelser om rentebeskatningen burde afslut-

---

[1]) Det af regeringen i december 1980 nedsatte renteskatteudvalg under ledelse af professor Thorkil Kristensen afgav betænkning i april 1982.

tes, inden der toges stilling til introduktion af indekslån, som følge af skattereglernes afgørende betydning ved valget af finansieringsform.

Endelig understregede Nationalbanken stærkt betænkelighederne ved boligministerens tanker om offentligt salg af indeksobligationer i udlandet.

Sammen med finansieringsreformen spillede indeksfinansiering og pensionsopsparingens vilkår en væsentlig rolle i valgkampen op til valget den 8. december 1981.

Planerne om finansieringsreformen blev genoptaget, men - som nævnt før - nu med en klar drejning i retning af indekslån. Et par uger efter valget fik Nationalbanken forelagt en skitse, hvori der ikke indgik direkte lån til erhvervslivet, en mulighed, der havde været nævnt i tidligere oplæg, og som efter Nationalbankens opfattelse ville svække erhvervslivets incitament til at udnytte lånemulighederne i udlandet.

Ifølge skitsen skulle det støttede byggeri samt en vis gældsafløsning i landbruget finansieres med 2½ pct. 25-30-årige indekslån, og også de fleste andre former for nybyggeri kunne få mulighed for indekslån.

Obligationerne skulle handles på Fondsbørsen, og afsætningen sikres ved frivillige aftaler med pensionskasser, forsikringsselskaber, LD og ATP samt pengeinstitutterne for så vidt angik deres kapitalpensionsordninger. De institutionelle investorer forventedes at påtage sig køb af indeksobligationer for maksimalt 40 pct. af deres placeringskapacitet i en femårig periode.

Staten skulle sørge for, at kurserne kom til at ligge omkring pari. Nettoprisindekset ville blive anvendt til regulering af obligationerne, mens der over for låntagerne (specielt landbruget) kunne blive tale om at benytte et andet indeks. I så fald skulle der opbygges en fond, finansieret af låntagerne, til at udrede eventuelle forskelle mellem debitor- og kreditorydelsen. Hvis fondens midler ikke var tilstrækkelige, skulle staten træde til.

På et møde med de økonomiske ministre den 5. januar 1982 gav Nationalbanken udtryk for, at selv om bortfaldet af forslaget om direkte erhvervslån havde elimineret de væsentligste valutariske indvendinger imod reformen, var banken stadig betænkelig ved de forvridninger på kapitalmarkedet, som placeringspligt og rentefiksering ikke kunne undgå at medføre. Eventuelle forsøg med indeksfinansiering burde ske i en frivillig markedsbestemt ordning, når renteskattereglerne var afklaret. Eventuel mangel på balance i pensionsopsparingens vilkår kunne korrigeres ved en eller anden form for beskatning, hvis der ved en nærmere undersøgelse kunne påvises behov herfor.

Fra et pengepolitisk synspunkt var det betænkeligt at søge rentemekanismen sat ud af kraft i en væsentlig del af kapitalmarkedet, hvorved man risikerede større renteudsving i det øvrige kapitalmarked, ligesom en effektiv likviditetspolitik ikke lod sig forene med en forpligtelse til ved intervention at fastholde en bestemt rente for indeksobligationer. Under de gældende skatte-

regler kunne der i øvrigt ikke forventes stor interesse for indeksfinansiering hos private bygherrer.

Videre blev det nævnt, at børsnoterede værdipapirer var undergivet liberaliseringsforpligtelser i EF og OECD. Man kunne derfor vanskeligt forbyde salg til udlandet som en forebyggende foranstaltning. Liberaliseringsreglerne gav alene mulighed for at fravige bestemmelser i tilfælde af konstatering af „skadelige" kapitalbevægelser. På den anden side ville det ikke gavne Danmarks kreditværdighed at lade udlændinge købe indeksobligationer, selv om der næppe kunne ventes større udenlandsk interesse for sådanne papirer.

Hvis man politisk lagde afgørende vægt på at fastlåse realrenten i en vis periode, måtte Nationalbanken anbefale, at det overvejedes at etablere en form for lukket kredsløb med en kombination af placeringspligt og emissionskontrol for indeksobligationer.

Nationalbanken havde allerede tidligere udtalt sig kritisk om de foreslåede asymmetriske indekslån til landbruget under henvisning bl.a. til de uberegnelige statsfinansielle konsekvenser.

Disse mundtligt fremførte synspunkter blev dagen efter nedfældet i et notat af 6. januar 1982. Det fremgik af mødet, at regeringen selv foretrak et lukket kredsløb, men for at opnå tilslutning fra Det Radikale Venstre havde søgt at udforme en mere markedsorienteret løsning.

Midt i januar fremkom Boligministeriet med udkast til lovforslag om indeksregulerede realkreditlån med ikrafttræden den 1. april 1982, samt lovforslag om offentlig støtte til indeksfinansieret boligbyggeri mv., hvoraf fremgik, at man ønskede det støttede byggeri forøget med ca. ⅓, og at staten skulle udrede hele realrenten.

Da boligministeren agtede at fremsætte disse lovforslag i Folketinget meget kort efter uden at afsætte tid til en forudgående gennemarbejdning med repræsentanter for realkreditinstitutter og Københavns Fondsbørs, og da forslagene var særdeles vidtrækkende og komplicerede, gav Nationalbanken under et frokostmøde i banken den 15. januar 1982 med økonomiminister Ivar Nørgaard og finansminister Knud Heinesen udtryk for, at banken ikke kunne tage noget medansvar for den tekniske forberedelse af forslagene, men var villig til at afgive foreløbige bemærkninger. Nationalbanken var bl.a. betænkelig ved, at Boligministeriet foreslog samme lånegrænser for indekslån som for traditionelle lån.

Boligministeren fremsatte de to lovforslag i let revideret udgave den 27. januar 1982. Samme dag fremsatte industriministeren lovforslag om forsikringsselskabers og pensionskassers adgang til at købe indeksobligationer. Forslag om ændring af tinglysningsloven vedrørende indekspanterettigheder blev først fremsat den 25. februar, efter at et udkast havde været til høring i en række institutioner, herunder Nationalbanken.

Regeringens forhandlinger med de institutionelle investorer om køb af indeksobligationer gik trægt, bl.a. fordi institutionerne ikke fandt, at en realrente på 2½ pct. sikrede et tilstrækkeligt pensionsniveau sammenholdt med traditionelle placeringsmuligheder under de gældende skatteregler. Pengeinstitutterne så sig slet ikke i stand til at indgå aftaler på deres kapitalpensionskunders vegne.

Regeringen syntes imidlertid stadig at forudsætte en betydelig grad af kursstabilitet uden at ville anvende lukkede kredsløb eller lignende. I en notits af 5. februar til ministrene præciserede Nationalbanken sin kritiske holdning hertil og erklærede ikke at kunne tage stilling til spørgsmålet om medvirken til kurspleje i introduktionsfasen, før der var større klarhed om efterspørgsel og udbud på markedet for indeksobligationer. Kurspleje kunne alene moderere dag-til-dag udsving, men ikke fastholde et bestemt renteniveau.

Folketingets 1. behandling af lovforslagene den 2. februar viste betinget støtte fra Socialistisk Folkeparti og Det Radikale Venstre, mens de øvrige partier forholdt sig mere eller mindre skeptiske.

Under udvalgsbehandlingen stillede Folketingets boligudvalg spørgsmål om Nationalbankens holdning til kurspleje for indeksobligationer. Hertil blev den 18. februar svaret, at når indeksobligationerne var markedsført, kunne de gøres til genstand for kurspleje med et begrænset sigte, men at Nationalbanken ikke kunne påtage sig at garantere et bestemt kursniveau. En effektiv pengepolitik var ikke forenelig med en interventionsforpligtelse for staten eller Nationalbanken til at holde en vis rente i en del af obligationsmarkedet. Det tilføjedes, at obligationsrenten før skat både her i landet og i udlandet i de senere år havde ligget væsentlig mere end 2½ pct. over inflationstakten.

Da regeringens forhandlinger med landbrugsorganisationerne stadig ikke var afklaret, blev de særlige omprioriteringslån til landbruget fjernet fra lovforslaget mellem 1. og 2. behandling. Endvidere foreslog boligministeren en såkaldt reallønsklausul for indekslån til ejerboliger, hvilket var ønsket af Socialistisk Folkeparti og medvirkede til, at Centrum-Demokraterne kunne støtte lovforslagene. Derimod trak Det Radikale Venstre sin tilslutning tilbage, især fordi landbrugets gældsafløsning udgik.

På forespørgsel fra Boligudvalget om reallønsklausulen udtalte Nationalbanken sig den 25. februar kritisk om den foreliggende udformning, der efter bankens opfattelse skabte usikkerhed om udtrækningschancen og forekom unødig kompliceret. Bankens synspunkter vandt imidlertid ikke genklang hos regeringen og i partierne bag de ændrede lovforslag.

Under udvalgsbehandlingen udtalte boligministeren med tilslutning fra økonomiministeren, at han fandt det rimeligt, at Den Sociale Pensionsfond og Statens Bygge- og Boligfond lod indeksobligationer indgå i deres porte-

følger, hvilket dog skulle søges samordnet med den almindelige pengepolitik og ikke have karakter af offentlige støttekøb.

De tre lovforslag (om indeksregulerede realkreditlån, om støttet byggeri finansieret hermed samt om forsikringsselskabers og pensionskassers adgang til at købe indeksobligationer) blev 2. behandlet af Folketinget den 9. marts 1982 og vedtaget ved 3. behandlingen den 12. marts[1]).

Regeringens forhandlinger med de institutionelle investorer førte kun til nogle velvillighedstilsagn om at overveje køb af indeksobligationer uden beløbsangivelser. Der blev således ikke opnået garanti for afsætning af obligationerne til kurser nær pari.

Frem til marts var regeringen indstillet på at forbyde salg til udlandet af indeksobligationer med henvisning til risikoen for spekulative kapitalbevægelser og forstyrrelser af likviditetsstyringen, selv om kapitalliberaliseringsbestemmelserne i EF og OECD ikke efter ordlyden hjemlede mulighed for forebyggende indgreb.

Med den engelske beslutning den 9. marts om at ophæve begrænsningerne for erhvervelse af indekserede statspapirer opstod en ny situation, idet det måtte antages at blive vanskeligere at få et forebyggende forbud accepteret i EF og OECD, og samtidig reduceredes risikoen for massiv udenlandsk interesse for danske indeksobligationer. På et møde mellem de økonomiske ministre og Nationalbankens direktion den 12. marts blev det følgelig besluttet at tage spørgsmålet om salg til udlandet op til fornyet overvejelse.

Som et resultat heraf blev der indtaget en afventende holdning, hvor man statistisk ville følge afsætningen, men samtidig officielt tilkendegive, at et sådant salg var uønskeligt. På linje hermed henstillede Nationalbanken den 25. marts til realkreditinstitutter, pengeinstitutter og fondsbørsvekselerere at afholde sig fra aktiv udenlandsk markedsføring.

I forbindelse med en præcisering i april 1982 fra Tilsynet med Banker og Sparekasser af regnskabsreglerne for indeksregulerede mellemværender lod Nationalbanken forstå, at banken ikke ønskede en udbredelse af indeksregulerede ind- og udlånsformer i pengeinstitutterne og specielt var imod indeksregulerede indlån med en løbetid på to år og derunder.

De første indeksobligationer blev noteret på Fondsbørsen den 23. april 1982, hvor der blev afsat et mindre beløb til pari. Den følgende børsdag faldt kursen til 90 og rettede sig herefter til 92-93 svarende til en effektiv realrente på 3,3 pct. Markedet var imidlertid tyndt, og da tilgangen af indeksobligationer hidrørende fra det almennyttige boligbyggeri i løbet af andet halvår tog fart, faldt kurserne så stærkt, at den effektive realrente i november nåede op

[1]) Folketingstidende 1981-82, 2. samling III, sp. 3519-3544.

over 10 pct. På denne baggrund blev der nedsat et hurtigt arbejdende udvalg til at undersøge, hvorledes alternative udformninger af indekslånene ville kunne påvirke udbuds- og efterspørgselsforholdene.

Markedet skiftede imidlertid brat, da der i december blev indgået et bredt politisk forlig om en permanent afgift på afkastet af pensionsopsparing (realrenteafgiften) med fritagelse for bl.a. placeringer i indeksobligationer. På få dage steg kurserne for det støttede byggeris obligationer så stærkt, at man kom ned på en realrente på ca. 5 pct. Efter at der således var ydet „kunstigt åndedræt", fandt udvalget ikke anledning til at fremkomme med væsentlige ændringsforslag.

Indeksfinansiering var obligatorisk for det almennyttige byggeri. Interessen fra private bygherrer og fra erhvervslivet viste sig - som ventet - meget beskeden. Ved udgangen af 1991 udgjorde cirkulationen af indeksobligationer udstedt af realkreditinstitutter 98 mia.kr. efter nominel værdi (inkl. indekstillæg) eller ca. 12 pct. af det samlede omløb af realkreditobligationer. Af de 98 mia.kr. hidrørte 82 mia.kr. fra finansiering af det støttede byggeri. Knap 10 mia.kr. hidrørte fra udlån til landbruget og 5 mia.kr. fra udlån til udlejningsbyggeri og industri og håndværk.

Interessen i udlandet for indeksobligationer var så ringe, at Nationalbanken efter nogle års forløb ophørte med at foretage særlige opgørelser herover.

Omlægning af rentefradrag

Behandlingen i skattemæssig henseende af privatpersoners renteudgifter blev i løbet af 1970'erne udsat for en livlig politisk og offentlig debat. Baggrunden var de store fradragsmuligheder, der fulgte af stigningen i disse udgifter, sammenholdt med den kraftige forøgelse af marginalbeskatningen.

Med årene var renteudgifterne kommet til at udgøre den største post blandt de ligningsmæssige fradrag. For indkomståret 1975 androg de ligningsmæssige fradrag i alt ca. 30 mia.kr., hvoraf godt og vel halvdelen hidrørte fra renter af prioritetsgæld og anden gæld bortset fra gæld i erhvervsvirksomhed.

I 1975 blev det overdraget indkomstskatteudvalget at fremkomme med en indstilling om mulighederne for en fradragssanering. Et første bidrag hertil kom i august 1976 i form af en foreløbig redegørelse, som i april 1977 blev fulgt af en redegørelse om den skattemæssige behandling af renteindtægter og renteudgifter[1]). Der blev heri peget på to ordninger, der hver på afgørende vis ville bryde med de principper, der havde været anvendt i rentebeskatningen siden 1922.

[1]) Betænkning nr. 780, august 1976, og betænkning nr. 805, april 1977.

Det ene forslag gik ud på at holde beskatningen af rentemellemværender helt ude af det almindelige indkomstskattesystem. Rentefradraget skulle med andre ord bortfalde, og som godtgørelse herfor kunne og skulle debitor indeholde 40 pct. i sin rentebetaling til kreditor, der således herigennem blev tilsvarende „beskattet" af renteindkomsten. Der var således tale om en definitiv, proportional og selvkontrollerende ordning, som dog skulle tilpasses i specielle tilfælde, f.eks. hvad angik banker og sparekasser, der via den heraf følgende umiddelbare reduktion af rentemarginalen ville få et indtjenings- og likviditetsproblem.

Det andet forslag gik ud på at afskaffe rentefradraget for privat gæld som fradrag i indkomsten enten på brutto- eller nettobasis, dvs. i dette sidste tilfælde med adgang til modregning i renteindtægter. Da erhvervsmæssig gæld skattemæssigt måtte behandles som hidtil, forudsatte denne løsning, at privat gæld kunne udskilles fra erhvervsmæssig gæld.

Da en sådan sondring efter udvalgets opfattelse måtte blive vilkårlig, og da det var fradragsretten for private gældsrenter, der ønskedes begrænset, pegede udvalget på en gradvis forhøjelse af den indkomstskattepligtige lejeværdi som en alternativ mulighed.

Endelig afgav udvalget i november 1977 en afsluttende redegørelse vedrørende mulighederne for at gennemføre en ensartet virksomhedsbeskatning, uanset om ejerforholdet var enkeltmandsfirma eller havde selskabsform.

På baggrund af disse rapporter fremkom minister for skatter og afgifter Jens Kampmann i maj 1978 med et vidtgående skattepolitisk udspil i Folketinget i form af en skriftlig redegørelse for regeringens påtænkte skattereform[1]).

Det blev herunder nævnt, at regeringen på renteområdet ville stille forslag om, at rentefradraget for privat gæld blev ændret fra et fradrag i indkomsten til et fradrag i de beregnede indkomstskatter, men at regeringen endnu ikke havde lagt sig fast på de nærmere regler herfor.

Dette kom der dog ikke noget ud af foreløbig. Efter dannelsen af SV-regeringen i august 1978 var det økonomiminister og minister for skatter og afgifter Anders Andersen, der stod for denne side af sagen.

Spørgsmålet blev taget op igen efter valget i oktober 1979 og den efterfølgende dannelse af en ny socialdemokratisk regering. I sin redegørelse den 6. november 1979 til Folketinget nævnte statsminister Anker Jørgensen, at regeringen som et første skridt i retning af en fradragssanering – og som led i regeringens helhedsplan – ville fremsætte „forslag om en begrænsning af den nuværende fradragsret for renter af privat gæld, således at disse fradrag over en årrække ændres fra fradrag i indkomsten til et fradrag i de beregnede skatter"[2]).

---

[1]) Folketingstidende 1977-78 VI, sp. 9748-9788.
[2]) Folketingstidende 1979-80, 2. samling I, sp. 9.

I fortsættelse heraf fremsatte skatte- og afgiftsminister Karl Hjortnæs den 4. december 1979 konkret forslag herom med en overgangsperiode på 5 år. Fradragets værdi ville herved gradvis blive den samme uanset indkomstens størrelse[1]).

Forslaget byggede på *nettoprincippet,* således at det alene var den del af de private renteudgifter, som oversteg renteindtægterne, der skulle omlægges til fradrag i skatten. Forslaget nødvendiggjorde, at der blev sondret mellem private og erhvervsmæssige renteudgifter. Det ville endvidere medføre asymmetri i beskatningen, eftersom beskatningen af nettorenteindtægter skulle foregå som hidtil.

Under de efterfølgende politiske forhandlinger kom *bruttometoden,* dvs. den model, hvorefter samtlige renteudgifter omlægges til fradrag i skatten, mens renteindtægterne i deres helhed beskattes efter de almindelige indkomstskatteregler, hurtigt ind i billedet. Denne metode ville i første omgang give en noget større forøgelse af skatteprovenuet, men samtidig medføre nogle kapitalmarkedsmæssige konsekvenser, der fik Nationalbanken til at vende sig mod denne løsning.

Folketingsmedlem Bernhard Baunsgaard, Det Radikale Venstre, der kom til at spille en central rolle i forhandlingerne og for sagens videre forløb, viste sig under 1. behandlingen den 7. december 1979 som en ivrig fortaler for bruttoprincippet og var samtidig stærkt kritisk over for nettoprincippet, der efter hans opfattelse var til fordel for de ældre og rige og ramte de unge[2]).

I forbindelse med forhandlingerne vurderede Det Økonomiske Sekretariat i en notits af 12. december 1979 de kapitalmarkedsmæssige konsekvenser af at anvende en bruttometode frem for nettometoden. Det hed herom bl.a., at bruttometoden ville føre til store omlægninger på kapitalmarkedet for at nedbringe bruttorenteudgifterne til nettopositionen. Den heraf følgende påvirkning af kurs- og renteforholdene kunne overgangsvis blive voldsom og vanskeliggøre Nationalbankens rolle og omsætningen af statspapirer. Nationalbanken erklærede sig enig i denne vurdering, hvilket efter aftale kom til udtryk i notitsen.

Det viste sig vanskeligt at få samlet et politisk flertal for lovforslaget, men den 21. december 1979 fik skatteministeren dog vedtaget en folketingsbeslutning, som - bl.a. med støtte fra Det Radikale Venstre - opfordrede regeringen til i folketingsåret 1979-80 at fremsætte lovforslag om gennemførelse af en omlægning af fradraget for renteudgifter. I folketingsbeslutningen blev

---

[1]) Forslag til lov om ændring af forskellige skattelove mv. Folketingstidende 1979-80, 2. samling I, sp. 1343-1345. Sagens videre forløb er udførligt omtalt af Peter Sørensen i „Rentefradragsforliget og dets sammenbrud 1980", „Historie" Jyske Samlinger XIV, side 593-632.

[2]) Folketingstidende 1979-80, 2. samling II, sp. 1849.

det fastslået, at omlægningen skulle foregå efter nettometoden, og at omlægningen skulle foregå gradvis over en 10-årig periode.

Til brug for de videre politiske drøftelser udarbejdede Skattedepartementet et notat af 10. januar 1980, som bl.a. indeholdt en række argumenter mod bruttometoden.

Også Nationalbanken gjorde nærmere rede for sin holdning. Det skete i et notat af 23. januar 1980 udarbejdet til brug for Det Økonomiske Sekretariat ved dets besvarelse af endnu en henvendelse - via Skattedepartementet - om de kapitalmarkedsmæssige virkninger af bruttometoden. Fra politisk side havde man ønsket, at svaret blev udarbejdet i samarbejde med Nationalbanken eller tiltrådt af Nationalbanken. En let omarbejdet udgave af Nationalbankens vurdering blev den 21. februar sendt direkte til Skattedepartementet og til økonomiminister Ivar Nørgaard.

Den 27. februar indgik Socialdemokratiet, Det Radikale Venstre, Socialistisk Folkeparti og Venstresocialisterne imidlertid i Folketingets skatteudvalg forlig om en rentefradragsomlægning baseret på bruttometoden.

Forliget blev i de næste 24 timer udsat for en betydelig offentlig kritik fra flere sider, herunder fra boligminister Erling Olsen, som sammenlignede forliget med genindførelse af stavnsbåndet. Bruttometoden ville indebære, at en skattepligtig, der solgte sin ejerbolig for at købe en ny, blev indkomstbeskattet fuldt ud af renteindtægter fra pantebreve, der blev modtaget ved handelen, mens renteudgifterne på de pantebreve, der blev udstedt ved køb af den nye ejerbolig, alene gav fradrag i skatten. Ordningen ville således hindre mobiliteten på boligmarkedet.

Under det postyr, der fulgte, hvor Nationalbankens notat af 21. februar blev flittigt citeret såvel i loyal som i illoyal gengivelse, meddelte Det Radikale Venstre den 28. februar om eftermiddagen, at man ikke længere ønskede at deltage i forliget, og at forhandlingerne om en rentefradragsomlægning måtte begynde forfra.

Blandt andet på denne baggrund udbad skatte- og afgiftsudvalget sig hurtigst muligt svar på to spørgsmål fra Nationalbanken - for det første, om bankens notat af 21. februar 1980 skulle opfattes som en advarsel mod at anvende bruttometoden ved en rentefradragsomlægning, og for det andet, om banken fortsat - som angivet i Det Økonomiske Sekretariats notat af 12. december 1979 - var af den opfattelse, at ved gennemførelsen af en bruttometode kunne „påvirkningen af kurs- og renteforhold ... overgangsvis blive voldsom og vanskeliggøre Nationalbankens rolle og omsætningen af statspapirer".

Nationalbanken, som først fik spørgsmålene forelagt om aftenen den 28. februar, svarede ved den 29. februar om morgenen at overbringe økonomiminister Ivar Nørgaard en skrivelse, hvori man gentog konklusionerne fra notatet af 21. februar med nogle forklarende bemærkninger og med en til-

føjelse om, at nedbringelsen af finansielle aktiver og passiver ville forringe kapitalmarkedets effektivitet. Det blev endelig nævnt, at de i Det Økonomiske Sekretariats notat af 12. december 1979 anførte betragtninger efter bankens opfattelse fortsat var gyldige.

I de følgende dage søgte ministeren for skatter og afgifter at redde forliget, men det viste sig ikke muligt.

De politiske forhandlinger blev dog ført videre på lavt blus, idet man som udgangspunkt vendte tilbage til *nettometoden*. Som led i disse forhandlinger blev Nationalbanken den 2. april 1980 af Økonomiministeriet anmodet om at besvare følgende spørgsmål fra Folketingets skatte- og afgiftsudvalg: „Nationalbankens vurdering af, hvilken indflydelse gennemførelsen af en nettorenteordning vil have på kapitalmarkedet".

I Nationalbankens besvarelse, som blev afgivet den 10. april, anførtes, at virkningerne på kapitalmarkedet på kort sigt måtte anses for begrænsede, såfremt omlægningen skete over en længere periode, idet personer med nettorenteudgifter ikke umiddelbart ville have større incitament til at foretage ændrede formuedispositioner. På længere sigt måtte omlægningen forventes at medføre mindre gældsætning/fremskyndet gældsnedbringelse, da personer med nettorenteudgifter ville få mindre skattebesparelse end under det nuværende system.

Omlægningen ville således virke forbrugsbegrænsende og dæmpende på udviklingen i boligbyggeriet. Samtidig øgedes mulighederne for at påvirke forbruget gennem renteændringer, og fordelen ved at udnytte asymmetrien i skattesystemet mellem skattefri kursgevinster/skattebegunstiget opsparing og fradragsberettigede renteudgifter ville blive reduceret.

Men da en omlægning kun ville få virkning for personer med nettorenteudgifter, mens personer med nettorenteindtægter ville være stillet som under det nuværende system, konkluderedes det, at det ikke uden videre var givet, at overgang til en nettorenteordning ville give sig udslag i en mærkbar stigning i den samlede opsparingskvote og dermed en lettelse af den pengepolitiske problemstilling.

For at bringe tingene over dødvandet besluttede regeringen i december 1980 at nedsætte endnu et udvalg, denne gang med den opgave at undersøge „behovet og mulighederne for en ændret skattemæssig behandling af renter, således at erhvervsvirksomheder og husholdninger i højere grad end efter de gældende regler tilskyndes til i perioder med udbredte inflationsforventninger at foretage samfundsøkonomisk mere hensigtsmæssige investerings- og opsparingsdispositioner".

Udvalget, der fik fhv. finansminister, professor Thorkil Kristensen som formand, afgav betænkning (nr. 949) i april 1982. Det blev heri anbefalet, at

der indførtes en generel, proportional kapitalafkastbeskatning, som inddrog alle former for kapitalafkast og altså ikke alene renter som i renteskatteordningen. Med henblik på mindskelse af tilskyndelsen til skattearbitrage fremhævedes betydningen af symmetrisk beskatning og af lavere marginalskattesatser. Endelig anbefaledes det at beskatte afkastet af kapitalanbringelser i pensionskasser, livsforsikringsselskaber og pengeinstitutter mv.

På denne baggrund fremkom skatte- og afgiftsminister Mogens Lykketoft den 19. maj 1982 med en skriftlig redegørelse til Folketinget om regeringens planer vedrørende indkomstbeskatningen.

Det fremgik heraf, at regeringen ville foreslå et skattesystem med en proportional indkomstbeskatning og en tillægsskat på de højeste indkomster beregnet på et særligt indkomstgrundlag, således at den proportionale beskatning blev delt op i en proportional beskatning af kapitalafkast og en proportional beskatning af arbejdsindkomst. Endvidere ville man foreslå beskatning af midler placeret i livsforsikringsselskaber og pensionskasseordninger „både for at sikre en beskæftigelsesfremmende anvendelse af indekslån i byggeriet og af en finansieringsreform for landbruget og for at mindske underskuddet på statsfinanserne". Endelig ville man stræbe efter, at kursgevinst og -tab samt indeksregulering på finansielle fordringer så vidt muligt kunne holdes uden for beskatningsgrundlaget[1]).

Der blev herefter i juni 1982 nedsat en række arbejdsgrupper under Skattedepartementet med henblik på realiseringen af dette program. Regeringen agtede i den følgende folketingssamling at fremlægge lovforslag om en generel reform med virkning fra 1. januar 1984 dog således, at beskatningen af de skattefri institutioner etc. skulle træde i kraft fra 1. januar 1983.

Så langt nåede man imidlertid ikke. Den 10. september 1982 trådte regeringen tilbage og blev afløst af firkløverregeringen under ledelse af Poul Schlüter.

Initiativet blev imidlertid fastholdt, idet Mogens Lykketoft mfl. den 28. oktober fremsatte forslag til folketingsbeslutning, dels om en reform af den personlige indkomstbeskatning, men nu gældende fra 1985, dels om beskatning af kapitalafkast i hidtil skattefri institutioner mv.[2]).

I forslaget om *beskatning af kapitalafkast* opereredes der med en realrente efter skat på ca. 3 pct. Med det formål at fremme økonomisk aktivitet gik man ind for, at afkastet af indeksobligationer, aktier og anparter samt overskud af fast ejendom holdtes uden for opgørelsen af skattegrundlaget.

Også Det Radikale Venstre fremsatte forslag til folketingsbeslutning vedrørende en skattereform[3]). Forslaget havde en række lighedspunkter med det

[1]) Folketingstidende 1981-82, 2. samling VI, sp. 7836-7848.
[2]) Folketingstidende 1982-83 I, sp. 1096-1098, og Tillæg A I, sp. 954-958.
[3]) Anf. st., sp. 1229-1230, og Tillæg A I, sp. 970-978.

socialdemokratiske oplæg, men var holdt i mere generelle vendinger. Til bemærkningerne var som bilag 2 vedlagt kopi af Nationalbankens artikel om rentebeskatning i bankens kvartalsoversigt, august 1982.

Den 17. november 1982 fremsatte minister for skatter og afgifter Isi Foighel forslag til lov om en midlertidig formueafgift af visse pensionskapitaler[1]). Afgiften, der blev foreslået fastsat til 2,5 pct. af formuen, skulle bidrage til en forbedring af statens finanser i 1983 med 4 mia.kr. og i 1984 med et lidt større beløb.

Skatteministeren begrundede i øvrigt afgiften med, at regeringen på så mange andre områder greb ind for at forbedre statsfinanserne og sanere økonomien, og at det derfor var rimeligt, at også pensionskapitalen bidrog hertil ikke mindst på baggrund af den ekstraordinært høje skattefri forrentning af pensionsformuerne.

At man havde svært ved at vende rundt i forhold til tidligere standpunkter, er der dog ingen tvivl om. Regeringen havde da også forinden overvejet en placeringspligt for pensionskapitaler, men var veget tilbage herfor.

Den 13. december 1982 blev der indgået en aftale mellem regeringen og Socialdemokratiet gående ud på, at lovforslaget om en midlertidig formueafgift på pensioner mv. skulle gennemføres, men at det derefter var pensionsopsparingens afkast, der skulle belægges med en afgift. Der sigtedes mod en real forrentning på 3½ pct.

At branchens repræsentanter var fortørnet over dette udfald kan næppe undre. Både Pensionskasserådets formand, direktør Bent Nyløkke Jørgensen, og formanden for Livs- og Pensionsforsikringsselskabernes Forening, direktør Holger Dock, udtalte sig i meget kritiske vendinger om denne form for beskatning.

I en kommentar fremsat i Jyllands-Posten den 15. december 1982 beklagede den tidligere formand for renteskatteudvalget, professor Thorkil Kristensen, at investeringer i indeksobligationer, aktier og fast ejendom ikke blev ramt af realrentebeskatningen. Der var efter hans opfattelse ingen grund til denne fritagelse. Indtægterne fra de forskellige investeringer burde efter hans opfattelse beskattes ens.

I øvrigt var undtagelsen for indeksobligationer ifølge bladet et forsøg på at puste nyt liv i den hensygnende indeksreform, som Socialdemokratiet og Centrum-Demokraterne tidligere havde indgået forlig om for at få sat gang i byggeriet.

Blandt andet som følge af en betydelig tilgang af indeksobligationer fra det støttede byggeri (IS-obligationer) faldt kursen på disse obligationer, som det er omtalt i det foregående afsnit, kraftigt frem til november 1982, hvorved den effektive realrente medio november kom op på godt 10 pct., dvs. en eks-

[1]) Folketingstidende 1982-83 II, sp. 1802-1805.

orbitant høj rente for papirer af denne art. Efter indgåelsen af forliget mellem regeringen og Socialdemokratiet faldt den effektive realrente til ca. 5 pct.

Lovforslaget om den midlertidige formueafgift blev herefter vedtaget ved 3. behandlingen den 17. december 1982[1]).

Valutareform mv.

På baggrund af de ustabile valutaforhold efter sammenbruddet i 1971 af IMF-valutakurssystemet blev der i sommeren 1972 nedsat en komité, den såkaldte 20-Komité (Committee of Twenty), med den opgave at fremkomme med forslag til en reform af det internationale valutasystem. De nordiske lande blev i komiteens ministergruppe repræsenteret af daværende handelsminister Kjell-Olof Feldt, Sverige, og i stedfortrædergruppen af nationalbankdirektør Svend Andersen og direktør Hermod Skånland, Norges Bank[2]).

Komiteen nåede til enighed om visse fundamentale principper for et reformeret system, bl.a. at grundlaget skulle være *stabile, men justerbare* pariværdier, og at man ved bedømmelsen af eventuelle betalingsbalanceuligevægte kunne støtte sig til såkaldte *objektive indikatorer.* Endelig skulle SDR fremover være det centrale reserveinstrument.

Overvejelserne kom imidlertid til at stå i skygge af olieprisforhøjelserne i det sene efterår 1973, der gav landene andet at tænke på. Det blev derfor ikke muligt at udarbejde skitse til en fuldstændig valutareform.

I sin rapport, der blev fremlagt på et afsluttende møde i Washington i juni 1974, måtte komiteen derfor begrænse sig til at skitsere, hvordan en fremtidig valutareform eventuelt kunne udformes. Herudover blev der foreslået visse konkrete ændringer med henblik på løsning af de mest presserende problemer, herunder at beslutningsprocessen i Valutafonden blev styrket gennem oprettelse af et „politikorienteret" organ, den senere Interimskomité, samt at der blev etableret en Udviklingskomité til drøftelse af spørgsmål vedrørende overførsel af ressourcer til udviklingslandene. Der blev endvidere lagt op til legitimering af flydende valutakurser, altså den faktiske tilstand, samt ændring af reglerne for transaktionsværdien af SDR og ændrede bestemmelser for forrentningen af mellemværender med Valutafonden.

Arbejdet blev herefter fortsat i valutafondregi, herunder i den nydannede Interimskomité, der blev en videreførelse af 20-Komiteen.

På Interimkomiteens møde i Kingston på Jamaica i januar 1976 blev der opnået enighed om en ny valutafondoverenskomst, som godkendtes af fon-

---

[1]) Lov nr. 696 af 21. december 1982 om en midlertidig formueafgift af visse pensionskapitaler mv.

[2]) Den nordiske holdning ved reformdrøftelserne fremgår af et fællesnordisk indlæg på Valutafondens årsmøde i september 1972. Indlægget er aftrykt som bilag 6 til Nationalbankens årsberetning 1972.

dens repræsentantskab i april samme år[1]). Med den reviderede overenskomst legaliseredes flydende valutakurser. Endvidere blev guldet formelt afskaffet som grundlag for det internationale valutasystem. Desuden bortfaldt de pariteter og centralkurser, der tidligere var anmeldt til fonden. Efter overgangen til fri flydning var de fleste af disse bestemmelser af mere formel end reel karakter.

De centrale regler kom til udtryk i overenskomstens artikel IV, der blev baseret på en tekst, som USA og Frankrig havde udarbejdet i efteråret 1975 for at slå bro over de to landes stærkt divergerende synspunkter på kursproblemet. Frankrig, støttet af Japan, ønskede mulighed for tilbagevenden til et Bretton Woods-lignende fastkurssystem, mens USA, støttet af England og Tyskland, betragtede denne fase som overstået. Kompromiset blev en formulering i artikel IV, afsnit 4, hvorefter fonden med en majoritet på 85 pct. kan tillade „indførelsen af et almindeligt gældende valutasystem baseret på faste, men justerbare pariværdier".

Det var lidt af en sejr for Frankrig på denne måde at få sat et fingeraftryk på aftaleteksten, så meget desto mere som Frankrig i Europa ikke havde fremgang med sine tanker om en revision af slangesamarbejdet. Den franske hovedforhandler i drøftelserne med den amerikanske administration var daværende direktør i det franske finansministerium, Jacques de Larosière, der i juni 1978 blev udnævnt til administrerende direktør i Valutafonden.

Med den ændrede fondoverenskomst, der trådte i kraft den 1. april 1978, fik man således et resultat, der var tilpasset den faktiske udvikling i valutaforholdene.

Kort efter blev der indledt forhandlinger om etablering af en såkaldt *substitutionskonto* i Valutafondens regi. Årsagen var den ensidige sammensætning af de internationale, officielle valutareserver, der for langt størstedelens vedkommende bestod af dollars. Med en sådan konto, der skulle give centralbanker og andre valutamyndigheder adgang til at placere dollars på kontoen mod til gengæld at få SDR, ville der blive mulighed for en større spredning.

Et lignende system var blevet drøftet i 20-Komiteen i forbindelse med et udspil fra amerikansk side om en „asset settlement"-ordning, der ligeledes skulle gøre det muligt at få officielle dollarbeholdninger omvekslet til SDR, men knyttet sammen med en forpligtelse for overskudslandene til efter visse kriterier at lade deres valutaer opjustere. Planen strandede på det åbenbart økonomisk og politisk uigennemførlige i denne idé.

Den fornyede interesse skyldtes faldet i dollarkursen fra omkring 1977, jf.

[1]) Udviklingslandenes tilslutning blev sikret ved overførsel til disse lande af midler hidrørende fra salg af en del af Valutafondens guldbeholdning, bl.a. kanaliseret gennem en nyoprettet Trust Fund.

figur 6.6, side 317. Det viste sig imidlertid heller ikke muligt denne gang at få gennemført en sådan ordning. USA meldte fra. Man fandt det ikke muligt at påtage sig de nødvendige valutakursgarantier. På Interimskomiteens møde i Hamborg i april 1980 kunne man derfor kun enes om at anmode fondens bestyrelse om at fortsætte de tekniske undersøgelser.

Senere, da dollarkursen igen begyndte at stige, forsvandt interessen. Med D-markens og yen's større betydning som reservevalutaer opstod der samtidig i praksis en øget spredning i sammensætningen af landenes valutareserver. Ifølge Valutafondens årsberetning 1991 steg D-markens andel i industrilandenes valutareserver fra 13 pct. i 1981 til 24 pct. i 1990. Andelen for yen gik op fra 4 pct. til 10 pct.

Olieprisforhøjelserne nødvendiggjorde en omfattende tilbagekanalisering (recycling) af kapital fra de olieeksporterende til de olieimporterende lande via det internationale private banksystem.

Endvidere opstod der et pres på Valutafondens ressourcer. Der blev i den anledning etableret forskellige faciliteter, specielt med henblik på at understøtte tilpasningsprocessen i udviklingslandene. Ud over den udvidelse af fondens udlånskapacitet, der fulgte af de periodiske kvoteforhøjelser, blev fondens ressourcer forøget ved optagelse af lån fra officielle kilder i visse medlemslande.

De nordiske lande, der er fælles om en bestyrelsespost i fonden, gik som hovedregel stærkt ind for, at fondens udlånsmuligheder blev styrket ved tilførsel af egne midler, dvs. ved kvoteforhøjelser, og ydede endvidere støtte til yderligere tildelinger af SDR, når dette spørgsmål lejlighedsvis kom op til diskussion.

Samordningen af de nordiske synspunkter på disse og andre fondspørgsmål foregik i Nordisk Finansielt Udvalg, som består af repræsentanter fra de nordiske landes centralbanker og økonomi- og finansministerier. Fra nordisk side så man en interesse i at bevare fonden som et centralt organ i det internationale valutapolitiske samarbejde.

Fondens betydning i så henseende - i hvert fald hvad angår overvågning af valutakurser og betalingsbalanceforhold - blev imidlertid efterhånden stærkt reduceret.

Overgangen fra fastkurssystemet til fri flydning mellem de store valutaer fandt dengang støtte i vide kredse, ikke mindst inden for den akademiske verden. Det var den almindelige opfattelse, at man herefter nok kunne forvente større kursbevægelser, men kun som et forbigående fænomen. På lidt længere sigt ville fleksible valutakurser mindske betalingsbalanceproblemerne, og nogle lande så heri en mulighed for, at kravet til den interne økonomiske politik kunne lettes.

Virkeligheden blev en anden. De automatiske kræfter overdøvedes af an-

dre forhold, især skift i forventningerne til valutakurserne og i forbindelse hermed store kapitalbevægelser, således at man i stedet for en udvikling henimod stabile kurser snarere fik det modsatte. Og betalingsbalanceproblemerne blev ikke lettere at løse.

Den politiske holdning ændredes derfor efterhånden i retning af, at man burde forsøge igen at få indflydelse på udviklingen.

På denne baggrund drejede tyngdepunktet i det internationale økonomiske og valutariske samarbejde over mod de syv største OECD-lande, også kaldet G-7 gruppen[1]). I midten af 1970'erne indledte disse landes stats- og regeringschefer årlige møder, der kom til at gå under betegnelsen verdensøkonomiske topmøder. Endvidere påbegyndtes et samarbejde mellem de pågældende landes finansministre og centralbankchefer, der normalt mødtes et par gange om året.

Dagsordenen for møderne bestod som oftest af dagsaktuelle emner som f.eks. betalingsbalanceuligevægte, valutakurser og kapitalbevægelser samt styrkelse af den økonomiske vækst.

Det første møde fandt sted i Rambouillet uden for Paris i november 1975, hvor hovedpunktet var valutaproblemerne. Man ønskede at modvirke tilfældige („erratic") bevægelser i valutakurserne, specielt hvad angår dollarkursen i relation til andre toneangivende valutaer.

Et andet vigtigt møde fandt sted i Bonn i juli 1978, hvor de enkelte lande påtog sig visse konkrete forpligtelser i forbindelse med den „konvoj-strategi", der måneden før havde været diskuteret på et ministerrådsmøde i OECD. De valutarisk stærkeste lande skulle føre en mere ekspansiv økonomisk politik, mens de svagere lande skulle lægge hovedvægten på at nedbringe inflationen og forbedre betalingsbalancen.

Strategien blev meget omdiskuteret. Tyskland var principielt imod at benytte finanspolitikken i ekspansivt øjemed og var grundlæggende af den opfattelse, at det var op til de svagere lande selv „at bringe orden i deres hus". Det kom ikke til en afgørende prøve som følge af de problemer, der opstod i forbindelse med de nye olieprisforhøjelser i foråret 1979.

To politiske begivenheder kom til at præge samarbejdet i de følgende år, nemlig regeringsskiftet i England i maj 1979, hvor Margaret Thatcher blev premierminister, og Ronald Reagans overtagelse af præsidentembedet i USA i januar 1981. I begge lande blev der givet højeste prioritet til bekæmpelse af inflationen, og i forbindelse hermed blev der – i fortsættelse af en udvikling, der allerede var i gang – anlagt en monetaristisk linje i pengepolitikken med opmærksomheden koncentreret om kontrol med udviklingen i pengemæng-

[1]) USA, Canada, Japan, Tyskland, England, Frankrig og Italien. Et par af møderne blev holdt uden deltagelse af Canada og Italien.

den. Under disse forhold blev renten, specielt den lange rente, betragtet som et resultat af udviklingen og ikke som et pengepolitisk redskab. Reagan-administrationen var endvidere stærk modstander af offentlig intervention i valutamarkederne, der alene burde styres af markedskræfterne.

I begge lande gennemførtes tillige omfattende skattelettelser, i USA med det resultat, at der indtraf en kraftig forringelse af unionsbudgettet. Den amerikanske økonomi blev i årene fra 1983 til 1989 præget af en kraftig ekspansion ledsaget af en stærk forringelse af betalingsbalancen.

Holdningen, specielt til indgriben på valutamarkederne, blev senere væsentlig mere nuanceret.

Europæisk valutasamarbejde

Som tidligere nævnt gav slangesamarbejdet hurtigt problemer. Der var endnu langt til den tilnærmelse af deltagerlandenes økonomiske udvikling, der var en forudsætning for, at et samarbejde af denne art kunne forløbe nogenlunde gnidningsfrit.

På vigtige områder som priser og omkostninger og betalingsbalanceforhold var der oven i købet en tendens til, at udviklingen trak i forskellig retning. Tyskland og Holland var de „stærke" lande, der havde overskud og samtidig formåede at holde inflationen nede. Det gav samtidig anledning til hyppige spændinger, at D-marken var tilflugtsvaluta i tilfælde af uro om dollaren.

Efter i januar 1974 at have suspenderet sin deltagelse i systemet, i første omgang for en periode på et halvt år, gjorde Frankrig det i juli 1974 klart, at landet ikke, som oprindelig forudset, hurtigt kunne genindtræde i slangesamarbejdet. Fornyet fransk deltagelse måtte forudsætte ændringer i såvel valutakurssamarbejdet som i det økonomisk-politiske samarbejde i øvrigt, herunder en væsentlig udvidelse af Fællesskabets kreditfaciliteter.

I forlængelse heraf fremlagde Frankrig i et EF-rådsmøde i september 1974 den såkaldte Fourcade-plan[1]) med forslag om, at der inden årets udgang blev truffet beslutninger på fire områder: Fælles EF-låntagning uden for EF, revision af EF's regningsenheder, tilpasning af valutasamarbejdet (koncerteret flydning) og sikring af mere stabile forhold på euro-valutamarkedet.

Valutasamarbejdet tænktes tilpasset således, at slangevalutalandene kunne fortsætte deres indbyrdes samarbejde, men samtidig skulle der etableres en indslusningsmekanisme (structure d'accueil), der ville gøre det muligt for de lande, der stod udenfor, successivt at tilnærme sig samarbejdet igen. Det var et vigtigt led heri, at man skulle operere med et fælles EF-niveau for dollar-

[1]) Jean-Pierre Fourcade var fransk økonomi- og finansminister i årene 1974-76. Han afløste Valéry Giscard d'Estaing, der i 1974 blev valgt til præsident.

kursen med interventionsforpligtelser i lighed med dem, der gjaldt, da man opererede med slange/tunnelordningen.

Årsagen til det franske udspil var utilfredshed med samarbejdet, der efter fransk opfattelse lagde for lidt vægt på stabilitet over for dollaren og samtidig var usymmetrisk i den forstand, at tilpasningsbyrden i for høj grad hvilede på de svagere valutalande. Frankrig følte givetvis også et ubehag ved, at francen havde vist sig stærkt afhængig af støtte fra tysk side.

Visse dele af planen blev velvilligt modtaget, hvorimod de centrale elementer, regningsenheden og ændringen af valutasamarbejdet, blev mødt med stærk kritik ud fra såvel principielle som tekniske synspunkter. Den Monetære Komité og især Centralbankchefkomiteen blev stærkt involveret i sagen. I Centralbankchefkomiteen[1]) blev det således en drøj omgang at pløje sig igennem det franske meget komplicerede og teknisk prægede målzone-system.

Frankrig opblødte sin holdning, da det i begyndelsen af 1975 kom frem, at Schweiz ønskede at blive tilknyttet valutasamarbejdet. Dette stillede Frankrig sig afvisende overfor. Man henviste til, at de schweiziske kapitalrestriktioner var for svage til at hindre store udsving i schweizerfrancen over for dollaren, således at schweizisk deltagelse ville blive et destabiliserende element. Samtidig - og formentlig nok så væsentligt - nærede Frankrig frygt for, at der ved schweizisk deltagelse ville blive friere bane for kapitalflugt ud af Frankrig.

Som ikke-aktiv deltager i valutasamarbejdet havde Frankrigs røst i dette spørgsmål imidlertid mindre vægt end de øvrige lande, der for de flestes vedkommende indtog en positiv holdning. Frankrig blev derfor opsat på at genvinde sin indflydelse, og efter at der var opnået enighed om en lempelse af afregningsreglerne for interventionskreditter, og Frankrig havde fået tilsagn om, at spørgsmålet om dollarintervention ville blive taget op til fornyet overvejelse, indtrådte Frankrig igen i samarbejdet i juli 1975. Schweiz, der ikke ønskede at skærpe kravene til kapitalreguleringen, afbrød herefter i november 1975 forhandlingerne om deltagelse i slangearrangementet.

Også fra anden side fremkom der forslag med det sigte at styrke samarbejdet.

I sin rapport fra december 1975 „Den Europæiske Union" gjorde den belgiske statsminister, Leo Tindemans, sig således til talsmand for, at også penge- og finanspolitikken mv. blev inddraget i slangesamarbejdet, der herudover kunne styrkes ved en fælles beslutningsprocedure for ændringer i valutakurserne.

På ministerrådsmødet i juli 1976 fremsatte den hollandske finansminister,

[1]) Komiteen havde i perioden fra den 1. marts 1975 til den 31. marts 1976 nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer som formand.

Willem Duisenberg, forslag om etablering af målzoner for de frit flydende EF-valutaer. Formålet var, at de ikke skulle „flyde for langt væk". Han ønskede hermed tillige at forebygge tendenser til konkurrerende devalueringer mellem EF-landene.

Begge forslag blev drøftet på forskellige EF-niveauer, men førte ikke til konkrete resultater.

Der var især to problemer forbundet med dollarinterventionspolitikken.

Det ene var selve sigtet med interventionerne, hvor der stort set var enighed om, at man skulle begrænse sin indgriben til situationer, hvor dollaren var klart overvurderet eller undervurderet, og herudover søge at undgå for store daglige bevægelser, hvor udsving på 1 pct. blev betragtet som det maksimalt acceptable.

I en rapport blev dette udtrykt på den måde, at man skulle søge at forbedre kontrollen med valutamarkederne „without running against fundamental trends". Men ikke uventet viste det sig i praksis svært, for ikke at sige umuligt, at give denne sidste og meget vigtige forudsætning et konkret indhold.

Det andet og på sin vis mere ømtålelige problem vedrørte den tidligere omtalte konflikt mellem hensynet til det „fælles" niveau over for dollaren og virkningen heraf på kursrelationerne i slangen. F.eks. kunne salg af dollars fra Den tyske Forbundsbanks side med det formål at dæmpe en stigning i dollaren over for D-mark medføre spændinger i slangesystemet, især hvis D-marken i forvejen lå højt i dette system. Det var i sådanne situationer et spørgsmål, hvad der var vigtigst for Tyskland, dollarkursen eller slangesamarbejdet. Anvendelse af dollar til intervention inden for slangesystemets ydergrænser kunne ligeledes give anledning til konflikt, hvis de pågældende dispositioner var i modstrid med den almindelige dollarkurspolitik.

I december 1975 blev der opnået et kompromis gennem vedtagelsen i Centralbankchefkomiteen af et sæt interventionsregler, herunder regler vedrørende intramarginal intervention i slangevalutaer. Der skete hermed en opblødning af tidligere mere håndfast formulerede bestemmelser.

Det væsentlige var imidlertid ikke de skriftligt nedfældede regler, men enigheden om at gå pragmatisk og fleksibelt til værks. Udtrykket „concertation" blev i denne forbindelse et nøgleord.

Med virkning fra mandag den 15. marts 1976 trådte Frankrig for anden gang ud af slangesamarbejdet. Den franske franc havde forinden været udsat for pres som følge af mistillid i valutamarkederne til kursforholdet mellem francen og D-marken. Under et møde i Bruxelles søndagen i forvejen havde den franske regering forsøgt at skabe tilslutning til en almindelig justering af de indbyrdes kursrelationer, men forgæves.

Uroen fortsatte i sommerens løb og koncentreredes om D-marken, der

forventedes revalueret i forbindelse med det tyske forbundsdagsvalg i begyndelsen af oktober.

Spændingerne udviklede sig til en egentlig krise. Der opstod samtidig tvivl om Tysklands interesse i at fortsætte samarbejdet, der ud over Tyskland selv var indsnævret til at omfatte Benelux-landene og de tre nordiske lande. Tyskland så et pengepolitisk problem i at skulle lægge ryg til støtte af de svagere valutaer i systemet. Til gengæld virkede de mange opskrivninger af D-marken stabiliserende på prisforholdene i Tyskland.

Efter forhandlinger i Frankfurt den 17. oktober 1976 mellem deltagerlandenes finansministre og centralbankchefer besluttede man sig for en opskrivning af D-marken med 2 pct., mens hollandske gylden og belgiske franc blev holdt uændret. Svenske og norske kroner blev nedskrevet med 1 pct. og den danske krone med 4 pct.

I april 1977 accepteredes en nedskrivning af den svenske krone med 6 pct. Sverige fandt, at landets konkurrencesituation var blevet stærkt forværret. Danmark og Norge fulgte halvt med. I august samme år devaluerede Sverige yderligere med 10 pct. og trådte i konsekvens heraf ud af slangesamarbejdet. En devaluering af denne størrelse var ikke i overensstemmelse med samarbejdets karakter. Danmark og Norge fulgte igen halvt med.

I februar 1978 devalueredes den norske krone med 8 pct. ligeledes af konkurrencehensyn. Mødet mellem slangevalutalandenes økonomi- og finansministre og centralbankchefer fandt ved denne lejlighed sted i København i Nationalbankens lokaler under ledelse af økonomiminister Per Hækkerup.

Der var ved mødet åbenbare tegn på, at kredse i Norge ønskede at slippe forbindelsen med slangesamarbejdet, og henimod slutningen af året – den 12. december – trådte Norge ud af systemet. Norge ønskede på daværende tidspunkt ikke at blive knyttet til Det Europæiske Monetære System – EMS.

Forinden var der i oktober blevet foretaget en justering, hvor D-marken blev opskrevet med 4 pct. og den hollandske gylden og belgiske franc med 2 pct. Årsagen var igen spændinger som følge af dollarens fald samt spekulationer om justeringer inden ikrafttrædelsen af det nye system.

I tabel 5.8 er vist en oversigt over valutakurstilpasningerne inden for slangen, indtil denne blev afløst af EMS.

Spørgsmålet om den videre udbygning af samarbejdet kom i høj grad til at hvile på den positive holdning, der blev indtaget af den franske præsident, Valéry Giscard d'Estaing, og den tyske forbundskansler, Helmut Schmidt, der begge tidligere som finansministre havde vist stor interesse for denne sag.

Ved en middag på Marienborg under Det Europæiske Råds møde i København i april 1978 fremkom forbundskansleren med nogle tanker, som fik mere konkret form på det efterfølgende rådsmøde i Bremen i juli samme år.

Tabel 5.8 Procentvis opskrivning (+) respektive nedskrivning (-) af bilaterale pariteter i forhold til danske kroner (Slangen)

	D-mark	Hollandske gylden	Belgiske franc	Norske kroner	Svenske kroner
Med virkning fra:					
1973 19. marts	+ 3,0	—	—	—	—
- 29. juni	+ 5,5	—	—	—	—
- 17. sept.	—	+ 5,0	—	—	—
- 15. nov.	—	—	—	+ 5,0	—
1976 18. okt.	+ 6,2	+ 4,2	+ 4,2	+ 3,1	+ 3,1
1977 4. april	+ 3,1	+ 3,1	+ 3,1	—	- 3,1
- 29. aug.	+ 5,3	+ 5,3	+ 5,3	—	—
1978 13. feb.	—	—	—	- 8,0	—
- 16. okt.	+ 4,0	+ 2,0	+ 2,0	—	—

Danmarks Nationalbank.

Der havde forinden været udført et forarbejde i en snæver arbejdsgruppe bestående af Bernard Clappier, chefdirektør i Banque de France, Horst Schulmann fra det tyske Forbundskancelli og afdelingschef i det engelske finansministerium, Kenneth Couzens. Denne sidste befandt sig dog formentlig lidt på sidelinjen i dette arbejde på grund af den engelske regerings mindre engagerede holdning.

Efter videre forhandlinger, bl.a. mellem økonomi- og finansministrene og efter forarbejder i Centralbankchefkomiteen og Den Monetære Komité, kunne Det Europæiske Råd herefter på sit møde i Bruxelles den 4.-5. december 1978 vedtage resolutionen om etableringen af EMS fra 1. januar 1979.

Under de efterfølgende drøftelser ønskede Frankrig visse yderligere betingelser afklaret, især hvad angik monetære spørgsmål i tilknytning til landbrugsområdet. EMS kom derfor først til at træde i kraft den 13. marts 1979.

Mens slangesamarbejdet udelukkende var en centralbankordning, blev EMS forankret i EF, selv om også kernen i dette system var et centralbankarrangement.

Valutakursbestemmelserne blev stort set en uændret videreførelse af reglerne fra slangesamarbejdet. Højeste afstand imellem to deltagende valutaer blev fortsat 2,25 pct., men lande, der ved systemets ikrafttræden ikke deltog i slangesamarbejdet, kunne i en overgangsperiode anvende margener på op til 6 pct. Italien benyttede sig af denne mulighed.

Som noget nyt blev der på belgisk initiativ og med støtte fra bl.a. Frankrig indført en divergensindikator, der skulle gøre det muligt at udpege den eller de valutaer, der afveg fra EF-valutaernes gennemsnitlige udvikling. Fortalerne for denne nydannelse håbede herigennem at få et ståsted for udøvelse af pres på overskudslandene, især Tyskland, så der kunne opnås en højere

grad af symmetri i tilpasningsprocessen. Man søgte med andre ord at undgå den skævhed, der havde svækket Bretton Woods-systemet, og som under forhandlingerne om IMF-reformen havde ført til overvejelser om en eller anden form for indikatormekanisme.

I praksis fik divergensindikatoren imidlertid ikke større betydning.

Kreditfaciliteterne blev udvidet, og der blev gennemført en puljeordning omfattende 20 pct. af deltagerlandenes guld- og dollarreserver, der skulle deponeres i Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde. Dette skete i form af swap-aftaler, således at ejerskabet til reserverne forblev hos de deponerende centralbanker. De ECU, der blev skabt ved denne ordning, kom til at indgå som led i mekanismen for afregning af interventionskreditter. Medlemslandene fik herved mulighed for at aktivere den deponerede del af deres guldbeholdninger.

Centralkurserne skulle fremover anmeldes i ECU, hvis definition kom til at svare til den hidtil anvendte EF-regningsenhed, ERE. ECU'ens basis blev således en valutakurv svarende til den valutakurv for ERE, der blev fastlagt i 1975[1]). Dette indebar, at ændringer i et enkelt deltagerlands ECU-centralkurs nødvendiggjorde ændringer i alle øvrige deltagerlandes ECU-centralkurser, hvis man skulle undgå ændringer i disse landes indbyrdes bilaterale pariteter.

I realiteten var ingen af disse nydannelser særlig vidtrækkende. I det store og hele var det blot det gamle slangearrangement, der blev videreført, men i ny skikkelse. Det væsentlige var, at man ved omdannelsen fik Frankrig, Italien og Irland inddraget under systemet. England derimod følte ikke, at tiden var moden til deltagelse i selve valutakursarrangementet, men nok i de andre ordninger under EMS[2]).

Spændingerne i det gamle system fulgte imidlertid med, og det kom i den følgende tid til en række kursjusteringer, der fra efteråret 1981 til foråret 1983 blev så hyppige, at der opstod tvivl om systemets levedygtighed. Kursjusteringerne klingede dog af, og systemet fik efterhånden så robust en karakter, at det kom til at stå som model i de senere videregående overvejelser om dannelsen af en Økonomisk og Monetær Union.

Kursjusteringerne inden for EMS'en i perioden indtil 1990 er i skematisk form vist i tabel 6.10, side 321.

---

[1]) Den mængde af de forskellige valutaer, der indgik i ERE-kurven, blev fastsat i forhold til landenes økonomiske vægt og således, at værdien af 1 ERE den 28. juni 1974, der var skæringsdatoen for den nye beregningsmetode for transaktionsværdien af SDR, blev den samme som værdien af 1 SDR. ERE blev første gang anvendt som regningsenhed i 1975 i forbindelse med EF's udviklingsbistand under Lomé-konventionen.

[2]) Med støtte fra dansk side blev der åbnet mulighed for, at europæiske lande med særlig snævre økonomiske og finansielle forbindelser til EF kunne opnå status som associerede medlemmer af EMS.

I årene fra 1979 til 1982 blev der foretaget i alt seks kurstilpasninger.

På tysk initiativ blev der med virkning fra den 24. september 1979 gennemført en opskrivning af D-marken med 5 pct. og af de øvrige deltageres valutaer med 3 pct. over for danske kroner. D-marken blev med andre ord opskrevet med 2 pct. over for de andre valutaer. Forinden var der i sommerens løb blevet interveneret for betydelige beløb til støtte for den belgiske franc og den danske krone.

I november samme år blev det Danmarks tur til at tage et initiativ. Som led i endnu en helhedsløsning af Danmarks økonomiske problemer fik Danmark accept på en nedskrivning af kronen med 5 pct.

Året 1980 forløb uden spændinger af større betydning især som følge af et kraftigt omsving på Tysklands betalingsbalance fra overskud til underskud samtidig med, at det tyske renteniveau var relativt lavt i forhold til udlandet.

I marts 1981 fulgte en ensidig nedskrivning af liren med 6 pct. Efter et nyt pres mod den franske franc gennemførtes med virkning fra den 5. oktober 1981 på fransk-tysk foranledning en kursjustering, hvor D-mark og gylden blev revalueret med 5½ pct. og franske franc og lire devalueret med 3 pct. over for de øvrige tre EMS-valutaer, dvs. belgiske franc, danske kroner og irske pund.

På belgisk initiativ blev den belgiske franc med virkning fra den 22. februar 1982 devalueret med 8½ pct. Ved samme lejlighed blev den danske krone nedskrevet med 3 pct. Valutaspændingerne øgedes imidlertid, og i begyndelsen af juni måtte der gennemføres en række yderligere justeringer. D-mark og gylden blev opskrevet med 4¼ pct. og den franske franc og liren nedskrevet med henholdsvis 5¾ pct. og 2¾ pct. i forhold til belgiske franc, den danske krone og det irske pund.

I 1980 og 1981 blev der ofret mange kræfter på EMS'ens videre udvikling. Det var i Bruxelles-resolutionen fra december 1978 anført som målsætning, at der senest to år efter systemets ikrafttræden skulle etableres en europæisk valutafond, som skulle forestå forvaltningen af samarbejdet i den endelige fase af EMS. Det blev imidlertid hurtigt klart, at denne tidsfrist ikke kunne overholdes. Modstanden kom især fra tysk side, hvor specielt Den tyske Forbundsbank var skeptisk. Man anvendte det kendte argument, at der først skulle tilvejebringes en større ensartethed i den økonomiske udvikling, før der var basis for institutionelle ændringer. I begyndelsen af december 1980 blev tidsfristen derfor fjernet, men arbejdet skulle fortsætte, og det blev det, men stadig uden resultater. Et par år senere – i marts 1982 – blev forehavendet i realiteten opgivet.

Forholdene i EF var i disse år præget af de meget vanskelige forhandlinger om EF-budgettet og om det af den engelske regering med stor styrke frem-

satte krav om en nedsættelse af Englands bidrag til den fælles EF-husholdning.

Det fik endvidere betydning for den videre udvikling, at François Mitterrand i maj 1981 overtog præsidentposten i Frankrig. Til at begynde med var blikket først og fremmest indadvendt. Mitterrand, der i sidste valgrunde var blevet støttet af kommunistpartiet, lovede dels nationalisering af nogle af landets største industrier, dels gennemførelse af omfattende sociale reformer. Der blev samtidig indledt en ekspansiv økonomisk politik, som skabte store balanceproblemer i fransk økonomi.

Dette ændredes radikalt, da den franske regering i 1983 sadlede om og indledte en stabiliseringspolitik, der havde til formål at bringe Frankrig økonomisk og valutarisk på højde med Tyskland. Frankrig indtog herefter en central plads i diskussionen om den fortsatte udvikling af samarbejdet inden for EF, herunder samarbejdet på det monetære område.

Dette forhold blev endnu mere fremtrædende, efter at nationalforsamlingsvalget i 1986 havde bragt den mere kølige europæer Jacques Chirac ind på premierministerposten. François Mitterrand fandt det herefter særlig vigtigt at markere, at det var ham, der stod for udenrigspolitikken.

6. 1983-1990

Stabiliseringspolitik

Som det fremgår af det foranstående blev der før september 1982 brugt mange politiske kræfter på - ved hjælp af finansieringsreformer etc. - at få den finansielle sektor til at yde et bidrag til løsningen af de økonomiske balanceproblemer. Nationalbanken indtog en skeptisk og i visse tilfælde negativ holdning. Dels var reformerne, efter bankens opfattelse, symptomorienteret snarere end rettet mod problemerne selv, dels kunne de være skadelige for et i øvrigt velfungerende finansielt system.

Med Schlüter-regeringen fik den politiske indsats en drejning direkte mod de svage punkter. Dvs. statsfinanserne skulle rettes op, og der skulle sættes skik på pris- og omkostningsudviklingen.

Det blev først Henning Christophersen og Anders Andersen, der som henholdsvis finansminister og økonomiminister kom til at stå for denne side af sagen. Senere - i juli 1984 - kom Palle Simonsen til, da Henning Christophersen blev dansk medlem af EF-Kommissionen.

Forbedringen af statsfinanserne blev nærmest dramatisk. Fra et underskud i 1983 på drifts-, anlægs- og udlånsbudgettet på godt 10 pct. af bruttonationalproduktet nåede man i 1986 og 1987 op på et overskud af størrelsesordenen 1 pct. af BNP. De væsentligste årsager var konjunkturbestemte forbedringer, også kaldet automatiske budgetvirkninger, samt besparelser og skatte- og afgiftsforhøjelser, herunder den midlertidige formueafgift på pensionskapitaler, der fra 1984 blev afløst af realrentebeskatningen.

Endvidere blev de forudgående års konkurrenceevneforbedrende politik fortsat. Suspensionen af dyrtidsreguleringen, gennemførelsen af andre indkomstpolitiske foranstaltninger samt det moderate overenskomstopgør i foråret 1983 medførte, at der i løbet af blot et par år blev opnået en halvering af løn- og prisstigningstakten.

Begge forhold var afgørende forudsætninger for tilliden til fastkurspolitikken og dermed for det efterfølgende kraftige rentefald. Fra et niveau på omkring 20 pct. i 1982 faldt den gennemsnitlige, effektive obligationsrente til ca. 9 pct. i april 1986, der blev et foreløbigt lavpunkt.

Den økonomiske vækst, der i 1982 var kommet op på et forholdsvis højt niveau, fortsatte med samme styrke i de følgende fire år, således at Danmark over en femårig periode klart kom til at ligge over OECD-gennemsnittet.

Tabel 6.1 Betalingsbalance, kapitalbevægelser og international likviditet

	Betalingsbalancens løbende poster	Registrerede kapitalbetalinger		Uregistrerede kapitalbevægelser samt fejl og udeladelser	Ændringer i Danmarks internationale likviditet[1])	Danmarks internationale likviditet ultimo[2])
		Private	Offentlige			
	Milliarder kroner					
1983	- 12,8	5,1	17,4	- 2,5	7,2	37,3
1984	- 17,8	23,8	- 5,7	- 3,8	- 3,5	36,6
1985	- 28,8	40,6	4,3	- 2,2	13,9	48,0
1986	- 36,3	- 10,3	36,8	- 4,3	- 14,1	33,3
1987	- 20,3	35,6	21,1	- 0,9	35,5	68,0
1988	- 8,9	29,3	- 5,9	- 5,8	8,7	76,2
1989	- 8,1	- 9,8	- 3,8	- 6,0	- 27,7	44,9
1990	8,1	23,5	8,4	- 18,4	21,6	63,3

Danmarks Nationalbank.

[1]) Ekskl. kursregulering. Fra og med oktober 1988 indgår ændringer i bankers og sparekassers udlandsstilling under private registrerede kapitalbetalinger.

[2]) Se note 2 til tabel 4.1. Fra og med oktober 1988 ekskl. bankers og sparekassers nettovalutastilling.

Det var samtidig bemærkelsesværdigt, at aktiviteten kunne forøges så kraftigt uden det inflationære pres, som ellers tidligere var opstået under lignende forhold. Fremgangen skyldtes i første omgang øget eksport. Senere blev aktiviteten holdt oppe af stigende investeringer og ikke mindst af en kraftig forøgelse af det private forbrug.

Betalingsbalancen blev forbedret, men forværredes hurtigt igen som følge af den stigning i efterspørgslen, der fulgte af opgangen i økonomien. Ledigheden lå indtil 1984 fortsat i niveauet 10 pct. af arbejdsstyrken, men faldt i løbet af det følgende par år til under 8 pct.

Udviklingen på betalingsbalancen og i statsfinanserne fremgår af tabel 6.1 henholdsvis tabel 6.2.

Sammenfaldet af positive træk i udviklingen var bemærkelsesværdigt ikke mindst på baggrund af de tidligere års store problemer. Resultaterne vakte da også opmærksomhed ude omkring såvel i den internationale presse som i de samarbejdsorganer, Danmark er medlem af.

Så meget desto større blev faldet, da det gik den anden vej, og det gjorde det fra 1986. Det private forbrug var i de foregående år steget kraftigt, eller sagt på anden måde, den private opsparingskvote var faldet. Som andel af bruttonationalproduktet reduceredes den private opsparing fra 9 pct. i 1982 til 2 pct. i 1986, jf. figur 6.1. Samtidig steg investeringerne stærkt[1]). Som

[1]) Ekskl. boliginvesteringer var faldet i investeringskvoten til 1981 knap så stærkt som vist i figur 6.1.

Tabel 6.2 Statsfinanser 1983-1990

	Drifts-, anlægs- og udlånsbudget (netto)	Afdrag på statsgæld mv.[1])	Bruttokasseoverskud	DAU i procent af BNP
	Milliarder kroner			
1983	- 53,1	61,8	- 114,9	- 10,4
1984	- 42,5	101,6	- 144,1	- 7,5
1985	- 25,1	112,6	- 137,7	- 4,1
1986	9,0	114,1	- 105,1	1,4
1987	4,6	99,6	- 95,0	0,7
1988	- 12,5	126,5	- 139,0	- 1,7
1989	- 17,7	108,7	- 126,4	- 2,3
1990	- 22,0	90,0	- 112,0	- 2,7

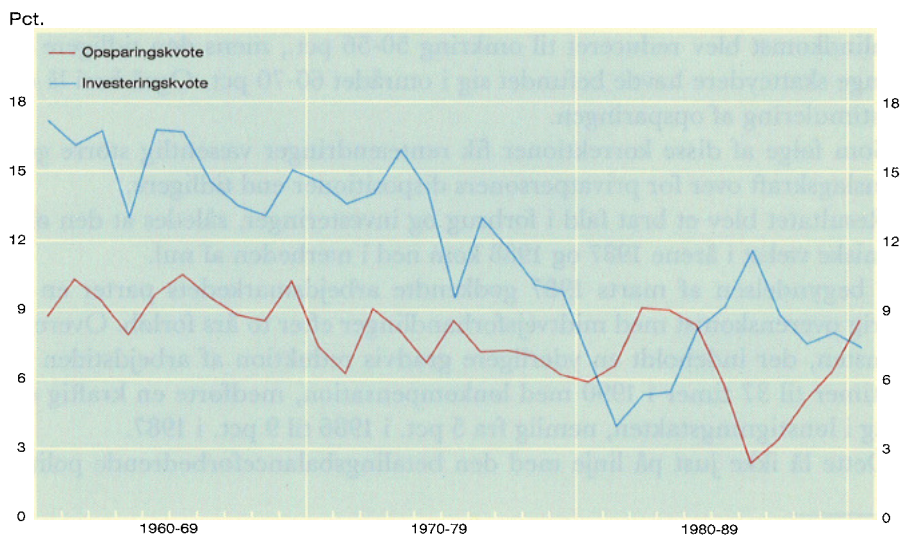
Finansministeriet.
[1]) Inkl. beholdningsbevægelser.

følge heraf forværredes betalingsbalancen gradvis, således at underskuddet i 1986 nåede op på rekordniveauet 5½ pct. af bruttonationalproduktet.

Et andet forhold, der spillede en rolle, var overenskomstsituationen i foråret 1985, der blev meget besværlig med forhandlingssammenbrud og efterfølgende storkonflikt. Det var ved denne lejlighed, at enkelte grupper af demonstranter gennemførte en kortvarig „blokade" af Christiansborg.

Sidst i marts 1985 gennemførtes et overenskomstmæssigt indgreb, der lag-

Figur 6.1 Privat opsparing og investering som andel af BNP 1960-1990



Danmarks Statistik.

de en ramme for lønudviklingen på det private arbejdsmarked på 2 pct. for det første overenskomstår og 1,5 pct. for det andet suppleret med en nedsættelse af arbejdstiden - med virkning for de sidste tre måneder af overenskomstperioden - fra 40 timer til 39 timer med lønkompensation. Disse oplevelser sad i blodet, da man to år senere stod over for en ny overenskomstsituation.

Den skuffende udvikling på betalingsbalancen medførte et forventningsskift fra udbredt tillid til fastkurspolitikken til fornyet diskussion om valutakurserne. Dette gav usikkerhed i valutamarkedet og afspejlede sig ligeledes i obligationsmarkedet. Vilkårene for pengepolitikken ændredes hermed endnu en gang.

Der var således i høj grad behov for generelle justeringer af den økonomiske politik.

De finanspolitiske stramninger i december 1985 („julepakken", der også omfattede indgreb over for kommunerne) og i marts 1986 („påskepakken") tog primært sigte på at modvirke de ekspansive virkninger af olieprisfaldet, men havde herudover et klart forbrugsbegrænsende sigte.

I oktober 1986 gennemførtes „kartoffelkuren", der var rettet mod den kreditfinansierede del af forbruget. De vigtigste ingredienser var en 20 pct.s afgift på renter af forbrugslån[1]), en stramning af afdragsbetingelserne for lån på realkreditvilkår og en forhøjelse af en række stempelafgifter.

I forvejen var fradragsværdien af negativ nettokapitalindkomst blevet sænket til omkring 50 pct. ved skattereformen, der fik virkning fra og med indkomståret 1987. Ved begge foranstaltninger blev den skattemæssige værdi af rentefradrag for lån til ikke-erhvervsmæssige formål kraftigt beskåret.

Skattereformen indebar endvidere, at marginalskatten for positiv nettokapitalindkomst blev reduceret til omkring 50-56 pct., mens den tidligere for mange skatteydere havde befundet sig i området 60-70 pct. Også heri lå der en stimulering af opsparingen.

Som følge af disse korrektioner fik renteændringer væsentlig større gennemslagskraft over for privatpersoners dispositioner end tidligere.

Resultatet blev et brat fald i forbrug og investeringer, således at den økonomiske vækst i årene 1987 og 1988 kom ned i nærheden af nul.

I begyndelsen af marts 1987 godkendte arbejdsmarkedets parter en ny 4-årig overenskomst med midtvejsforhandlinger efter to års forløb. Overenskomsten, der indeholdt en yderligere gradvis reduktion af arbejdstiden fra 39 timer til 37 timer i 1990 med lønkompensation, medførte en kraftig opgang i lønstigningstakten, nemlig fra 5 pct. i 1986 til 9 pct. i 1987.

Dette lå ikke just på linje med den betalingsbalanceforbedrende politik,

---

[1]) Efter megen kritik blev renteafgiften lempet på forskellig vis i 1988. Som led i aftalerne om finansloven for 1990 bortfaldt den med virkning fra og med afgiftsåret 1988.

der var gennemført året i forvejen. For at afbøde svækkelsen af konkurrenceevnen gennemførtes i december 1987 den såkaldte eksportpakke samt en omlægning af arbejdsgiverafgifter til statslig finansiering mod kompensation i en ny afgift på 2,5 pct. af virksomhedernes momsgrundlag - Ambi[1]).

På det mere generelle plan endte de trepartsforhandlinger, der blev ført mellem regeringen og arbejdsmarkedets parter, med en erklæring om, at konkurrenceevnen måtte forbedres og betalingsbalanceunderskuddet nedbringes bl.a. gennem øget opsparing via arbejdsmarkedspension til de grupper, der ikke havde supplerende ordninger til folkepensionen og ATP.

Efter valget den 10. maj 1988 blev regeringen omdannet den 3. juni. Centrum-Demokraterne og Kristeligt Folkeparti gled ud af regeringen, og ind kom Det Radikale Venstre, der hermed gjorde alvor af det, der i Bo Bojesens streg blev kaldt „Det muligvises kunst"[2]). Niels Helveg Petersen blev økonomiminister og afløste dermed Knud Enggaard, der havde bestridt denne post

[1]) Arbejdsmarkedsbidraget, der i december 1991 blev ophævet og erstattet af en momsforhøjelse fra 22 pct. til 25 pct., blev i slutningen af marts 1992 underkendt af EF-domstolen.

[2]) KVR-regeringen blev efter folketingsvalget i december 1990 afløst af KV-regeringen. Ved denne lejlighed blev skatteminister Anders Fogh Rasmussen tillige økonomiminister.

siden Anders Andersens afgang efter valget i september 1987. I oktober 1989 udnævntes Henning Dyremose til finansminister.

Kort efter regeringens tiltræden blev der indgået en aftale mellem regeringen og Kommunernes Landsforening om udgifts- og skattepolitikken, og resultatet af midtvejsforhandlingerne på arbejdsmarkedet i marts 1989 blev meget beherskede lønforhøjelser. Stramningen på det kommunale område blev videreført i 1989 og 1990. Erhvervsbeskatningen lempedes som en tilnærmelse til forholdene i EF, og af samme grund gennemførtes visse afgiftsnedsættelser.

Økonomien trak herefter igen den rigtige vej bortset fra arbejdsløsheden, der på baggrund af en svag økonomisk vækst blev det største balanceproblem. Derimod forbedredes betalingsbalancen, der i 1990 kom til at udvise overskud for første gang siden 1963. Endvidere faldt stigningstakten for timelønnen og forbrugerpriserne markant. Statsfinanserne viste igen underskud med stigende tendens især som følge af øgede overførselsindkomster. For den offentlige sektor som helhed var underskuddet ikke foruroligende stort, og det offentliges forbrug var faldende samtidig med, at skattetrykket blev opretholdt nogenlunde uændret.

Under disse forhold faldt renten igen. Den gennemsnitlige effektive obligationsrente kom i sidste halvdel af 1990 ned på 10-11 pct. og faldt yderligere i 1991.

Danmark kom i klasse med de få EF-lande, der umiddelbart opfyldte betingelserne for deltagelse i Den Økonomiske og Monetære Union.

Fastkurspolitik

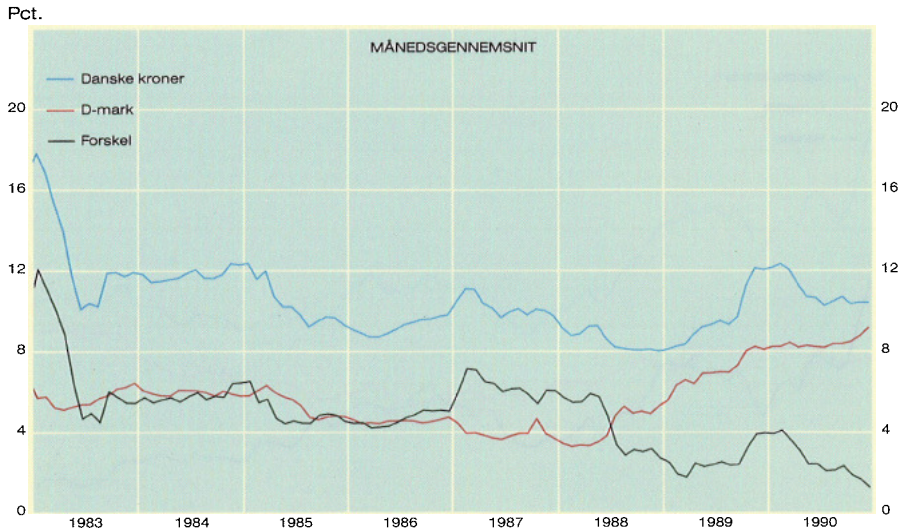
Danmarks fastkurspolitik blev i alt væsentligt fastholdt under de kursjusteringer, der blev gennemført i EMS efter 1982. Foranledningen til disse justeringer samt forhandlingsforløbet under justeringsmøderne er omtalt i det senere afsnit - side 321 ff. - om det europæiske valutasamarbejde.

Forud for kursjusteringen i marts 1983 var der således mellem regeringen og Nationalbanken enighed om, at man skulle søge at forhandle sig frem til en midterposition, så kronens ECU-kurs blev holdt uændret. Under de forudgående underhåndsdrøftelser var der ligeledes fra tysk side vist interesse herfor med henblik på at få et udgangspunkt for en symmetrisk kurstilpasning mellem D-marken og den franske franc.

Det gik stort set som planlagt. Som følge af sterlings indplacering fremkom en midlertidig beregningsmæssig opskrivning af kronen i forhold til ECU på godt og vel 2 pct., som senere blev delvis redresseret ved en fornyet indplacering af sterling i forbindelse med prisforliget mellem EF's landbrugsministre den 17. maj samme år.

Efter kursjusteringen kom kronen til at ligge nær toppen af EMS-båndet, og der indtraf en betydelig tilbagestrømning af valuta, således at National-

Figur 6.2 Renteudvikling korte renter



Danmarks Nationalbank.
3-måneders interbankrente for såvel danske kroner som D-mark.

banken i løbet af den følgende måned kunne tilbagekøbe størstedelen af det beløb, der var anvendt til intervention.

Det voldsomme rentefald som følge af tilliden til fastkurspolitikken medførte en kraftig indsnævring af rentespændet over for D-mark, som det fremgår af figurerne 6.2 og 6.3. Faldet var særlig udtalt i det korte marked, hvor rentespændet i løbet af første halvår 1983 reduceredes fra 12 pct. til 4 pct. De efterfølgende ret store svingninger afspejlede først og fremmest variationer i det danske renteniveau indtil 1989 og 1990, hvor de forholdsvis store stigninger i de tyske renter sammenholdt med stabiliteten i de danske pris- og omkostningsforhold bragte rentespændet ned på ca. 2 pct.

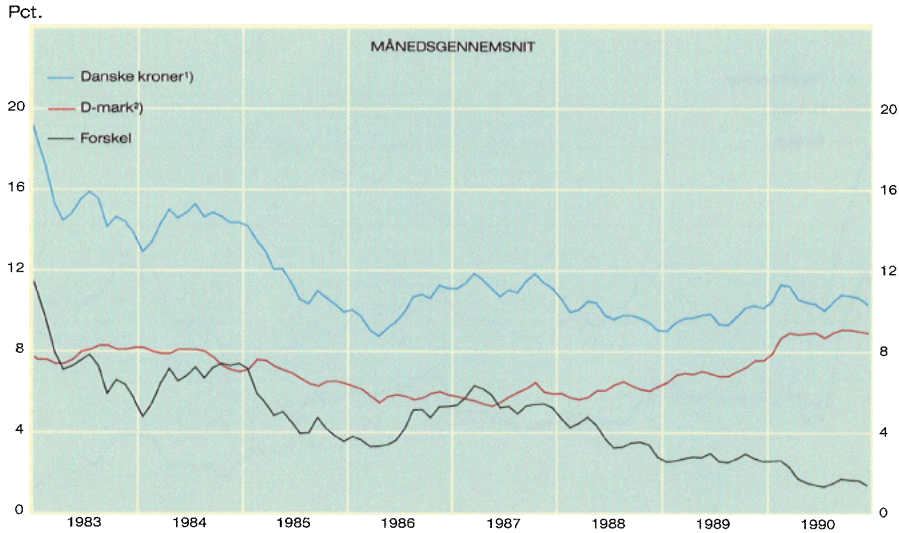
Ved kursjusteringen i april 1986 opfordrede Nationalbanken regeringen til at søge kronen stabiliseret i forhold til gennemsnittet af EMS-valutaerne og dermed acceptere en mindre devaluering over for D-mark.

Baggrunden herfor var det store betalingsbalanceunderskud samt det forhold, at omkostningerne i Danmark trods afdæmpningen stadig steg stærkere end i Tyskland. Det ville derfor ikke være troværdigt at følge D-marken. Der ville i så fald også være risiko for en udvidelse af rentespændet over for udlandet.

Regeringen accepterede denne linje under forudsætning af, at devalueringen over for D-marken begrænsedes til 2 pct., og at kronen ikke kom til at følge en svagere linje end den belgiske franc.

Resultatet kom til at svare til dette oplæg. Kronen blev devalueret over for

Figur 6.3 Renteudvikling lange renter



Danmarks Nationalbank.

¹) Til og med december 1983 20-årig realkreditobligation. Herefter 10-årig statsobligation (stående lån).

²) Obligationsgennemsnit.

D-mark med 2 pct., men fik stort set uændret ECU-kurs, når der blev set bort fra indplaceringen af sterling og drachmer.

Hen imod slutningen af 1986 opstod der igen spekulation i markederne på grund af forventninger om en opskrivning af D-marken efter valget til Den tyske Forbundsdag den 25. januar 1987.

Som følge af forværringen af betalingsbalancen, der havde ført til en svækkelse af tilliden til valutakurspolitikken, var kronen denne gang væsentligt mere udsat end tidligere. Den private kapitalimport var således vendt til kapitaleksport.

Da det var nærliggende at forvente, at der ville blive taget initiativ til en kursjustering, blev der den 6. januar 1987 afholdt et møde i Nationalbanken med statsminister Poul Schlüter, finansminister Palle Simonsen og økonomiminister Anders Andersen ledsaget af ministeriernes departementschefer. Nationalbanken gjorde herunder gældende, at det på baggrund af valutauroen og kapitaludstrømningen var afgørende at finde en placering af kronen, som var troværdig. Der burde derfor tilstræbes en moderat devaluering over for D-marken. Ministrene var enige heri, men tilkendegav samtidig, at det var afgørende, at der ikke blev skabt tvivl om fastkurspolitikken.

For at imødegå det stærke pres mod kronen blev interventionssatsen for udlån på pengemarkedet på dag-til-dag basis efterhånden hævet til 14 pct.

Den samlede intervention fra midten af december til og med den 9. januar kom op på knap 24 mia.kr.

For kronen indebar den efterfølgende justering pr. 12. januar 1987 en nedskrivning i forhold til D-marken på 3 pct. Centralkursen over for ECU ændredes med knap ½ pct.

Tilbagestrømningen af valuta blev denne gang noget forsinket. Den kom først rigtigt i gang hen på foråret efter afslutningen af overenskomstforhandlingerne.

En nærmere analyse af begivenhederne pegede klart i retning af, at krisen var traditionel i den forstand, at den så godt som udelukkende afspejlede sig i flytning af valuta fra Nationalbanken til pengeinstitutterne og i afvikling af handelskreditter.

I kriseperioden fordelte valutaforbruget på 24 mia.kr. sig stort set således:

Underskud på betalingsbalancens løbende poster	2 mia.kr.
Afvikling af handelskreditter mv.	9 -
Forøgelse af pengeinstitutternes valutastilling i forbindelse med inddækning af valutaterminspositioner	13 -

Det var bemærkelsesværdigt, at de øvrige kapitalposter holdt sig i ro. F.eks. var tilbagesalget til Danmark af kroneobligationer meget beskedent. Det beløb sig kun til ½ mia.kr., og heri var oven i købet inkluderet udtrækninger pr. 2. januar 1987. På dette tidspunkt udgjorde beholdningerne i udlandet af kroneobligationer ca. 45 mia.kr.

Renteforhøjelserne, som ikke var særligt store sammenlignet med tidligere situationer med pres mod kronen, var med andre ord tilstrækkelige til at bremse, men ikke at stoppe, valutaafgangen.

Som følge af de beherskede paritetsændringer og det efterfølgende omsving i placeringerne inden for EMS-båndet viste det sig endnu en gang at være tabsgivende at spekulere i en ændring af kronekursen.

I marts 1989 kom kronen atter under pres, og der blev igen - for første gang siden januar 1987 - behov for betydelig intervention. Baggrunden var stramningen af den tyske pengepolitik og dermed forhøjelsen af Den tyske Forbundsbanks rente. Som følge af den svage konjunkturudvikling i Danmark havde Nationalbanken ikke forhøjet sine satser i tilsvarende grad, således at rentespændet over for D-marken var blevet indsnævret til et par procent, jf. figur 6.2.

Ved udgangen af marts 1989 foretog Nationalbanken en mindre stramning af pengepolitikken ved tilpasning af vilkårene for pengeinstitutternes låntagning og indskud i Nationalbanken. Dette var tilstrækkeligt til standsning af valutaudstrømningen.

Under de mindre stabile forhold i EMS i efteråret 1989 som følge af tyske

ønsker om en revaluering af D-marken blev der igen behov for betydelig intervention, herunder intramarginal intervention, til støtte for bl.a. den danske krone. Presset blev dog kun kortvarigt.

Da Tyskland atter forhøjede renten, fulgte de øvrige lande derfor med, og den forudgående indsnævring af rentespændet afløstes af en udvidelse til ca. 4 pct. Siden faldt rentespændet, så det i både det korte og det lange marked kom ned under 2 pct. i de sidste måneder af 1990. Renteforskellen reduceredes yderligere i det følgende par år.

Valutaliberalisering

Afskaffelsen af valutarestriktionerne blev en langvarig proces, som endte i en hektisk slutspurt i årene op til 1988, hvor der blev gjort en ende på dette kapitel i dansk økonomisk historie.

Arbejdet med liberaliseringsproblemerne foregik især i OECD (først OEEC), og senere - på europæisk plan - i EF, der gennemførte to kapitalliberaliseringsdirektiver i henholdsvis 1960 og 1962.

Med fjernelsen af de værste handelshindringer fik man også hurtigt bugt med restriktionerne på de løbende betalinger. Derimod tog det lang tid, før der for alvor blev taget hul på kapitalliberaliseringen. Restriktionerne på dette felt blev i mange lande betragtet som nødvendige for bevarelsen af en selvstændig pengepolitik.

I Danmark var ansvaret for valutapolitikken i 1931 overgået fra Nationalbanken til regeringen i forbindelse med ophævelsen af guldindløseligheden, men i praksis blev hovedlinjerne siden fastlagt i fællesskab. Hovedparten af administrationen af valutalovgivningen blev henlagt til Nationalbanken[1]).

Restriktionerne på de løbende betalinger var stort set ophævet ved indgangen til 1960'erne. Det samme gjaldt leverandørkreditter ved såvel eksport som import samt lån i udlandet til finansiering af dansk udenrigshandel, mens der var restriktioner på næsten alle andre kapitaltransaktioner.

Herefter skete der en gradvis liberalisering, dels ved lempelse af reglerne i form af nye eller ændrede valutabekendtgørelser, dels ved gennemførelse af en mere liberal bevillingspraksis.

I *1961* indførtes en frigrænse på 2.000 kr., således at helt små transaktioner blev holdt uden for valutareguleringen. Der indførtes ligeledes små frigrænser for udenlandske investeringer her i landet (indadgående direkte investeringer), for koncernlån og familielån samt for emigranter, og der åbnedes adgang til mere langfristede kommercielle kreditter.

I *1968* fulgte det næste mere væsentlige skridt, da der i forbindelse med

[1]) Siden 1953 blev det daglige arbejde i mange år ledet af underdirektør Frede Hollensen og senere bl.a. af underdirektørerne Torben Friis og Erik Niepoort.

lempelsen af kreditpolitikken i foråret samme år blev indført de tidligere omtalte finanslån, der gav størstedelen af erhvervslivet mulighed for at låne i udlandet til finansiering af indenlandsk virksomhed. Samtidig indførtes en frigrænse for danske investeringer i udlandet (udadgående direkte investeringer) og en frigrænse for køb af feriebolig i udlandet.

I *1969* gennemførtes en kortvarig deliberalisering. I forbindelse med valutakrisen i foråret skærpedes reguleringen af forudbetaling af varer og tjenesteydelser med et egentligt forbud suppleret med et forbud mod førtidig indfrielse af gæld. Stramningen afløstes hurtigt af mindre rigoristiske regler.

I *1971* indledtes liberaliseringen af porteføljeinvesteringer ved at åbne for salg af danske værdipapirer til udlandet. Valutaudlændinge fik adgang til at købe børsnoterede kroneobligationer inden for en kvoteordning.

Desuden udvidedes adgangen til at optage finanslån ved en forhøjelse af beløbsgrænsen fra 1 mill.kr. til 5 mill.kr. pr. år og ved en bredere afgrænsning, således at stort set alle andre virksomheder end finansieringsvirksomheder kunne optage finanslån.

I *1973* gennemførtes en række yderligere liberaliseringer i forbindelse med Danmarks indtræden i EF.

Den generelle frigrænse forhøjedes til 3.000 kr. Frigrænserne for både ind- og udadgående direkte investeringer forhøjedes ligeledes. Også frigrænsen for køb af feriebolig blev sat op kombineret med fri bevillingsudstedelse ved køb i EF-lande. Den maksimale løbetid for kommercielle kreditter forlængedes, og adgangen til forudbetaling lempedes. For porteføljeinvesteringerne blev der - uden begrænsning - åbnet for salg af børsnoterede aktier til udlandet, og kvoten for salg af kroneobligationer forhøjedes.

I *1974* ændredes finanslånsreglerne, således at finanslån kun måtte optages til finansiering af anlægsinvesteringer, men inden for en kraftigt forhøjet beløbsgrænse på 20 mill.kr. om året.

I slutningen af året ophævedes kvoten for salg af kroneobligationer til udlandet, således at udlandet herefter frit kunne købe sådanne papirer. Danmark var over for EF forpligtet hertil inden 1. januar 1975. Undtaget var papirer med en oprindelig løbetid på 2 år, såkaldte pengemarkedspapirer.

I *1975* lempedes valutaterminsbestemmelserne.

I *1978* indledtes liberaliseringen af valutaindlændinges køb af udenlandske værdipapirer ved at give adgang til køb af børsnoterede obligationer udstedt af internationale organisationer, som Danmark var medlem af.

Samme år forhøjedes den generelle frigrænse til 5.000 kr. Endvidere forhøjedes frigrænserne for direkte investeringer, både ind- og udadgående, og reglerne for ydelse af driftstilskud blev lempet.

I *1979* blev der igen foretaget en deliberalisering. Med baggrund i det forøgede salg af kroneobligationer til udlandet indførtes forbud mod salg af statsobligationer til udlandet.

I *1981* ophørte de noterede valutakurser med at være obligatoriske. Den generelle frigrænse forhøjedes til 7.000 kr., og også frigrænserne for køb af feriebolig og for emigranter forhøjedes kraftigt.

I *1982* forhøjedes den generelle frigrænse yderligere til 10.000 kr. samtidig med forhøjelse af frigrænserne for direkte investeringer og driftstilskud.

Det gik herefter hurtigt med fjernelsen af de resterende restriktioner. Inden for EF skærpedes holdningen til lande, der fortsat havde reservationer over for liberaliseringsforpligtelserne, og i Danmark indebar regeringsskiftet i september 1982, at tempoet i liberaliseringsprocessen blev sat op.

I EF blev det af stor betydning for den videre udvikling, at Margaret Thatcher-regeringen i oktober 1979 fjernede de ret omfattende engelske valutarestriktioner så at sige med et pennestrøg. I forvejen havde Tyskland og Benelux-landene afskaffet så godt som alle restriktioner.

Blikket blev herefter rettet mod Frankrig, Italien og Danmark, mens Grækenland og Irland - og senere de sidst tilkomne medlemslande, Spanien og Portugal - havde behov for en lang afviklingsperiode.

I Danmark gik finansminister Henning Christophersen med stærk støtte fra Nationalbanken ind for den linje, der forholdsvis hurtigt bragte de danske valutarestriktioner til fald. Nationalbanken var af den opfattelse, at restriktionerne ikke længere lod sig sagligt begrunde. De var tillige gennemhullede og påførte såvel Nationalbanken som pengeinstitutterne og erhvervslivet unødige administrative omkostninger.

I *1983* blev der herefter med en ny valutabekendtgørelse pr. 1. maj gennemført en serie omfattende liberaliseringer.

Den generelle frigrænse forhøjedes til 25.000 kr., ligesom beløbsgrænserne for både ind- og udadgående direkte investeringer blev sat op, og reglerne for ydelse af koncernlån lempedes.

Finanslånsreglerne liberaliseredes væsentligt med adgang for alle moms- eller CIR-registrerede virksomheder - bortset fra en række finansielle institutioner - til at optage finanslån uden beløbsbegrænsning og uden formålsbegrænsning.

Restriktionerne på køb af feriebolig ophævedes, og frigrænsen for familielån forhøjedes.

Liberaliseringen af porteføljeinvesteringer blev videreført. Valutaindlændinge fik fri adgang til at købe alle udenlandske børsnoterede obligationer med en oprindelig løbetid over 2 år. Forbudet fra 1979 mod salg af statsobligationer til udlandet ophævedes, og valutaudlændinge fik adgang til at købe unoterede danske aktier. Køb af børsnoterede aktier havde været frit siden 1973.

I *1984* fik valutaindlændinge - fra 1. januar - adgang til at købe udenlandske børsnoterede aktier. Samtidig lempedes reglerne for emission i udlandet af danske værdipapirer. Også reglerne om valutaterminsforretninger lempedes.

I *1985* ajourførtes - med virkning fra 1. juni - en række beløbsgrænser.

Den generelle frigrænse forhøjedes til 40.000 kr., frigrænsen for såvel indsom udadgående direkte investeringer blev sat op til 10 mill.kr. om året, og frigrænsen for ydelse af koncernlån forhøjedes til 2 mill.kr. om året. Desuden indførtes en liberal bevillingspraksis for valutaindlændinges køb af udenlandske ikke-børsnoterede værdipapirer, og minimumsløbetiden for finanslån nedsattes fra 5 år til 1 år.

I *1986* lempedes reglerne vedrørende udlændinges kronekonti og vedrørende handel med unoterede værdipapirer, mens ejendomsadministrations- og finansieringsvirksomheder, der foretog udlån til personlige ikke-erhvervsmæssige formål, blev afskåret fra at optage finanslån. Dette skete som led i „påskepakken".

Opløbet til den endelige liberalisering blev hårdt. Regeringen havde måttet forsvare de tidligere lempelser, bl.a i Folketinget i forbindelse med den pengepolitiske debat i november 1985 på basis af rapporten fra Det Økonomiske Råd, jf. herom side 287 ff.

Samtidig var situationen i EF under hastig udvikling. På det uformelle ministerrådsmøde i Rambouillet i maj 1984 var der tilslutning til, at den finansielle integration blev søgt styrket gennem udvidet frigørelse af kapitalbevægelserne mellem medlemslandene. I løbet af samme år påbegyndte Frankrig og Italien en gradvis afvikling af deres restriktioner. Danmark blev i denne forbindelse fremhævet som et eksempel til efterfølgelse.

EF-Kommissionen pressede på efter devisen „alt skal væk". I november 1986 vedtoges med 3. kapitalliberaliseringsdirektiv visse mindre stramninger af de gamle liberaliseringsforpligtelser, og i juni 1988 vedtoges 4. kapitalliberaliseringsdirektiv, der med virkning fra 1. juli 1990 pålagde medlemslandene at afvikle alle restriktioner på kapitalbevægelser. Direktivet var led i opbygningen af rammerne for et integreret finansielt marked i Europa.

Efter folketingsvalget i september 1987 blev der måneden efter - den 15. oktober - under økonomiminister Knud Enggaards ledelse afholdt et møde i Statsministeriet mellem repræsentanter for regeringen og Nationalbankens direktion, hvor der var almindelig tilslutning til fuld liberalisering på én gang og hurtigst muligt.

Danmark havde to problemer, der begge efterhånden fandt en løsning, nemlig bevarelsen af begrænsningen i udlændinges adgang til køb af fritidshuse i Danmark og opretholdelsen af det danske skattekontrolsystem.

For så vidt angår skattekontrolreglerne bestod den formelt største vanskelighed i håndteringen af bestemmelserne i forbindelse med privatpersoners adgang til at oprette konti i udenlandske pengeinstitutter. Uanset betænkeligheder, bl.a. fra Nationalbankens side, blev det gjort til et krav, at det udenlandske pengeinstitut skulle forpligte sig til - ligesom danske pengeinstitutter - at indberette rentetilskrivning og indestående til Statsskattedirektoratet.

Ligeledes af skattekontrolmæssige grunde stilledes der krav om depone-

ring af udenlandske værdipapirer i et dansk eller udenlandsk pengeinstitut etc., også i dette sidste tilfælde forbundet med krav om erklæring til de danske skattemyndigheder.

Danmark fandt et ståsted for denne holdning i det nye kapitalliberaliseringsdirektiv, hvori det bl.a. hed, at direktivet „ikke (er) til hinder for, at medlemsstaterne kan træffe foranstaltninger, der er tvingende nødvendige for at imødegå overtrædelser af deres love og forskrifter, især på skatteområdet eller inden for tilsynet med penge- og finansieringsinstitutter, og at de af administrative eller statistiske hensyn kan fastlægge procedurer for anmeldelse af kapitalbevægelser".

Under de forudgående forhandlinger i Bruxelles gik Danmark kraftigt ind for denne bestemmelse, der efter dansk opfattelse muliggjorde den påtænkte skattekontrol samt herudover gav formelt grundlag for fortsat at regulere pengeinstitutternes valutapositioner og at indsamle statistik vedrørende betalingerne til og fra udlandet.

Under Folketingets debat den 24. marts 1988 om EF-direktivforslaget gav ud over regeringspartierne også Det Radikale Venstre og Fremskridtspartiet deres støtte til gennemførelsen af direktivet på disse vilkår[1]).

Med den nye valutabekendtgørelse, der trådte i kraft den 1. oktober 1988, afskaffedes herefter de resterende valutarestriktioner. Det drejede sig i alt væsentligt om hjemførselspligten for likvide tilgodehavender i udlandet, forbudet mod betaling af gæld til udlandet mere end 30 dage forud for det oprindeligt aftalte forfaldstidspunkt, forbudet mod at yde lån til valutaudlændinge, forbudet mod privates optagelse af udlandslån, forbudet mod porteføljeinvestering i pengemarkedspapirer, samt de restriktive regler om konti i udenlandske pengeinstitutter.

Hermed var 57 års valutaregulering slut.

Nationalbanken ændrede samtidig reglerne for valutahandlernes positioner i fremmed valuta og for deres mellemværender i kroner med udlandet. De hidtil gældende regler var indviklede, men havde inden for de givne rammer muliggjort en vis bevægelsesfrihed bl.a. i form af ydelse af lån og kreditter til finansiering af dansk udenrigshandel. Med afskaffelsen af valutarestriktionerne blev reglerne i realiteten virkningsløse.

Der var flere bestemmelser, der skulle overholdes. Den vigtigste bestod i en under- og overgrænse for pengeinstitutternes forretningsmæssige mellemværender med udlandet.

Undergrænsen, der var indført i 1965 og sat til nul, skulle hindre pengeinstitutterne i frit at skaffe sig likviditet ved låntagning i udlandet og var således et led i likviditetsstyringen.

---

[1]) Folketingstidende 1987-88, 1. samling, sp. 8943-8989.

Overgrænsen, der fra 1971 blev fastsat til 15 pct. af pengeinstituttets egenkapital, fungerede som valutaværn. Blev grænsen nået, hindredes yderligere overflytning af valuta til pengeinstitutterne, således at resten af valutareserven var disponibel for Nationalbanken til interventionsformål. I denne situation fordyredes endvidere spekulationen mod kronen ved stigning i valutaterminssatserne.

I 1970'erne måtte der imidlertid hyppigt dispenseres fra overgrænsen, og i 1980'erne blev undergrænsen stort set virkningsløs som følge af afskaffelsen af valutarestriktionerne på de indadgående kapitalbevægelser og adgangen for pengeinstitutterne til at hjemtage lån til kunderne – herunder i realiteten også kronelån – via deres udenlandske enheder, bl.a. Cayman Islands filialerne.

De nye regler blev fastsat som en 10 pct.s under- og overgrænse for nettovalutabeholdningen beregnet i forhold til pengeinstituttets egenkapital, men foruden spotpositionen tillige omfattende pengeinstituttets terminsposition, således at man herigennem fik et udtryk for pengeinstituttets totale valutakursrisiko i forhold til kronen.

Reglen blev indført af forsigtighedshensyn. I modsætning til andre havde pengeinstitutterne trækningsmuligheder på Nationalbanken og kunne derfor i givet fald finansiere en spekulation imod kronen, hvad Nationalbanken dog ikke ventede ville ske.

De følgende erfaringer viste da også, at pengeinstitutterne som helhed klart lå inden for de afstukne grænser. Nationalbanken fjernede derfor fra begyndelsen af 1992 også denne regulering.

Som i de fleste andre lande har Nationalbanken fortsat mulighed for gennem pengeinstitutternes regelmæssige indberetninger at overvåge udviklingen i deres bruttopositioner i hver enkelt valuta gældende for pengeinstituttet som helhed, dvs. inklusive udenlandske filialer, mod hidtil kun for hovedvirksomheden. Denne overvågning sker i samarbejde med Finanstilsynet.

Endelig ophørte fra den 1. oktober 1991 den daglige valutakursnotering i Nationalbanken.

Noteringen havde i mange år den funktion at fastsætte obligatoriske sælgerkurser, hvilket indebar, at salg af valuta skulle afregnes til de ved noteringen fastsatte kurser. Ved køb af valuta blev kurserne i praksis fastsat i forhold til noteringskurserne, selv om disse ikke var obligatoriske i dette tilfælde. Noteringen var bl.a. en beskyttelse af de virksomheder og personer, der ikke havde dybere kendskab til valutamarkedet. De blev herigennem sikret en effektiv markedskurs, der samtidig var godkendt af Nationalbanken.

Bestemmelserne blev lempet i maj 1981 for at åbne for større konkurrence i valutahandelen. Især større virksomheder havde udtrykt ønske om at kunne handle valuta i løbet af dagen uden at være bundet af noteringskurserne.

Ved restliberaliseringen af valutabestemmelserne i oktober 1988 blev reglerne om valutakursnoteringen fjernet fra valutabekendtgørelsen, men den officielle notering, der foregik ved dagligt møde i Nationalbanken med deltagelse af de fleste større valutahandlere, fortsatte uændret.

Da omsætningen ved noteringen siden faldt kraftigt, især på baggrund af de store bank- og sparekassefusioner, mistede noteringen sin betydning.

Den blev derfor bragt til ophør og afløst af en daglig offentliggørelse fra Nationalbanken af et tilsvarende sæt kurser baseret på de markedskurser, der midt på dagen udveksles mellem et større antal centralbanker.

Nationalbanken fulgte hermed den almindelige tendens på dette område i en række andre lande.

Rente- og likviditetspolitik

I 1980'erne blev rente- og likviditetspolitikken i endnu højere grad end tidligere knyttet til udviklingen i valutaforholdene.

Det var et udtryk herfor, da Nationalbanken efter den omfattende valutaliberalisering i foråret 1983 – af forsigtighedshensyn – gennemførte en stramning af *låne- og indskudsrammerne* ved pr. 17. oktober 1983 at gå over fra kvartalsvis til månedlig fastsættelse af rammebeløbene. Endvidere ophævedes trancheinddelingen, og renten ved træk fastsattes til diskonto plus 4 pct. og ved indskud til diskontoen.

Ændringen havde tillige til formål at påvirke renten af aftaleindskud i nedadgående retning for derigennem at øge interessen for placering af midler i obligationer frem for i aftaleindskud. Forud var gået en efter Nationalbankens opfattelse for kraftig stigning i pengemængden.

I november 1984 blev der foretaget en tolagsdeling af lånerammerne med det formål at indpasse dem i det sanktionssystem, der blev knyttet til de i juni samme år indførte individuelle udlånsrammer for pengeinstitutterne, jf. herom nedenfor. Dette indebar, at lånerenten i 2. tranche blev afgørende for pengemarkedsrenten, der typisk steg med 1 pct.

I juli 1985 erstattedes indskuds- og lånerammerne med et *indlånsbevissystem*. Baggrunden var den kraftige kapitalimport i slutningen af 1984 og første halvår 1985. For at undgå den likviditetsforøgelse, der fulgte heraf, blev statspapirsalget sat op, så det oversteg statens indenlandske finansieringsbehov. Dette var forsvarligt i en kortere periode, men ikke hensigtsmæssigt på længere sigt.

Principielt fandt Nationalbanken det forkert at foretage „overdækning" af statens finansieringsbehov i likviditetsmæssigt øjemed. Dette var en pengepolitisk opgave, som bedst blev løst ved anvendelse af pengepolitiske instrumenter, dvs. ved opsugning via salg af korte pengemarkedspapirer.

Det spillede samtidig en rolle, at regeringen op til den indkomstpolitiske løsning i foråret 1985 havde givet udtryk for det ønskelige i en tilbageholdende linje i statspapirsalget.

Indlånsbeviserne blev forrentet ved salg til underkurs og indfrielse til pari uden rentekupon. Der blev ikke udstedt fysiske beviser, men salg og senere omsætning registreredes på indlånsbeviskonti i Nationalbanken. Beviserne, der fik en løbetid på 3½ måned, blev gjort belånbare i Nationalbanken på

Tabel 6.3 Ændringer i bankers og sparekassers likviditet

	Bankers og sparekassers nettotilgodehavende i		I alt[2])	Likviditetsbestemmende forhold			
	Nationalbanken[1])	Udlandet (nettovalutastilling)		Statens nettogæld til Nationalbanken[3])	Samlede valutareserver[4])	Nationalbankens beholdning af obligationer og aktier[5])	Andre faktorer[6])
	Milliarder kroner						
Stilling ultimo dec. 1982 ...	- 6,1	0,2	- 5,9	- 7,6	21,0	12,5	
Ændring i							
1983	0,9	- 4,7	- 3,8	- 11,2	7,7	1,3	- 1,6
1984	- 4,3	0,9	- 3,4	5,2	- 2,9	- 1,5	- 4,2
1985	10,7	- 2,5	8,2	- 4,7	14,7	- 0,3	- 1,5
1986	- 35,6	2,9	- 32,7	- 31,6	- 13,9	11,9	0,9
1987	17,0	6,2	23,2	- 6,9	36,2	0,0	- 6,1
1988	22,2	•	22,2	17,8	8,7	0,0	- 4,3
1989	- 22,6	•	- 22,6	6,9	- 27,7	- 0,1	- 1,7
1990	16,7	•	16,7	- 6,2	21,6	3,3	- 2,0
Stilling ultimo dec. 1990 ...	- 1,3	•	- 1,3	- 38,4	66,5	38,1	

Danmarks Nationalbank.

[1]) Inkl. indlånsbeviser i perioden 1985-87. Omfatter lån under lånerammerne til og med juli 1985, lån på indlånsbeviser i perioden august 1985 til august 1987 og træk på folio fra og med august 1987. Til og med juli 1989 inkl. indgåede genkøbsforretninger.

[2]) Fra og med 1988 alene nettostillingen over for Nationalbanken, idet restriktionerne vedrørende pengeinstitutternes udlandsstilling bortfaldt ved valutaliberaliseringen pr. 1. oktober 1988.

[3]) Inkl. postgiromidler.

[4]) Til og med 1987 inkl. bankers og sparekassers nettovalutastilling. Ændringstallene er beregnet ekskl. kursregulering af Danmarks internationale likviditet.

[5]) Ændringstallene er beregnet ekskl. kursregulering samt ekskl. genkøbsforretninger indgået mellem Nationalbanken og banker og sparekasser.

[6]) Omfatter bl.a. ændringer i seddel- og møntomløbet, Nationalbankens løbende indtjening og ændringer i Nationalbankens mellemværender med Hypotekbanken.

dag-til-dag basis til en dagligt fastsat belåningsrente og en belåningsprocent på 90[1]).

I opbygningsfasen var Nationalbanken tilbageholdende med salg af statspapirer for at skaffe „plads" til køb af indlånsbeviser. Det var hensigten på lidt længere sigt at lade pengeinstitutterne oparbejde en positiv nettostilling over for Nationalbanken af en sådan størrelse, at Nationalbanken kun undtagelsesvis skulle intervenere i pengemarkedet.

Motiveringen var således nogenlunde den samme som i begyndelsen af 1970'erne, da der ligeledes blev gjort tilløb til at skaffe pengeinstitutterne en passende *egen likviditet*. Som det fremgår af den foranstående tabel 6.3, forbedredes pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken da også ganske betydeligt fra 1984 til 1985.

Strategien virkede tilfredsstillende et stykke tid, men måtte opgives, da forudsætningerne - ligesom tidligere - blev anderledes end forventet. Som følge af det stigende underskud på betalingsbalancen og omsvinget fra privat kapitalimport til privat kapitaleksport ændredes likviditetsforholdene markant, således at pengeinstitutterne næsten konstant kom i nettogæld til Nationalbanken.

Det største dræn hidrørte fra Nationalbankens salg af valuta. Til dækning af den private sektors valutaunderskud solgte Nationalbanken valuta i 1986 for 32 mia.kr. - et omsving på godt 60 mia.kr. i forhold til 1985, hvor Nationalbanken var nettokøber for 31 mia.kr.

Valutasalget var særlig stort i perioden op til valutakursjusteringen pr. 12. januar 1987. Som nævnt foran kom Nationalbankens intervention i valutamarkedet fra midten af december 1986 til og med den 9. januar 1987 op på knap 24 mia.kr.

Det virkede i modsat retning, at Nationalbanken i et forsøg på at dæmpe faldet i obligationskurserne købte obligationer for 12 mia.kr. stort set koncentreret på juli 1986.

Likviditetstilførslen skete ved en efterhånden vedvarende *intervention i pengemarkedet*. Interventionssatsen for udlån på dag-til-dag basis blev holdt uændret på 9¼ pct. indtil den 6. januar 1987, hvor den blev forhøjet til 10¼ pct. Med henblik på at afskærme obligationsmarkedet stillede Nationalbanken i et par dage likviditet til rådighed i form af 1-måneds lån til en sats på 10⅛ pct. Den 8. og 9. januar forhøjedes interventionssatsen på dag-til-dag markedet til henholdsvis 12 pct. og 14 pct.

Nationalbanken udviste således - uanset presset mod kronen - en vis tilbageholdenhed i sin rentepolitik. Det kan diskuteres, om den korte rente af hensyn til valutaforholdene burde være forhøjet tidligere og i et større omfang, end det blev tilfældet, men andre forhold trak i modsat retning.

---

[1]) Nyordningen fremgår af bilag 3-4a i Nationalbankens årsberetning 1985.

Bl.a. på baggrund af de internationale konjunkturforhold, der fortsat var skuffende, indtraf der i løbet af andet halvår 1986 en klar afmatning i den danske økonomiske udvikling, en tendens, som Nationalbanken mente at kunne spore allerede i sommeren 1986. Derfor bl.a. Nationalbankens forsøg på i juli at holde igen på faldet i obligationskurserne. Endvidere var den økonomiske politik blevet kraftigt strammet - i foråret ved en skærpelse af finanspolitikken, i forsommeren med den vedtagne skattereform, der sænkede fradragsværdien af negativ nettokapitalindkomst, og endelig i oktober ved gennemførelsen af „kartoffelkuren".

Som følge af det kraftige omsving i pengeinstitutternes likviditetssituation blev indlånsbevissystemet i august 1987 erstattet med en generel låneadgang i Nationalbanken i form af *overtræk på folio* inden for en grænse, der i princippet blev fastsat dagligt, og som i den første tid udgjorde ca. 40 pct. af egenkapitalen.

Likviditetstilførsel ved intervention i pengemarkedet blev herefter gjort til en undtagelse og begrænsedes til højst at udgøre en vis andel af det enkelte pengeinstituts egenkapital.

Overskudslikviditet kunne enten indskydes på folio til en rente, der i den første tid lå ¾ pct. under overtræksrenten, eller anvendes til køb af 3-måneders indlånsbeviser, der i modsætning til tidligere ikke kunne belånes, men eventuelt tilbagesælges til Nationalbanken[1]). De tidligere belånbare indlånsbeviser blev indfriet ved udløb.

Formålet var at holde pengeinstitutterne i „kort snor", hvad enten de var i en kredit- eller debetposition over for Nationalbanken. Ved at fastsætte en snæver margen mellem indskuds- og overtræksrenten blev udsvingsmulighederne i pengemarkedsrenten tilsvarende begrænset. Var pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken positiv, blev pengemarkedsrenten bestemt af indskudsrenten på folio. Var den negativ, kom den til at ligge i nærheden af overtræksrenten.

Det næste større skridt var en principbeslutning om at kræve *sikkerhedsstillelse* for låntagningen. Denne beslutning havde ikke så meget med selve likviditetsstyringen at gøre, men var afledt af Nationalbankens erfaringer med Kronebanken og senere med 6. Juli Banken og C & G Banken. I alle tre tilfælde var Nationalbanken blevet involveret med betydelige støttebeløb, der for så vidt angik de to sidstnævnte banker medførte store tab.

Dette gav anledning til et fremstød fra Nationalbankens side for at få større indsigt i pengeinstitutternes likviditets- og soliditetsforhold. Banken

[1]) Da der kun viste sig ringe interesse for den nye type beviser, blev de i realiteten udfaset fra begyndelsen af 1988.

fandt det utilfredsstillende at skulle yde likviditetsstøtte til pengeinstitutter i vanskeligheder uden at have samme intime kendskab til disse forhold som Finanstilsynet.

Det var på denne baggrund, at nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer ved Den Danske Bankforenings årsmøde den 2. december 1987 bl.a. udtalte:

„Man må ... erkende, at det er nødvendigt at foretage en styrkelse såvel af Banktilsynet som af revisionsfunktionen for pengeinstitutterne.

I den forbindelse bliver man nødt til at stille det spørgsmål, om Nationalbanken bør have større indflydelse på Banktilsynets funktion.

Det er en kendt sag, at i de fleste andre lande sorterer Banktilsynet under centralbanken ud fra det ret enkle ræsonnement, at når centralbanken skal yde likviditetstøtte, så må den også have indseende med, hvorledes tilsynet med pengeinstitutterne udformes.

Det er muligt, at man her i landet vil holde fast ved den historisk betingede organisationsform, Banktilsynet har, og det må vi så acceptere".

Man holdt fast ved den historisk betingede organisationsform. Principielle overvejelser i Industriministeriet og hos pengeinstitutterne samt usikkerhed om de ressortmæssige konsekvenser for lovgivningen blokerede for en løsning, som var fundet naturlig i de fleste andre lande, ligesom også et fremtidigt europæisk centralbanksystem ville få visse, om end ikke udøvende, tilsynsfunktioner, jf. Nationalbankens årsberetning 1991, side 18.

Pengeinstitutternes organisationer accepterede imidlertid, at Nationalbanken fik stillet samme oplysninger til rådighed om de nævnte forhold som Finanstilsynet, hvormed Nationalbanken i øvrigt igennem årene havde haft et særdeles godt og tillidsfuldt samarbejde.

Kravet om sikkerhedsstillelse blev gennemført gradvis. Fra den 1. marts 1988 blev adgangen til træk på Nationalbanken uden sikkerhedsstillelse begrænset til 25 pct. af egenkapitalen, men på betingelse af, at pengeinstituttet mindst havde en hertil svarende beholdning af børsnoterede obligationer. I løbet af dagen måtte overtrækket ikke overstige størrelsen af pengeinstituttets egenkapital.

Herudover fik pengeinstitutterne adgang til at indgå *genkøbsforretninger* i obligationer med Nationalbanken. Pengeinstitutterne lagde vægt på at undgå en egentlig pantsætning under henvisning til deres renommé i udlandet. Endvidere kunne pantsætning komme i konflikt med bestemmelser i kontrakter med udenlandske pengeinstitutter om optagelse af ansvarlig indskudskapital.

Lånegrænsen på 25 pct. blev efterhånden reduceret for til sidst - i juli 1989 - at forsvinde, hvorefter al låntagning i Nationalbanken krævede sikkerhed.

I forsommeren 1988 påbegyndte Nationalbanken en indsamling og offent-

liggørelse af standardiserede satser på markedet for interbankindskud - CIBOR, Copenhagen Interbank Offered Rate. Satserne blev anvendt som referencerenter i forbindelse med det samtidig etablerede marked for Forward Rate Agreements (FRA), dvs. aftaler mellem to parter om forrentning af et fiktivt beløb til en på forhånd aftalt rentesats i en given fremtidig periode.

Pengemarkedsinstrumenterne blev i marts 1990 suppleret med *skatkammerbeviser* udstedt af Finansministeriet. Baggrunden var et ønske fra pengeinstitutterne om, at det korte marked igen blev suppleret med indlånsbeviser. Da det viste sig, at Finansministeriet arbejdede med planer om udstedelse af skatkammerbeviser, koncentreredes indsatsen om denne mulighed. Skatkammerbeviser kunne bidrage til en billigere dækning af statens finansieringsbehov og samtidig medvirke til en mere gennemsigtig rentefastsættelse i det korte finansielle marked, herunder for de variabelt forrentede statspapirer og de private certifikatprogrammer.

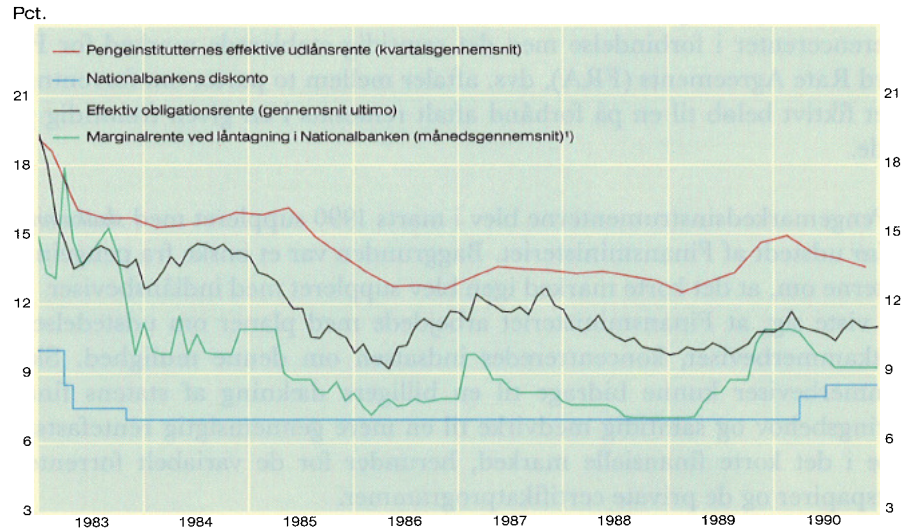
Nationalbanken og Finansministeriet forberedte herefter i fællesskab den tekniske udformning af beviserne samt retningslinjerne for salget, der skulle foregå ved auktion i Nationalbanken den tredjesidste bankdag i hvert kvartal dog således, at banken i hele papirets løbetid kunne købe yderligere skatkammerbeviser af Finansministeriet til videresalg i markedet. Beviserne, der fik en løbetid på henholdsvis 3 og 6 måneder og blev såkaldte nul-kupon papirer, blev optaget til notering på Fondsbørsen.

Ved udgangen af 1990 udestod der skatkammerbeviser for et beløb på knap 20 mia.kr., hvoraf hovedparten var 3-måneders beviser. Af det udestående beløb var ca. halvdelen købt af de 19 største pengeinstitutter og resten af øvrige pengeinstitutter, den private ikke-banksektor og udlandet.

De to store fusioner inden for bank- og sparekasseverdenen i 1989 og 1990 fik som en af sine konsekvenser, at grundlaget for pengemarkedet blev indsnævret. Det viste sig, at de nye store banker blev meget tilbageholdende med at yde pengemarkedslån med en løbetid på mere end en uge. Skatkammerbeviserne fik herved en central betydning som instrument ved likviditetsudligningen pengeinstitutterne imellem. Det blev derfor afgørende for markedet, at også andre end de største pengeinstitutter interesserede sig for skatkammerbeviser. For at styrke markedet fik pengemarkedsbrokerne ved en ændring af fondsbørsloven i maj 1991 adgang til at optræde som formidlere. I juni 1991 suppleredes beviserne med 9-måneders beviser.

Reglerne for pengeinstitutternes mellemværender med Nationalbanken blev justeret på ny fra 1. april 1992, hvor der indførtes *14-dages indskudsbeviser,* der alene kunne omsættes mellem pengeinstitutterne indbyrdes og Nationalbanken. Formålet hermed var at opnå en mere præcis og markedsmæssig

Figur 6.4 Rentesatser 1983-1990



Danmarks Nationalbank.

[1]) I beregningen af månedsgennemsnittet indgår dag-til-dag pengemarkedsrenten i de perioder, hvor Nationalbanken har interveneret i pengemarkedet.

styring af pengemarkedsrenterne, efter at renteforskellene i forhold til andre lavinflationslande i EMS var indsnævret så markant, at selv små ændringer i den danske rente kunne udløse betydelige kapitalbevægelser.

Renteudviklingen fremgår af figur 6.4, der viser diskontoens lange hvileperiode fra oktober 1983 til marts 1990.

Som følge af den bedre balance i økonomien nedsattes *diskontoen* i tre omgange fra 10 pct. til 7 pct. i 1983. Den første nedsættelse gennemførtes umiddelbart efter kursjusteringen i EMS den 21. marts 1983. Under den forudgående valutauro var pengemarkedsrenten kommet op på 25 pct. og lånerammesystemet strammet op, dels ved en reduktion af rammebeløbet, dels ved at sløjfe tredje tranche, således at lånebehov ud over første og anden tranche måtte dækkes over dag-til-dag markedet og dermed til pengemarkedsrenten. Den anden diskontosænkning gennemførtes måneden efter, og den tredje fulgte i oktober 1983.

Der gik herefter 6½ år, hvor diskontoen ikke blev ændret og dermed var kørt ud på et sidespor, i øvrigt i lighed med, hvad der skete i en række andre lande. De centrale elementer i rentepolitikken blev herefter satserne i lånerammesystemet, satserne ved salg og belåning af indlånsbeviser mv. og den rente, hvortil der blev foretaget interventioner i pengemarkedet.

Disse ændringer var blot videreførelse af en udvikling, som havde været i

gang i længere tid. Afviklingen af de direkte reguleringer og de ændrede markedsforhold nødvendiggjorde instrumenter, der gav mulighed for hurtige og helst udramatiske indgreb i lys af udviklingen i penge- og valutaforholdene. De korte markedsorienterede satser opfyldte disse krav. Diskontoen, derimod, var traditionelt mere tungt bevægelig og havde fra gammel tid et „politisk" skær over sig.

I marts 1990 påbegyndtes på ny en justering af diskontoen, hvorefter den blev tilpasset på linje med ændringerne i Nationalbankens øvrige renter. Som nationalbanksats måtte diskontoen ikke gå i glemmebogen. Den hverken kunne eller skulle opgives, men fik ikke samme „værdighed" som tidligere.

Da diskontoen indgik i mange lovbestemmelser og private kontraktforhold som referencerente, blev det nødvendigt med en gradvis tilpasning, der blev gennemført samtidig med de efterfølgende nedsættelser af Nationalbankens foliosatser. Det sidste trin i tilpasningen blev foretaget den 2. januar 1991, hvor diskontoen hævedes til 9½ pct. svarende til renten for pengeinstitutternes indskud i Nationalbanken.

Nationalbankens *højeste rente* under lånerammesystemet blev indtil begyndelsen af oktober 1983 beregnet som et gennemsnit af den effektive obligationsrente. Herefter ændredes beregningen til diskonto plus et tillæg, som i første omgang fastsattes til 4 pct. Dette indebar et fald i oktober 1983 i den samlede udlånssats fra 14½ pct. til 11½ pct. og senere på måneden, da diskontoen blev nedsat, yderligere til 11 pct.

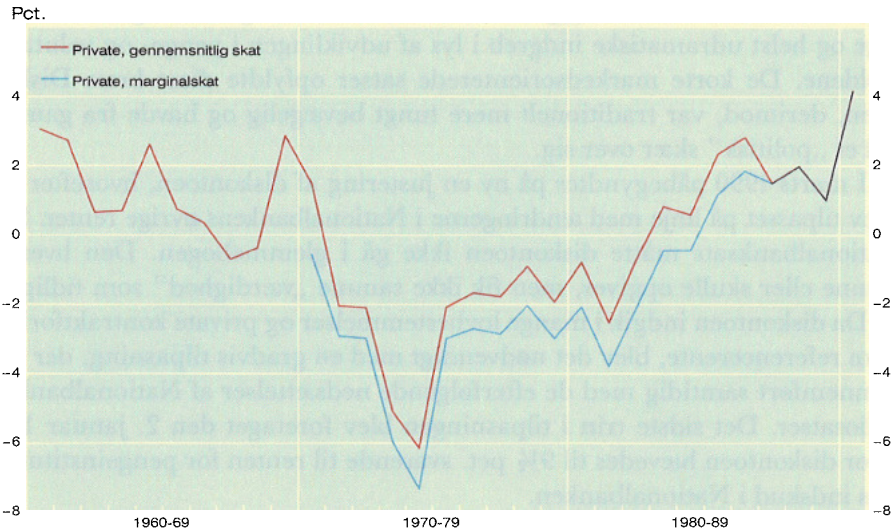
På baggrund af den kraftige udlånsforøgelse i pengeinstitutterne blev tillægget i november 1984 sat op til 5 pct. I begyndelsen af april 1985 blev det nedsat til 3 pct. efter overenskomstindgrebet på arbejdsmarkedet og i august samme år yderligere til 2½ pct.

Den højeste rente ved låntagning i Nationalbanken erstattedes senere af de højeste satser i Nationalbankens efterfølgende lånesystemer – i store træk renten ved belåning af indlånsbeviser fra november 1985 til august 1987 og derefter renten ved træk på folio.

Nationalbankens marginale lånerente kom herudover til udtryk ved dag-til-dag pengemarkedsrenten i de perioder, hvor Nationalbanken intervenerede i pengemarkedet som f.eks. i begyndelsen af 1987 som følge af presset mod kronen.

Som nævnt afprøvede Nationalbanken i andet halvår 1988 kronens styrke over for D-marken ved at undlade at følge Den tyske Forbundsbanks renteforhøjelser. Dette gik godt et stykke tid, hvor det lykkedes at presse renteforskellen over for D-mark ned på et par pct., men da den private kapitalimport herefter slog over i kapitaleksport, opstod der et pres mod kronen, og pengepolitikken måtte strammes igen. Herefter udvidedes rentespændet atter, og da Forbundsbanken senere forhøjede sine satser yderligere, fulgte Nationalbanken med.

Figur 6.5 Real udlånsrente efter skat 1960-1990



Danmarks Statistik.

Under det kortvarige pres mod kronen i efteråret 1989 i forbindelse med forventningen om en EMS-justering suppleredes trækningsadgangen på folio med dag-til-dag lån via pengemarkedet til en rente på 12½-13 pct. Renten ved træk på folio fastsattes i november til 12 pct.

I 1990 blev der igen mulighed for rentenedsættelser. Som følge af tilbagestrømning af valuta kunne Nationalbanken gradvis reducere marginalsatsen, og i sidste halvår, hvor de fleste øvrige EMS-lande måtte forhøje deres renter, kunne Nationalbanken fastholde satsen på 10½ pct. Rentespændet over for Tyskland, der et år forinden var kommet op på 4 pct. i det korte marked, indsnævredes herved til godt 1 pct. ved udgangen af 1990.

Pengeinstitutternes effektive *udlånsrente* fulgte i store træk bevægelserne i Nationalbankens marginalsatser. Udlånsrenten lå i hele perioden markant over den lange rente. Dette var en klar afvigelse fra udviklingen i perioden 1975-82, hvor bankrenten periodevis var lavere end obligationsrenten bl.a. under indflydelse af den direkte regulering af pengeinstitutternes satser.

Den reale udlånsrente efter skat, der i 1970'erne var negativ i størrelsesordenen 2 pct. og ekstraordinært kom helt ned på minus 6 pct. efter oliepristigningerne i 1973-74, normaliseredes og kom med en positiv rente på omkring 2 pct. på niveau med forholdene i 1960'erne, jf. figur 6.5.

Faldet i den effektive *obligationsrente* blev afbrudt omkring årsskiftet 1984 af en ny opgang, bl.a. på baggrund af stigende renter i udlandet, og faldt herefter til et lavpunkt i foråret 1986 på godt 9 pct.

Som helhed blev der således tale om et kraftigt og forholdsvis hurtigt rentefald, som formentlig i kraft af forventninger og formueeffekt etc. bidrog til faldet i den private opsparingskvote og dermed også til at opbygge det efterspørgselspres i økonomien, der nødvendiggjorde indgrebene i 1986.

Den kritik, der rejste sig som følge af det stigende salg af kroneobligationer til udlandet, var især rettet mod de direkte omkostninger ved denne form for kapitalimport, men overså den yderligere tendens til rentefald, der fulgte heraf. Den udenlandske interesse for danske papirer svandt ind - midlertidigt - i 1986 som følge af den utilfredsstillende udvikling på betalingsbalancen og usikkerheden om valutaforholdene.

Renten steg yderligere under valutauroen op til EMS-justeringen i januar 1987, hvorefter der indtrådte et fald indtil medio 1989, hvor stigende renter i udlandet, bl.a. Tyskland, igen medførte en rentestigning indtil de første måneder af 1990, hvor den effektive obligationsrente kom op på 12 pct. Derefter gik tendensen atter den modsatte vej.

Udlånsregulering og indlånsovervågning

I de første år af 1980'erne var udlånsforøgelsen i *pengeinstitutterne* i overensstemmelse med den pengepolitiske målsætning. Da inflationen var faldende, kunne Nationalbanken derfor i god forståelse med pengeinstitutternes orga-

Tabel 6.4 Bankers og sparekassers indenlandske udlån og beholdning af obligationer og aktier

Ultimo	Udlån	Stigning i forhold til året før	Udlån i procent af indlån	Beholdning af obligationer og aktier[1])	Stigning i forhold til året før[2])	Obligationer og aktier i procent af indlån
	Milliarder kroner	Procent		Milliarder kroner	Procent	
1982	142,1	•	•	77,0	•	•
1983	160,0	12,6	64	137,1	51,8	55
1984	182,1	13,8	62	153,7	13,5	53
1985	212,5	16,7	61	198,3	14,7	57
1986	281,7	32,6	74	183,6	- 2,1	48
1987	310,7	10,3	79	149,3	- 18,7	38
1988	300,7	- 3,2	72	174,2	11,8	42
1989	325,3	8,2	77	181,2	4,3	43
1990	349,6	7,5	78	150,2	- 16,1	34

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Ekskl. danske bankers og sparekassers udlån til og indlån fra valutaudlændinge samt danske bankers og sparekassers udenlandske filialers udlån til og indlån fra valutaindlændinge og -udlændinge.

[1]) Ekskl. Nationalbankens indlånsbeviser og kreditbeviser samt genkøbsforretninger indgået mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.

[2]) Ekskl. kursregulering.

nisationer nedsætte rammen for udlånsvæksten, der oprindelig udgjorde 10 pct., så den ved udgangen af 1983 kom ned på 8 pct.

Det gik imidlertid galt igen. Billedet vendte, og i 1986 blev udlånsekspansionen så kraftig som 33 pct. bl.a. på grund af omlægning fra udenlandsk til indenlandsk finansiering.

Ud over det problematiske heri var denne udvikling særlig uheldig, fordi en væsentlig del af udlånsforøgelsen medgik til finansiering af forbrug og dermed bidrog til den kraftige stigning i den indenlandske efterspørgsel.

Dette kunne naturligvis ikke undgå at vække politisk opmærksomhed. Nationalbanken blev derfor endnu en gang af regeringen opfordret til at gøre sin indflydelse gældende for at få pengeinstitutterne til at holde igen med forbrugsbetonet långivning. I de følgende forhandlinger herom bedyrede pengeinstitutterne, at de sorterede fra, hvad de kunne, men tallene viste noget

Tabel 6.5 Pengemængden (M_2)

	I alt ultimo	Ændring	Hidrørende fra					
			Statens træk på Nationalbanken[1])	Nationalbankens obligationskøb	Udlånsstigning i banker og sparekasser	Bankers og sparekassers obligationskøb	Udenlandske faktorer[2])	Andre forhold[3])
	Milliarder kroner							
1982	188,8	•	•	•	•	•	•	•
1983	237,0	48,2	- 0,2	1,4	19,7	39,0	- 7,8	- 3,9
1984	277,3	40,3	- 5,7	- 1,5[4])	22,8	17,3	1,9	5,5
1985	321,9	44,6	1,3	- 0,3	32,0	20,8	7,6	- 16,8
1986	347,8	25,9	- 3,6	12,0	69,7	- 7,2	- 53,1	8,1
1987	364,5	16,7	6,6	- 0,1	30,0	- 33,6	18,8	- 5,0
1988	374,3	9,8	0,4	- 0,1	- 4,0	15,7	20,4	- 22,6
1989	405,6	23,6	3,6	- 0,3	30,0	10,5	- 26,1	5,9
1990	434,5	28,9	3,2	2,0	31,8	- 25,5	31,7	- 14,3

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Pengemængden er defineret som primær likviditet hos erhverv og husholdninger mv., ikke-banksektorens beholdning af statsgældsbeviser samt indenlandske anfordrings- og opsigelsesindskud i banker og sparekasser bortset fra indskud på særlige indlånsformer korrigeret for gevinstopsparing.

[1]) Korrigeret for statens nettolåntagning i udlandet samt ændring i postgiromidler.

[2]) Overskud på betalingsbalancens løbende poster og den ikke-statslige sektors nettokapitalimport.

[3]) Residual. Omfatter bl.a. stigning i Hypotekbankens og Dansk Eksportfinansieringsfonds udlån, stigning i pengeinstitutternes beholdning af uclearede checks og forøgelse af Nationalbankens og pengeinstitutternes egenkapital.

[4]) I forbindelse med en ændring af principperne for anbringelsen af Postgirofondens midler blev der i januar 1984 solgt obligationer fra Nationalbankens beholdning til Postgirofonden for 2½ mia.kr.

Tabel 6.6 Nettotilgang af obligationer (kursværdi)

	Stats-obligationer	Real-kredit-obligationer	Andre obligationer	I alt	Overtaget af			
					Nationalbanken[1])	Andre institutionelle investorer[1])[2])	Erhverv og private[3])	Udlandet
	Milliarder kroner							
1983	53,0	27,6	6,3	86,9	1,4	72,1	10,5	2,9
1984	45,6	35,9	3,2	84,7	- 1,6	51,6	25,4	9,3
1985	24,0	60,4	2,8	87,2	- 0,3	51,7	18,4	17,4
1986	- 10,4	62,2	2,6	54,4	12,1	25,7	16,0	0,6
1987	- 7,3	53,0	1,0	46,7	- 0,1	- 9,0	38,5	17,3
1988	7,9	50,9	1,1	59,9	- 0,1	41,2	6,2	12,6
1989	19,2	10,2	1,7	31,1	- 0,3	29,8	10,6	- 9,0
1990	23,3[4])	15,2	5,8	44,3	2,0	- 9,0	22,7	28,6

Danmarks Nationalbank.
Anm.: Omfatter kun danske kroneobligationer.
[1]) Korrigeret for genkøbsforretninger indgået mellem Nationalbanken og pengeinstitutterne.
[2]) Omfatter pengeinstitutterne, Postgiroen, Hypotekbanken, Den Sociale Pensionsfond, Arbejdsmarkedets Tillægspension, Lønmodtagernes Dyrtidsfond, forsikringsselskaber, pensionskasser samt kommuner, værker og havne mv.
[3]) Beregnet residualt.
[4]) Inkl. skatkammerbeviser.

andet. Der skulle tab i milliardklassen til, før også pengeinstitutterne indså, at de var gået for vidt.

Et andet problem var bankers og sparekassers køb af obligationer, der sammen med udlånsekspansionen medførte en kraftig stigning i pengemængden. Købene var så store, at beholdningen af obligationer og aktier - som det fremgår af tabel 6.4 - i 1985 kom op på næsten samme størrelse som det samlede udlån. Derefter faldt beholdningen, og da udlånsvæksten fortsatte, om end i mere moderat tempo, nåede udlån i procent af indlån i 1990 op i nærheden af 80 pct. og genvandt dermed i alt væsentligt sin gamle position.

Udviklingen i pengemængden (M_2) fremgår af tabel 6.5, der viser den kraftige vækst i årene 1983-85. Stigningen i 1986 blev mere behersket som følge af den likviditetsopsugning, der hidrørte fra underskuddet på betalingsbalancen og omsvinget i kapitalbevægelserne fra kapitalimport til kapitaleksport.

Udlånsvæksten i *realkreditinstitutterne* var ligeledes voldsom med heraf følgende kraftig forøgelse af obligationsudstedelsen. Som det fremgår af tabel 6.6, mere end fordobledes nettotilgangen af realkreditobligationer efter kurs-

værdi fra 1983 til 1986. Til gengæld faldt udstedelsen af statsobligationer nærmest dramatisk, således at den samlede tilgang til markedet stort set var uændret i årene 1983-85. Der indtraf herefter et fald, som i 1990 endte med en halvering af tilgangen i forhold til disse år.

Stigningen i realkreditinstitutternes udlån skyldtes flere forhold, herunder at der igen - på baggrund af rentefaldet - kom gang i byggeriet. Liberaliseringen af institutternes udlånsvirksomhed spillede mindst lige så stor en rolle. Således voksede udlån i form af ejerskiftelån og lån til finansiering af om- og tilbygninger særlig stærkt. Konkurrencen mellem institutterne var en yderligere årsag.

Også på realkreditområdet fik man senere en påmindelse i form af meget betydelige tab.

Nationalbankens syn på denne udvikling var - om end ikke afslappet - så dog påvirket af, at ansvaret efter de i begyndelsen af 1980'erne gennemførte ændringer alene hvilede på de lovmæssigt fastsatte udlånsbestemmelser og Realkredittilsynets mulighed for at påse, at disse bestemmelser blev overholdt.

Derimod var Nationalbanken meget kritisk over for *pengeinstitutterne.* Dette gjaldt både hvad angik obligationskøb, udlånsvækst og forbrugsfinansiering.

Ved udgangen af 1983 var *udlånsrammen* klart gennemhullet af alle - banker, sparekasser og andelskasser. Nationalbanken måtte derfor endnu en gang indskærpe, at målsætningen skulle overholdes. Pengeinstitutterne mente, at stigningen var midlertidig, hvad den viste sig ikke at være. Blandt de mange forklaringer, der blev givet, var noget så specielt som den høje aftalerente, der havde tilskyndet til træk på uudnyttede kassekreditter for at placere midlerne i aftaleindskud (!).

Efterfølgende blev der udsendt skrivelser til særligt udlånsekspansive pengeinstitutter med anmodning om en forklaring. Endvidere genoplivedes de gamle regler for forbrugsfinansiering fra 1973[1]). Det skete ved en skrivelse til pengeinstitutternes organisationer af 6. februar 1984.

I de følgende måneder viste udlånsvæksten tegn på afdæmpning, men tog herefter til igen. På denne baggrund indførte Nationalbanken medio 1984 en skærpet overvågningsprocedure baseret på individuelt fastsatte referencetal beregnet med udlånsrammen - nu fastsat til 10 pct. - som udgangspunkt, men justeret efter indlånsforholdene i det enkelte pengeinstitut.

I efteråret blev hertil knyttet en sanktionsordning, hvorefter pengeinstitutter, der overskred referencetallet, fik beskåret deres lånemuligheder i Nationalbanken den næstfølgende måned efter nærmere fastlagte regler. Ved gentagne overskridelser kunne låneadgangen helt inddrages.

---

[1]) Er aftrykt som bilag 4a til Nationalbankens årsberetning 1973.

Herefter aftog overskridelserne mærkbart, og det blev synligt, at erhvervslivets lånebehov i stigende omfang blev dækket ved låntagning i udlandet.

Nationalbanken benyttede denne „pause" til at skifte styringsinstrument. Efter afslutningen af overenskomstforhandlingerne i foråret 1985 og efter forudgående forhandlinger med pengeinstitutternes organisationer erstattedes udlånsreguleringen i juni 1985 af et *indlånsovervågningssystem.*

Der var flere årsager hertil, bl.a. at udlånsreguleringen med sit kvantitative indhold var et levn fra fortiden. Der var i stedet behov for et mere markedsorienteret system, hvor målsætningen tillige - indirekte - kom til at omfatte pengeinstitutternes obligationskøb.

Ved et indlånsovervågningssystem ville pengeinstitutterne få større frihed til at sammensætte deres aktiver end hidtil. Endvidere kunne man forvente en reduktion i konkurrencen om aftaleindskud, således at systemet fik en rentedæmpende effekt, hvilket skønnedes hensigtsmæssigt med henblik på begrænsning af det store kroneobligationssalg til udlandet.

Ordningen kom til at virke på den måde, at overskridelser af et basisindlån, beregnet som de faktiske indlån 12 måneder før opgørelsestidspunktet forøget med en fastsat basisstigningstakt, skulle udløse deponering i Nationalbanken i form af særlige indskud foreløbig svarende til 20 pct. af den overskydende indlånsstigning.

Forrentningen af de særlige indskud blev fastsat som et variabelt spænd i forhold til pengemarkedsrenten, således at denne rente fuldt ud blev anvendt i perioder, hvor der ikke skønnedes at være behov for at søge indlånsudviklingen modereret. Bortset fra ekstraordinære situationer ville rentespændet højst blive udvidet med 2 procentpoint i forhold til måneden før. Dette var en imødekommelse over for pengeinstitutterne.

Basisstigningstakten blev fastsat til 14 pct. pr. ultimo juni 1985 med efterfølgende nedsættelser, således at den for 4. kvartal 1985 kom ned på 10 pct. Fra og med 2. kvartal 1986 blev den reduceret yderligere til 9 pct.

Samtidig med indførelsen af dette system måtte Nationalbanken igen gøre det klart, at der stadig skulle udvises den største tilbageholdenhed med ydelse af forbrugslån.

Systemet kom hurtigt i anvendelse. Den fortsat kraftige stigning i indlånene medførte deponeringer i Nationalbanken i størrelsesordenen 4 mia.kr. Endvidere udvidedes rentespændet bl.a. i forbindelse med de økonomisk-politiske indgreb i marts 1986, „påskepakken". I juni 1986 forhøjedes spændet til 5 pct. svarende til, at en balancevækst baseret på øgede indlån blev belastet med et rentetab på 1 pct. p.a.

I 1986 steg udlånene som nævnt voldsomt. Baggrunden var forværringen af betalingsbalancen og den fornyede diskussion om valutakurspolitikken,

der medførte den foran omtalte omlægning fra udenlandsk til indenlandsk finansiering. Da pengeinstitutterne samtidig solgte obligationer, blev væksten i indlånene mindre markant, således at man kom ned under den aftalte basisstigningstakt, der fra februar 1987 sænkedes yderligere til 7 pct.

Uanset at udlånsreguleringen var ophørt, fandt Nationalbanken det under disse forhold påkrævet at henstille til pengeinstitutterne, at de afdæmpede deres udlånsaktivitet og specielt, at de holdt igen på forbrugsfinansieringen, der for alvor var kommet i politisk søgelys under de anstrengte efterspørgselsforhold i 1985 og 1986.

Statistiske opgørelser viste, at kreditter til ikke-erhvervsformål voksede kraftigt. Det var opfattelsen i regeringen og i brede politiske kredse, at pengeinstitutterne herved gik imod Folketingets bestræbelser på at stabilisere forholdene.

I denne forbindelse rettede man tillige opmærksomheden mod den kreditgivning, der foregik uden om pengeinstitutterne.

Nationalbanken tillagde ikke disse finansieringskilder større betydning, men fandt det dog hensigtsmæssigt, bl.a. for at få bragt diskussionen ind i rimelige proportioner, at få fremskaffet statistiske oplysninger herom.

I sommeren 1986 anmodede Nationalbanken derfor en række finansieringsselskaber om at give banken oplysninger om deres balancer. Dette indvilgede de i, og da resultatet forelå, svarede det helt til Nationalbankens forventninger. Kreditformidlingen gennem disse institutter var af et relativt beskedent omfang. Den var stigende indtil 1987, hvilket ikke kunne undre, da statistikken blev koncentreret om relativt nye selskaber, der havde tiltrukket sig opmærksomhed ved offentligt at tilbyde kredit til forbrugsformål[1]).

Ved udgangen af 1990 udgjorde de samlede udlån fra disse selskaber 12 mia.kr. svarende til ca. 3½ pct. af bankers og sparekassers samlede udlån. Godt halvdelen af lånene tjente erhvervsmæssige formål.

I 1986 blev Nationalbanken sat på en særlig opgave. Baggrunden var dagbladsannoncer, der på indbydende måde gjorde forbrugerne opmærksomme på, hvor let det egentlig var at få kredit til det ene og det andet. Dette gav anledning til så kraftig en politisk kritik, herunder spørgsmål i Folketinget om mulige indgreb, at Nationalbanken fandt det fornødent endnu en gang at gøre sin indflydelse gældende. Nationalbanken havde tidligere anmodet pengeinstitutterne (og via dem deres datterselskaber) om at dæmpe tonen, men nu skulle man altså til at granske annoncer. Der blev nedsat et „disciplinudvalg" med repræsentanter for Nationalbanken og pengeinstitutternes organisationer med det formål at holde annoncørerne i ørerne.

---

[1]) Er omtalt i Nationalbankens årsberetning 1986, side 59-60, og i bankens kvartalsskrift august 1986, side 11.

Udvalget, der fik Richard Mikkelsen som formand, fandt frem til nogle „slemme tilfælde" og rettede på dette grundlag henstillinger i fast toneføring til en række pengeinstitutter og finansieringsselskaber.

Det lykkedes at få skabt ro på området[1]).

Det bedste middel til dæmpning af låneefterspørgslen var skattereformen, der sammen med „kartoffelkuren" fra efteråret 1986 fik en betydelig effekt, specielt på privatpersoners lyst til at gældsætte sig. Set for året som helhed steg de samlede udlån endnu forholdsvis stærkt i 1987, men for lån til ikke-erhvervsmæssige formål indtrådte der en stagnation.

Indlånsstigningen kom samtidig under basisstigningstakten på 7 pct. Indbetaling af særlige indskud blev derfor stillet i bero fra og med januar 1988. Væksten i pengemængden aftog samtidig kraftigt.

I tiden, der fulgte, påvirkedes pengeforholdene stærkt af stagnationen i økonomien. Om end der var visse udsving, gav væksten i såvel ind- og udlån som i pengemængden derfor ikke anledning til yderligere initiativer fra Nationalbankens side.

Efter afviklingen af valutarestriktionerne pr. 1. oktober 1988 kunne indlånsovervågningssystemet ikke videreføres i sin hidtidige form. Pengeinstitutterne var ved valutaliberaliseringen blevet frigjort fra de sidste begrænsninger med hensyn til, om de ville betjene kunderne hjemmefra eller fra deres udenlandske enheder.

På denne baggrund og som led i EF-centralbanksamarbejdet med at få opstillet og koordineret nationale pengepolitiske målsætninger ændrede Nationalbanken i 1990 det retningsgivende grundlag for udviklingen i pengeinstitutternes balancer til at omfatte den indenlandske pengeskabelse (domestic credit expansion) forstået som summen af kroneudlån til indlændinge og beholdningen af kroneobligationer med fradrag af indlån på særlige indlånsformer. Der blev fastlagt et interval for væksten i denne størrelse fra 4. kvartal 1990 til 4. kvartal 1991 på 4-7 pct. Den faktiske stigning blev på 1 pct.

Indlånsovervågningssystemet blev formelt afskaffet med virkning fra den 1. marts 1991.

Pengepolitisk debat

Diskussionen om pengepolitikken og Nationalbankens rolle blev taget op på ny i 1978 i forbindelse med en forespørgselsdebat i Folketinget den 12. maj om nedbringelse af renten[2]).

---

[1]) Er omtalt i Nationalbankens årsberetning 1986, side 60.

[2]) Folketingstidende 1977-78 VI, sp. 9893-9946.

Der blev bragt mange emner ind i forhandlingerne heriblandt underskuddet på statsfinanserne og underskuddets finansiering ved salg af statspapirer i markedet, men altså også spørgsmålet om penge- og kreditpolitikken i al almindelighed.

Specielt folketingsmedlem Niels Helveg Petersen, Det Radikale Venstre, interesserede sig for de generelle aspekter. Han satte spørgsmålstegn ved, om vore penge- og kreditpolitiske instrumenter var tilfredsstillende og hæftede sig ved, at ansvaret for pengepolitikken ikke hvilede på Nationalbanken alene, men at også andre foretog dispositioner, der havde betydning for penge- og kreditforholdene. Finansministeren, boligministeren og handelsministeren blev nævnt.

Han drog den konklusion, at der var behov for grundlæggende overvejelser med hensyn til penge- og kreditmarkedets funktioner og institutioner og fortsatte: „Jeg kan allerede nu bebude, at det radikale venstre i løbet af den kommende samling, hvis ikke det i mellemtiden skulle være sket fra andres side, vil fremsætte forslag om, at vi får nedsat en sådan penge- og kreditpolitisk kommission, der kan overveje, hvilke ændringer på hele vores penge- og kreditpolitiske område der vil være nødvendige".

Finansminister Knud Heinesen svarede, at han ikke følte sig helt overbevist. „Sagen kræver under alle omstændigheder nøjere overvejelser, og dem vil jeg da gerne foretage".

Statsminister Anker Jørgensen gav udtryk for, „at nøglen til en rentesænkning ligger i en konsekvent økonomisk politik, som kan holde omkostningerne i ave og ad denne vej styrke betalingsbalancen". Dette var som talt med Nationalbankens røst.

Niels Helveg Petersens partifælle, folketingsmedlem Grethe Philip, fortsatte nogle måneder senere i samme spor. Under finanslovdebatten den 14. december 1978 gav Grethe Philip således udtryk for, at „Kreditpolitikken, som vi fører den, bliver stadig mere uoverskuelig, og ... uigennemsigtig. ... Det radikale Venstre foreslår derfor her ved finanslovdebatten, at regeringen nedsætter en pengepolitisk kommission"[1]).

I en kommentar i dagbladet Politiken den 27. januar 1979 fulgte Grethe Philip spørgsmålet op ved bl.a. at udtale, at der på mange måder var grebet ind i prismekanismen, at lånemarkedet var i opbrud, og at „Dansk penge- og kreditpolitik er karakteriseret af, at den hører ind under forskellige ministres ansvarsområde. ... Lad os derfor snarest få nedsat en sagkyndig pengepolitisk kommission. Der er nok at tage fat på".

Dette var SV-regeringen imidlertid ikke umiddelbart indstillet på. Under finanslovdebatten havde statsminister Anker Jørgensen bemærket, at han ikke på stående fod kunne se, om det ville være rimeligt eller nødvendigt at

[1]) Folketingstidende 1978-79 III, sp. 4346.

nedsætte en sådan kommission. Regeringen ville overveje spørgsmålet[1]).

Overvejelserne faldt negativt ud. Den Kgl. Bankkommissær, økonomiminister og minister for skatter og afgifter Anders Andersen havde forståelse for mange af de synspunkter, der var blevet fremført af Grethe Philip, men gav i et skriftligt svar udtryk for, at der var klare fordele ved at bevare det nuværende system, hvor Nationalbanken havde et selvstændigt ansvar for pengepolitikken, som blev udøvet i nært samarbejde med regeringen.

Det blev samtidig nævnt, at ændringer i pengepolitikken først og fremmest skyldtes de valutariske problemer - såvel af dansk som udenlandsk oprindelse - sammenholdt med den betydelige og værdifulde frihed for kapitaltransaktioner med udlandet. Hertil kom virkningerne af det voldsomme omsving i statsfinanserne. Under disse forhold var det af stor værdi at have en *typisk stilfærdig, men effektiv beslutningsproces i pengepolitikken.*

Nationalbanken var enig i disse formuleringer, som på forhånd var afstemt med bankens direktion.

Med hensyn til mere information om pengepolitiske beslutninger gav Nationalbanken tilsagn om at udvide bankens kvartalsskrift, således at der blev givet mere fyldige redegørelser end hidtil.

I den følgende tid og især efter dannelsen af det fjerde ministerium Anker Jørgensen i oktober 1979 koncentreredes de politiske kræfter om den i forrige kapitel omtalte finansieringsreform, som især økonomiminister Ivar Nørgaard blev talsmand for, de i samme kapitel omtalte indekslån samt forslaget om omlægning af skattefradraget for renteudgifter.

Der blev dog også tid til at drøfte andre emner, bl.a. om statens obligationssalg og det heraf følgende pres på obligationskurserne og højere renteniveau trængte erhvervslivet ud som låntagere, den såkaldte „crowding out" effekt.

Interessen samlede sig tillige om statens stærkt stigende renteudgifter og den heraf følgende „sneboldeffekt". Baggrunden var den iøjnefaldende asymmetri i skattereglerne med vid adgang til skattemæssigt fradrag for renteudgifter, mens renteindtægter hos store obligationskøbere som forskellige institutioner og fonde enten ikke var underlagt beskatning eller kun blev beskattet i ringe omfang. Nationalbanken gik ind for at mindske denne skævhed ved at pålægge institutioner og fonde en vis skattepligt, men med samtidig understregning af, at der ikke i den anledning blev plads til øgede statsudgifter.

Efter at forbudet mod salg af statsobligationer til udlandet blev ophævet i maj 1983, koncentreredes diskussionen om virkningen heraf, dels på renteudgifterne til udlandet, dels på Danmarks muligheder for at føre en selvstændig pengepolitik.

Kroneobligationssalget blev mødt med kritik i vide politiske kredse, bl.a. i

[1]) Folketingstidende 1978-79 III, sp. 4415.

Socialdemokratiet, der fandt, at der var tale om en alt for dyr form for kapitalimport. Det ville være mere hensigtsmæssigt og billigere for staten at optage lån denomineret i fremmed valuta.

Argumentet var i kraft af de eksisterende renterelationer besnærende og for så vidt svært at tilbagevise, men firkløverregeringen og Nationalbanken holdt fast på de liberaliseringsforpligtelser, som Danmark havde påtaget sig. Nationalbanken forsøgte, når der var mulighed for det, at dæmpe salget ved at støtte tendenser til rentefald på obligationsmarkedet for herigennem yderligere at indsnævre rentespændet over for udlandet. Banken udfoldede også en vis aktivitet på det pædagogiske plan ved at gøre gældende, at det var tvivlsomt, om lån optaget i fremmed valuta - kursudviklingen taget i betragtning - var billigere end lån i danske kroner[1]).

Som en udløber af statsbankerot-diskussionen fremkom medarbejder i Det Økonomiske Råds sekretariat, dr.econ. Jesper Jespersen, i juni 1984 med en forskningsrapport „Statsgældspolitik i de nordiske lande". Hans hovedkonklusion gik ud på, at hvis vi som de øvrige nordiske lande havde fastholdt kapitalrestriktionerne over for udlandet og var fortsat med direkte styring af kreditgivningen mv., ville der i kraft af den heraf følgende lavere realrente være opstået en række gavnlige virkninger, herunder væsentlig lavere arbejdsløshed, øgede investeringer og mindre underskud på statsbudgettet. Til gengæld måtte man have forventet en vis forringelse af betalingsbalancen.

Rapporten og hans forslag om nedsættelse af en pengepolitisk kommission gav anledning til en del debat.

Om rapportens indhold var der delte meninger. Bl.a. professor, dr.polit. Jørgen Gelting var kritisk. Dette kom til udtryk i en kommentar i Weekendavisen den 24. august 1984. I en artikel i Berlingske Tidende den 25. august 1984 kaldte lektor, lic.polit. Peter Erling Nielsen selektive indgreb for „sundhedsfarlig kosmetik". Den eneste vej til fjernelse af rentespændet over for udlandet var, hed det, at eliminere betalingsbalanceunderskuddet og devalueringsforventningerne.

Såvel regeringen som Nationalbanken fandt en pengepolitisk kommission unødvendig. Man var enig i, at realrenten i Danmark var for høj, men dette kunne kun ændres ved at sætte alvorligt ind på at få forbedret betalingsbalancen. Det var dette, man skulle satse på i stedet for at bruge tiden til analyser.

I en pressemeddelelse af 4. september 1984 stillede Socialdemokratiet og Socialistisk Folkeparti imidlertid i udsigt, at man straks ved Folketingets åbning i oktober ville fremsætte forslag til folketingsbeslutning om nedsættelse af et pengepolitisk ekspertudvalg, altså ikke en kommission. Man håbede

[1]) Beregninger foretaget i bankens kvartalsoversigt fra februar 1985 viste, at lån optaget i dollars havde været væsentligt dyrere end lån i form af salg af kroneobligationer.

herved, at arbejdet kunne færdiggøres relativt hurtigt. Forslaget blev fremsat skriftligt den 4. oktober 1984[1]).

Ved den efterfølgende 1. behandling den 16. oktober[2]) stillede økonomiminister Anders Andersen sig igen afvisende. Regeringen fandt ikke, at der var noget aktuelt behov for nedsættelse af et sådant udvalg. Han tilføjede, at „Nationalbankens direktion i august har tilkendegivet, at den ikke er tilhænger af, at pengepolitikken analyseres i et tidkrævende udvalgsarbejde".

Under diskussionen nævnte folketingsmedlem Ivar Nørgaard den mulighed, at man eventuelt kunne „bede nogle af de nu eksisterende uafhængige organer, f.eks. det økonomiske råd, om at give os en analyse". Folketingsmedlem Jørgen Estrup, Det Radikale Venstre, var enig i denne fremgangsmåde.

Resultatet blev herefter, at et flertal i Folketingets politisk-økonomiske udvalg bestående af Socialdemokratiets, Socialistisk Folkepartis og Det Radikale Venstres medlemmer anmodede økonomiministeren om at henstille til Det Økonomiske Råds formandskab, at man i Rådet udarbejdede en redegørelse om penge- og kreditpolitikken i Danmark efter de af flertallet i udvalget udstukne retningslinjer.

Dette gik formandskabet med til, og allerede i slutningen af august 1985 forelå der en sådan redegørelse, som sidst i den følgende måned blev drøftet i selve Rådet.

Redegørelsen omfattede en lang række emner vedrørende penge- og kreditpolitikken. Nationalbanken erklærede sig enig i mange af de fremsatte vurderinger, men tog forbehold over for visse efter bankens opfattelse „centrale ledetråde i argumentationen".

Banken lagde således afstand til det i rapporten nævnte sporskifte i pengepolitikken i forbindelse med liberaliseringen af valutabestemmelserne i 1983 og fremefter. Liberaliseringen havde strakt sig over 20 år, og det var bankens vurdering, at den store kapitalimport siden sommeren 1984 helt overvejende hang sammen med den stigende tiltro til valutakurspolitikken.

Vedrørende pengepolitisk selvstændighed (eller mangel på samme) gav banken udtryk for, at det selvsagt var rigtigt, „at bevægelsesfriheden bliver mindre under helt frie kapitalbevægelser, men vel at mærke under forudsætning af, at tilliden til den økonomiske politik er ubrudt.

Det har været en udbredt erfaring i de fleste lande gennem de sidste 10 år eller mere, at de resterende valutarestriktioner ikke mere var et værn mod en utroværdig økonomisk politik. I den forstand kan alle landes pengepolitik siges at have mistet noget af sin selvstændighed. Danmark indtager i denne forbindelse ikke nogen særstilling".

---

[1]) Folketingstidende 1984-85, Tillæg A I, sp. 487-490.
[2]) Folketingstidende 1984-85 I, sp. 574-596.

Angående information om pengepolitikken henviste banken til de forbedringer, der var sket, men var indstillet på yderligere initiativer. Dette skete senere ved i kvartalsoversigten at bringe signerede artikler, hvor forfatteren alene er ansvarlig for de fremsatte synspunkter, og ved mindst en gang om året at invitere udenforstående til ligeledes i kvartalsoversigten at give en vurdering af den førte pengepolitik.

Nationalbankens kommentarer blev afgivet på Rådets møde den 30. september 1985 af nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer og gengivet in extenso som bilag til formandskabets skrivelse til regeringen[1]).

Formandskabet skrev herom bl.a.: „Trods de af Nationalbanken fremhævede dissenspunkter ..., var det en samstemmende opfattelse på mødet, at de friere kapitalbevægelser, fastkurssamarbejdet i EMS og den voksende internationale integration har medført en stærk indsnævring af spillerummet for pengepolitikken og en ny indretning af denne, og at hovedvægten i den økonomiske politik derfor for fremtiden må lægges på finans- og indkomstpolitikken ...".

Økonomiministerens kommentarer forelå i oktober i form af et notat til Folketingets politisk-økonomiske udvalg.

Den 12. november 1985 diskuteredes redegørelsen i Folketinget[2]), hvor debatten især koncentreredes om Folketingets rolle i udformningen af pengepolitikken. Ikke fordi man forestillede sig, at Folketinget skulle være den besluttende myndighed, men snarere ud fra den betragtning, at man fandt det rimeligt, at Folketinget i en eller anden form jævnligt fik mulighed for at drøfte den pengepolitiske udvikling og dermed også for at tage stilling til de beslutninger, der blev truffet. Der blev heller ikke udtrykt ønske om at ændre nationalbankloven, som nok var forældet, men ikke havde været til hinder for et tilfredsstillende samarbejde mellem regeringen og Nationalbanken.

Spørgsmålet om ændringer koncentreredes således om beslutningsmekanismen og informationsvirksomheden. Beslutningsmekanismen blev der ikke rørt ved, men informationsvirksomheden blev som nævnt udvidet og forbedret[3]).

De internationale tendenser gik efterhånden klart i retning af at give centralbankerne større selvstændighed. Uden for EF gjaldt dette således Sverige, og i EF var denne udvikling knyttet til overvejelserne om et fremtidigt europæisk centralbanksystem, der i sig selv skulle have en høj grad af selv-

---

[1]) Er aftrykt som bilag 1 til Nationalbankens årsberetning 1985.

[2]) Folketingstidende 1985-86 II, sp. 2010-2052.

[3]) Interessen for Nationalbankens forhold gav sig også udslag i, at professor, dr.jur. Bent Christensen på foranledning af Aktivbanken skrev en bog „Nationalbanken og forvaltningsret" - Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1985. I bogens afsluttende kapitel gennemgås „Nationalbankens forhold til statsstyrelsens centrum".

stændighed og derfor forudsatte det samme for de tilknyttede nationale centralbanker.

Bankkriser

Det siger sig selv, at pengeinstitutter skal være særligt påpasselige, hvad angår deres egen økonomi og forretningsførelse. Dette følger af deres centrale rolle i samfundsøkonomien og ansvaret over for de mange indskydere, der har betroet dem deres penge.

Alligevel kommer nogle af dem undertiden i uføre. Dette kan man ikke undgå, men må lære at leve med og indrette sig derefter. Derfor det høje lovmæssige krav til pengeinstitutternes soliditet, bestemmelser i loven om engagementsgrænser, ledelse og ledelsesprincipper, revisions- og tilsynskrav samt sikkerhedsnet under indskydernes tilgodehavender.

Meget kan naturligvis være uforskyldt, men erfaringen har vist, at i de tilfælde, hvor det er gået galt, har årsagen så godt som altid været manglende omhu i långivningen og dermed brist i ledelsesfunktionen. Dertil kommer tilfælde, hvor forretningskonceptet har været af en sådan art, at banken næsten ikke kunne undgå at komme i vanskeligheder.

I almindelighed må danske pengeinstitutter betegnes som solide og velledede. Alligevel har der i årenes løb været mange tilfælde, hvor Finanstilsynet har måttet gøre sin indflydelse gældende for at få bragt tingene i orden. I adskillige af disse situationer har det været nødvendigt at stille krav om, at der blev indgået samarbejde eller gennemført fusion med et andet pengeinstitut. I de sidste år af 1980'erne var der mange indgreb af denne art.

I de fleste tilfælde gik det nogenlunde stille af. I tre tilfælde endte det med et brag. Det var Kronebanken, 6. Juli Banken og C & G Banken. Da først Tilsynet – og senere de tilkaldte udlånseksperter – fik fingre i disse institutters engagementer, kom der ting for dagen, der fik hårene til at rejse sig på hovedet af selv garvede bankfolk. Og da tingene kom frem i lyset, var der næsten ingen ende på ulykkerne.

Kronebank-sagen begyndte som en gyser, men fik – formentlig til de flestes overraskelse – en lykkelig udgang for alle direkte interesserede, dvs. indskyderne, personalet og de banker, inklusive Nationalbanken, der var trådt hjælpende til, samt aktionærerne.

Da bankens vanskeligheder kom ind i en akut fase, blev der udfoldet store anstrengelser for at finde et grundlag, der kunne gøre det forsvarligt for det daværende Tilsyn med Banker og Sparekasser at lade banken fortsætte. Andre pengeinstitutter havde absolut ingen lyst til at medvirke hertil.

Nationalbanken blev af Tilsynet underrettet om sagens kriseagtige karakter sent på eftermiddagen fredag den 14. december 1984. Der blev herefter i

løbet af weekenden og den følgende mandag afholdt en række møder i Nationalbanken og Industriministeriet bl.a. med deltagelse af repræsentanter for de tre private hovedbankers direktioner. Nationalbanken havde efter en del overvejelser „for og imod" udarbejdet en løsningsmodel, men holdningen hos hovedbankerne var i første omgang negativ. Planen gik ud på, at Nationalbanken sammen med de tre hovedbanker stillede en tabsgaranti for Kronebanken på 500 mill.kr. ligeligt fordelt på de fire parter, og at Nationalbanken samtidig stillede likviditet til rådighed, så Kronebanken fortsat ville være i stand til at svare sine udbetalingsforpligtelser. Tilsynet med Banker og Sparekasser havde erklæret sig tilfreds med en sådan løsning.

Hovedbankerne mente imidlertid ikke, at det ville være rimeligt at sætte deres aktionærers penge på spil ved at bidrage til et sikkerhedsnet for en konkurrent, der havde begivet sig ud i så vovelige engagementer. De bedømte risikoen som værende meget stor. De fik ret. Senere opgørelser pegede i retning af et hensættelsesbehov på 1.300 mill.kr., hvilket var et enormt stort beløb, selv for en bank af Kronebankens størrelse. Tabene hidrørte hovedsagelig fra bankens Frederiksborg-del.

Hovedbankernes holdning var formentlig også påvirket af, at de havde haft dårlige erfaringer fra deres indsats over for R. Henriques jr. Bank, der var kommet i vanskeligheder i begyndelsen af 1982. De tre banker havde ydet støtte gennem tegning af aktier i banken, men måtte forøge denne støtte, da der senere på året viste sig yderligere tab. Aktierne blev pr. 1. januar 1984 overdraget til Varde Bank, der i 1986 foretog en egentlig fusion med banken.

Efter megen diskussion frem og tilbage endte sagen i Statsministeriet, hvor der under statsminister Poul Schlüters ledelse blev afholdt møder natten mellem mandag og tirsdag. Statsministeren lagde overordentlig stor vægt på, at sagen fandt en afslutning efter de retningslinjer, som var foreslået af Nationalbanken. Årsagen til den politiske interesse var åbenbar. Kronebanken havde 321.000 indlånskonti, hvoraf en stor del var lønmodtagerkonti, og det var en næsten umulig tanke, at disse mange mennesker ikke skulle kunne trække på deres konti oven i købet lige op til jul. Endvidere havde banken en stor aktionærkreds. Det drejede sig om ca. 40.000, hvoraf mange blandt småsparere. Endelig var der naturligvis hensynet til personalet på ca. 1.200 medarbejdere.

Bankerne var tøvende, men accepterede til sidst under forudsætning af deres bestyrelsers godkendelser. Disse blev indhentet efterfølgende. Nationalbankens bestyrelse accepterede ved et ekstraordinært møde tirsdag morgen kl. 8.00, men der var mange kritiske spørgsmål.

Det var således ikke let at få halet støtten i land, men det gik. Kronebanken kunne herefter fortsætte sin virksomhed, men med en ny direktion.

Tabstallene blev store og svarede i alt væsentligt til de forannævnte for-

ventninger, men det lykkedes den ny ledelse at få saneret forholdene, så man i kraft af egne anstrengelser og en god portion medvind fik gjort banken fusionsmoden. I juni 1985 blev der indgået en fusionsaftale med Provinsbanken, som blev en realitet i løbet af efteråret. Tabsgarantierne og Nationalbankens likviditetstilsagn bragtes herefter til ophør[1]). Ingen led tab. Dette gjaldt stort set også aktionærerne, som fik et tilbud, man ikke realistisk kunne have forventet et halvt år tidligere.

Væsentlig anderledes stillede det sig med 6. Juli Banken, der trådte i betalingsstandsning i marts 1987. Banken havde arbejdet efter et forretningskoncept, der var utraditionelt, og som efter den almindelige opfattelse i bankverdenen før eller senere ville give problemer. Det kom derfor ikke som en overraskelse, da det gik galt. Der var i dette tilfælde endnu mindre lyst til at give sig i kast med redningsaktioner.

Der var ingen pengepolitisk motivering for at gribe ind. Bankens forretningsførelse var som sagt speciel, og dens betydning for dansk bankvæsen meget ringe. Endvidere havde Nationalbanken ingen penge til gode i banken, der tværtimod havde et nettotilgodehavende i Nationalbanken, så ud fra en selvisk betragtning kunne man tage den med ro.

Banken havde ca. 20.000 indskudskonti, hvoraf godt og vel 90 pct. var indskud på under 100.000 kr. På denne baggrund opstod der hurtigt et politisk pres for at få etableret en garantiordning for de små indskydere. Statsministeren kom igen ind i billedet og rettede - med Nationalbankens støtte - en stærk appel til Bankforeningen herom. Resultatet blev tilbud om en ad hoc løsning (Bankforeningen var i gang med overvejelser om en varig ordning), som ville dække alle mindre indskud. Repræsentanter for indskyderne krævede imidlertid fuld dækning til alle og søgte at skabe politisk tilslutning hertil. Det fængede på Christiansborg, hvor der efterhånden tegnede sig et politisk flertal uden om regeringen til et lovgivningsinitiativ til hurtig gennemførelse af en indskydersikringsordning, der også skulle dække indskyderne i 6. Juli Banken.

I denne situation tog Sydbank i slutningen af april initiativ til etablering af en ordning, hvorefter 6. Juli Banken skulle overtages af Sydbank og derefter afvikles, således at der blev fuld dækning af indskyderne.

Tilbuddet accepteredes, og man enedes om en konstruktion, hvorved de to store kreditorer i betalingsstandsningsboet, Kreditforeningen Danmark og Nykredit, sammen med Sydbank og Nationalbanken stillede ansvarlig kapital til rådighed for et beløb på i alt 450 mill.kr., der skulle anvendes til delvis dækning af de tab, der måtte ventes ved afviklingen af 6. Juli Bankens engagementer. Nationalbankens andel udgjorde 125 mill.kr. Nationalbanken

---

[1]) Nationalbankens årsberetning 1984, side 81-82, og årsberetning 1985, side 86.

ydede endvidere likviditetsstøtte til Sydbank til favørrente samt påtog sig en garanti for eventuelle ubogførte garantier i 6. Juli Banken.

Sikringen af samtlige indskydere kom således i sidste instans til at bero på Nationalbankens kapitalindsats. I sin pressemeddelelse om ordningen fandt Nationalbanken derfor anledning til at præcisere, „at gennemførelse af en almindelig indskudsgarantiordning, som ikke kan give fuld dækning for alle indskud, må indebære, at Nationalbanken ikke i fremtidige tilfælde kan påtage sig at garantere de tilgodehavender, der ikke dækkes af en sådan ordning"[1]).

I C & G Bank-sagen gik det helt galt. Situationen blev så at sige forværret for hver undersøgelse, der blev foretaget.

Banken kom i søgelyset i foråret 1987, hvor Tilsynet stødte på forhold, der var yderst kritisable. En undersøgelse foretaget i juni 1987 af et privat revisionsfirma (på Tilsynets foranledning) bragte nye ubehageligheder for dagen. Rapporten mundede ud i, at bankens fremtid ville være afhængig af tilførsel af ny kapital. Dette skete også med bistand fra de store aktionærer bag banken, men yderligere granskning af bankens forhold forøgede hensættelsesbehovet i en sådan grad, at en videreførelse af banken måtte anses for udelukket.

Det var især visse store byggelån og andre engagementer, der fik læsset til at vælte. Enkelte mellemstore banker kiggede på bankens forhold, men trak hurtigt følehornene til sig. Et forsøg på en rekonstruktion gående ud på, at nogle af de nævnte engagementer blev overført til et afviklingsselskab, blev overhalet af begivenhedernes gang. Banken måtte gå i betalingsstandsning i slutningen af oktober 1987 og gik herefter konkurs i maj 1988.

I denne forbindelse anvendtes den nyetablerede indskydergarantifond for første gang. Banken havde 1.200 indskydere, altså væsentligt færre end 6. Juli Banken. En del af indskuddene blev anvendt som modregning i tilfælde, hvor indskyderne samtidig havde lån i banken. I alt ca. 800 modtog kompensation under indskudsgarantiordningen. Ved betalingsstandsningen udgjorde Nationalbankens tilgodehavende i C & G Banken 369 mill.kr.[2]).

Ud over disse tilfælde er langt de fleste problemer af denne art blevet ordnet af bankerne selv, om end ikke nødvendigvis i mindelighed. Større banker har tidligere været indstillet på at træde hjælpende til, men så vidt muligt på et forretningsmæssigt grundlag. Som tidligere nævnt i forbindelse med bank- og sparekasselovgivningen var sparekasserne i mange år indstillet på selv „at rydde op".

Situationen har ændret sig efter indførelsen af indskydergarantifonden.

---

[1]) Nationalbankens årsberetning 1987, side 68, og bilag 1, side 83-84.

[2]) Nationalbankens årsberetning 1987, side 68-69, og årsberetning 1988, side 62-63.

Det er blevet væsentligt sværere at overbevise større pengeinstitutter om at træde til i krisetilfælde. Sporene skræmmer.

Endvidere står det spørgsmål tilbage, hvad der vil ske, hvis store banker eller sparekasser selv kommer i knibe. Den opfattelse er blevet gjort gældende, at nogle pengeinstitutter er for store til at gå ned. I akademiske diskussioner har der været en tilbøjelighed til at benægte rigtigheden heraf, men praksis både her i landet og i udlandet viser noget andet.

Spørgsmålet blev berørt i bemærkningerne til det af industriminister Nils Wilhjelm den 28. oktober 1987 fremsatte lovforslag om en indskydergarantifond. Det hed heri: „Skulle den situation opstå, at et af de største pengeinstitutter eller eventuelt en række institutter kommer i økonomiske vanskeligheder, kan der være alvorlig risiko for det danske pengeinstitutsystem, og der vil da være tale om en samfundsmæssig nødsituation, hvor det offentlige må overveje at gribe direkte ind".

Finansiel lovgivning

1980'erne blev en periode, hvor der gennemførtes vidtgående ændringer i lovgivningen om de finansielle institutioner.

Størstedelen af disse ændringer var en følge af EF-direktiver vedtaget som led i det europæiske samarbejde på det finansielle område, herunder udviklingen af det indre marked for finansielle tjenesteydelser. Hertil kom tilpasning af lovgivningen i lys af den teknologiske udvikling og branchemæssige forandringer. Endelig blev der på baggrund af banker, der var kommet i uføre, behov for en opstramning af reglerne om revision og tilsyn.

Under forberedelserne af disse ændringer lagde Nationalbanken stor vægt på, at det finansielle systems høje soliditetsstandard blev bevaret. Af konkurrencehensyn ønskede pengeinstitutterne sikkerhedsreglerne lagt tæt op ad EF's minimumskrav. Resultatet kom til at ligge et sted derimellem.

Som en udløber af EF's 1. samordningsdirektiv af 12. december 1977 blev der i 1980 gennemført en lov om *visse kreditinstitutter*[1]). Loven kom - med visse undtagelser - til at omfatte foretagender, hvis virksomhed består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning.

Ved at blive undergivet lovgivning blev disse foretagender tillige underlagt tilsyn, således at der blev tilvejebragt større gennemsigtighed på området. Ud over Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, der er omfattet af loven, er det kun få og mindre institutter, der har søgt og opnået tilladelse til at drive virksomhed som kreditinstitut.

---

[1]) Lov nr. 178 af 14. maj 1980.

Ved lov nr. 86 af 17. marts 1982 ændredes *bank- og sparekasseloven,* således at kapitalkravet ved stiftelse af nye pengeinstitutter forhøjedes fra 5 til 25 mill.kr. Nok så væsentligt var et nyt kapitel om konsolideringsbestemmelser i koncernforhold. Det blev heri bestemt, at lovens egenkapitalkrav og engagementsgrænser mv. også skulle være opfyldt på koncernbasis, dvs. for pengeinstituttet og dets datterselskaber under ét.

Der blev samtidig indført forbud mod, at datterselskaber, der ikke er banker, fra offentligheden modtager indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales. En sådan trafik havde vanskeliggjort pengepolitikken på grund af den mulighed for overflytning af aktivitet fra moderselskab til datterselskab, der lå heri. Datterselskabernes aktivitet var i en årrække fortrinsvis blevet finansieret ved egenkapital og lån fra moderselskabet, men i de sidste år af 1970'erne var kapitalfremskaffelsen flyttet over på lån i udlandet og aftaleindskud[1]).

Med samme hensigt blev der nogle år senere – i marts 1986 – gennemført en stramning af valutareglerne, hvorved ejendomsadministrations- og finansieringsvirksomheder, der foretog udlån til personlige ikke-erhvervsmæssige formål, blev afskåret fra at optage finanslån i udlandet. I forvejen var pengeinstitutter, fondsbørsvekselerere og visse kreditinstitutter afskåret fra denne mulighed. Stramningen var et led i de samtidigt gennemførte afgiftsforhøjelser og andre forbrugsbegrænsende indgreb („påskepakken").

I 1985 blev loven om banker og sparekasser udvidet til også at omfatte andelskasser. Der blev ved denne lejlighed givet adgang til, at andelskasser i fællesskab kunne opfylde lovgivningens krav, såfremt de er medlem af en sammenslutning af andelskasser, der har fået sine vedtægter stadfæstet af Tilsynet (Rabo-ordning)[2]).

I slutningen af 1987 blev der skabt lovmæssigt grundlag for etablering af en sikringsordning for indskyderne i pengeinstitutter og visse kreditinstitutter med særlig tilladelse (bankierselskaber)[3]). Indskydergarantifonden blev som nævnt foran bragt i anvendelse i forbindelse med C & G Bankens konkurs i maj 1988.

Inden den sidste omfattende revision af bankloven mv. blev det finansielle område gennemgået af det såkaldte brancheglidningsudvalg, der havde daværende departementschef i Industriministeriet, Hans Duborg, som for-

---

[1]) Er belyst i rapport fra arbejdsgruppen vedrørende pengeinstitutternes datterselskaber, Industriministeriet, juni 1981.

[2]) Andelskassernes ønske herom blev gennemgået af „Udvalget vedrørende gennemførelse af 1. bankdirektiv for andelskasser", jf. betænkning nr. 1002, Industriministeriet, maj 1984. Bank- og sparekasseloven ændredes efterfølgende ved lov nr. 154 af 24. april 1985.

[3]) Lov nr. 850 af 23. december 1987 om en indskydergarantifond med tilhørende bekendtgørelse af 7. marts 1988. Er omtalt i Nationalbankens årsberetning 1987, side 68-69, og årsberetning 1988, side 62-63.

mand. Nationalbankens repræsentant i udvalget var vicedirektør Jørn Kjær[1]).

Udvalget kom bl.a. til det resultat, at den nuværende arbejdsdeling i det finansielle system burde opretholdes. Der var således, ifølge udvalget, ikke behov for fundamentale ændringer i den gældende lovgivning, jf. herom senere i afsnittet om brancheglidning.

I december 1988 tog man yderligere et skridt, der udviskede grænseskel. Sparekasserne fik adgang til at ændre deres organisationsform fra selvejende institutioner til aktieselskaber[2]). De opnåede herved lighed med bankerne, også hvad angår ekstern kapitaltilførsel. Det var et afgørende punkt i den politiske diskussion forud for lovens vedtagelse, at de reserver, der var opsamlet i en sparekasse, fortsat skulle stå til rådighed for sparekassens drift, således at fremtidige aktionærer ikke fik andel i dem. Det blev derfor bestemt, at reserverne enten skulle overdrages til en erhvervsdrivende fond i form af aktier i aktieselskabet eller forblive i aktieselskabet i form af en bunden sparekassereserve.

I maj 1989 fjernedes endnu en flig af gamle traditioner. Pengeinstitutterne fik adgang til at overtage erhvervsvirksomheder i forbindelse med omstrukturering af sådanne virksomheder. Endvidere lempedes grænserne for pengeinstitutters besiddelse af aktier mv. i andre selskaber.

Til gengæld skærpedes betingelserne for medregning af ansvarlig indskudskapital ved beregningen af solvenskravets opfyldelse. Endvidere styrkedes Tilsynets kontrolmuligheder såvel generelt som i tilfælde, hvor pengeinstitutter indgår i en koncern eller i koncernlignende forhold. Endelig skærpedes kravene til såvel den interne som den eksterne revision[3]). Tilsynets arbejdsopgaver udvidedes med andre ord, men lettedes samtidig derved, at det monopolretlige og prismæssige tilsyn med pengeinstitutterne med virkning fra den 1. januar 1990 overgik til Konkurrencerådet.

Endelig tilpassedes lovgivningen i 1989 til fire EF-direktiver, nemlig 2. bankharmoniseringsdirektiv, solvensdirektivet, egenkapitaldirektivet og årsregnskabsdirektivet[4]). Lovændringen fik et umiddelbart EF-præg ved be-

---

[1]) Brancheglidning i den finansielle sektor, Betænkning nr. 1108, Industriministeriet, juni 1987. Den finansielle sektors arbejdsopgaver og fremtidige struktur blev også berørt i en rapport fra december 1988 fra Industriministeriets fremtidssikringsudvalg med afdelingschef C. Boye Jacobsen som formand.

[2]) Lov nr. 816 af 21. december 1988 om ændring af lov om banker og sparekasser mv.

[3]) Lov nr. 327 af 24. maj 1989 om ændring af lov om banker og sparekasser mv.

[4]) Skete ved lov nr. 306 af 16. maj 1990 om ændring af lov om banker og sparekasser mv. med flere love. Loven trådte i kraft den 1. januar 1991. Er foruden i Finanstilsynets årlige beretninger omtalt i Nationalbankens årsberetning 1988, side 63, årsberetning 1989, side 46-49, og årsberetning 1990, side 51-52.

stemmelsen om aktie/garantikapitalen, der mindst skulle svare til modværdien af 5 mill.ECU.

Med de nye bestemmelser indførtes princippet om gensidig anerkendelse og hjemlandskontrol, således at pengeinstitutter, der er godkendt i et EF-land, kan udstrække deres virksomhed til andre EF-lande, enten gennem filialetablering eller ved grænseoverskridende udbud af tjenesteydelser. Tilsynsopgaven i forbindelse hermed påhviler tilsynsmyndigheden i pengeinstituttets hjemland. Disse regler var ikke særlig epokegørende set fra et penge- og valutapolitisk synspunkt på grund af Danmarks i forvejen liberale bestemmelser på disse områder.

Så var det mere vidtrækkende, at pengeinstitutterne fik mulighed for midlertidigt at drive anden virksomhed, der er accessorisk til pengeinstitutvirksomhed, og at de samtidig fik adgang til gennem datterselskaber at drive forsikringsvirksomhed og realkreditvirksomhed.

Endvidere ændredes reglerne for pengeinstitutternes aktiebesiddelser mv. endnu en gang, og også ved denne lejlighed i klart udvidende retning.

Endelig skete der en radikal ændring af beregningen af solvenskravet. Grundlaget blev fremover pengeinstituttets vægtede aktiver og ikke-balanceførte poster mod hidtil pengeinstituttets samlede gælds- og garantiforpligtelser. Dette var et klart fremskridt, der gav bedre mulighed for at bedømme de risici, et pengeinstitut har påtaget sig.

Under lovforberedelsen var der megen diskussion om de krav, der skulle stilles til pengeinstitutternes soliditet, såvel set i forhold til det hidtidige danske niveau som i relation til EF's minimumskrav. Som nævnt lagde Nationalbanken stor vægt på, at den forholdsvis høje danske standard ikke blev svækket, hvilket dog kom til at ske i nogen grad.

De nye lovregler blev meget komplicerede. Dette skyldtes flere forhold, herunder snørklede regler om aktiebesiddelse samt indførelse af et nyt begreb, supplerende kapital, f.eks. i form af værdipapirer med ubestemt løbetid, som inden for visse grænser blev sideordnet med „kernekapitalen", dvs. aktiekapital og reserver mv. Samtidig kunne institutterne i visse sammenhænge og ligeledes inden for nærmere fastlagte grænser fortsat gøre brug af den gamle form for ansvarlig indskudskapital. Endelig opererede man i forbindelse med solvenskravet med to procentsatser, 10 pct. der efter en femårig overgangsperiode skulle reduceres til 8 pct., og 10 pct. der bevaredes som en permanent ordning, men på basis af en mindre fuldgod egenkapital.

Faktisk blev loven med tilhørende bekendtgørelser mv. så indviklet, at den kom til at unddrage sig almindelig menneskelig fatteevne. Om loven sker fyldest, må overlades til edb-maskiner at afgøre. Som så ofte før var det selve ændringerne, der optog sindene, mens helhedsresultatet kom i anden række.

Uanset de mange nydannelser var lovrevisionen ikke særlig betydningsfuld set fra et pengepolitisk synspunkt. Pengeinstitutternes grundlæggende

funktioner forblev de samme og dermed også deres rolle som mellemled ved formidlingen af pengepolitikken.

Ligeledes på baggrund af et EF-direktiv, nemlig direktivet af 22. december 1986 om forbrugerkredit, gennemførtes i juni 1990 loven om kreditaftaler[1]), der samtidig erstattede kreditkøbsloven fra 1982. Loven, der trådte i kraft den 1. januar 1991, tager sigte på forbrugerbeskyttelse ved at give regler om pengeinstitutters oplysningspligt over for kunderne vedrørende effektive renter og andre omkostninger samt ved at ensrette de pågældende beregninger, således at publikum får et reelt sammenligningsgrundlag ved vurderingen af de serviceydelser, der tilbydes af pengeinstitutterne.

Også *realkreditlovgivningen* kom under lup. Endnu i 1983 gennemførtes der visse lempelser ved forhøjelse af lånegrænsen ved ejerskiftelån i industriejendomme mv. og kontor- og forretningsejendomme. Endvidere lempedes reglerne for lån i fritidshuse.

I den følgende tid gik udviklingen den modsatte vej med begrænsninger af forskellig art som led i regeringens bestræbelser på at neddæmpe det stigende privatforbrug.

Det begyndte med „martspakken" i 1985, hvor realkreditten måtte yde sit bidrag bl.a. gennem en nedsættelse af lånegrænsen for ejerskiftelån i ejerboliger fra 80 pct. til 70 pct.

Med vedtagelsen af skattereformen i juli samme år nedsattes den skattemæssige fradragsværdi for renteudgifter til 50-56 pct., og fra 1. november ophævedes adgangen til at yde kontantlån (bortset fra indekslån). I forbindelse hermed indførtes mindsterentereglen med det formål at begrænse de skattefri kursgevinster. Man fik „blåstemplede" og „sortstemplede" obligationer.

I „decemberpakken" 1985 indgik visse yderligere skærpelser bl.a. af reglerne for finansiering af om- og tilbygningsarbejder på ejerboligområdet.

Så kom i oktober 1986 den tidligere omtalte „kartoffelkur". Som led heri indførtes der mix-lån gældende for ejerboliger. Denne låneform indebar en mærkbar stigning i startydelserne på lånene. Til gengæld tilbageførtes lånegrænsen for ejerskiftelån i ejerboliger fra 70 pct. til 80 pct.

Det mest kontroversielle element – skulle det vise sig – var indførelsen af en afgift på 20 pct. af nettorenteudgiften på forbrugslån. Lån ydet af realkreditinstitutter blev holdt udenfor, men også lån ydet på tilsvarende vilkår (realkreditlignende lån) af andre institutter, f.eks. banker og sparekasser, blev skånet.

Herudover blev realkreditten inddraget i forskellige støtte- og saneringsarrangementer, f.eks. i forbindelse med almennyttigt boligbyggeri (1985 – samspilsramt byggeri) og i forbindelse med landbruget (1988 – refinansieringsordningen).

---

[1]) Lov nr. 398 af 13. juni 1990.

I 1987 forelå den omfattende embedsmandsredegørelse om den fremtidige realkreditlovgivning[1]). Udgangspunktet var ligeledes en række EF-direktiver, herunder samordningsdirektivet af 12. december 1977, der krævede en række tilpasninger af den danske realkreditlovgivning. Samtidig benyttede man lejligheden til en tiltrængt modernisering af lovreglerne.

Nye institutter skulle herefter være aktieselskaber, og allerede eksisterende institutter fik mulighed for at omdanne sig til denne selskabsform. Traditionelt havde realkreditinstitutterne haft karakter af almennyttige ikke-profitsøgende foretagender, såvel i deres opbygning som i deres forretningsførelse. Mens dette præg havde holdt sig for så vidt angår det konstitutionelle grundlag, havde forretningsførelsen bevæget sig bort fra tidligere tiders patriarkalske udlånsadfærd over mod en mere aktiv markedsføring og en til tider benhård konkurrence.

Det var i overensstemmelse med denne udvikling, at også organisationsformen ændredes. På linje med andre finansielle institutioner fik institutterne herigennem mulighed for at kunne styrke deres egenkapitalgrundlag ved aktieemissioner, ligesom aktieselskabsformen gav bedre mulighed for at deltage i fremtidige omstruktureringer i den finansielle sektor. Der blev dog fortsat i lovgivningen sat snævre grænser for institutternes forretningsområde.

Endvidere blev der åbnet op for godkendelse af nye institutter, og samtidig fik udenlandske institutter adgang til gennem filialetablering her i landet eller ved grænseoverskridende virksomhed at yde lån efter realkreditlovens regler.

Institutternes eneret på udstedelse af realkreditobligationer blev bibeholdt, og også princippet om balance mellem udlånet og de obligationer, der finansierer udlånet, blev bevaret, men smidiggjort. Fremtidig kom princippet til at gælde for de samlede indbetalinger fra låntagerne og de samlede udbetalinger til obligationsejerne. Der blev sat snævre grænser for forskellene mellem disse to betalingsstrømme for at sikre, at institutterne ikke pådrog sig en renterisiko.

De mange bestemmelser om lånegrænser og afdragsprofiler mv. blev ligeledes forenklet. Loven blev dog stadig præget af en betydelig grad af detailregulering.

Skibs- og eksportfinansiering

Som tidligere nævnt ydede Nationalbanken stærk støtte til oprettelsen i 1961 af Danmarks Skibskreditfond, således at banken kunne blive frigjort fra sine genbelåningsarrangementer vedrørende skibskreditter.

Det samme gentog sig forud for oprettelsen i 1975 af Dansk Eksportfinan-

[1]) Boligministeriet, september 1987. Udvalget havde departementschef Ole Zacchi, Boligministeriet, som formand.

sieringsfond. Også på dette område var Nationalbanken involveret i form af genbelåning af eksportkreditter.

Ved at koncentrere finansieringen på selvstændige institutter blev der samtidig mulighed for en mere præcis opgørelse af subsidieelementet ved disse finansieringsordninger.

For så vidt angår *Skibskreditfonden* blev det bærende element den fra 1. januar 1967 gældende ordning, hvorefter lånene finansieredes ved udstedelse af C-obligationer, der blev overtaget af Nationalbanken til parikurs. Obligationerne fik fra efteråret 1967 en pålydende rente på 5½ pct., således at fondens udlånsrente kunne ligge tæt på OECD-renten på 6 pct. Udlånsreglerne justeredes herefter løbende i overensstemmelse med de i OECD (og EF) aftalte vilkår for finansiering af skibe.

Samtidig udviklede der sig en sand rigdom af opfindsomhed ved opstilling af finansieringsmodeller i forbindelse med konkrete låneansøgninger. Finansieringen som helhed blev herved præget af en kompleksitet, der gjorde det vanskeligt at trænge igennem til det sande billede af støttens omfang.

Det var et vigtigt spørgsmål, hvad der kom ud af subsidieringen - samfundsøkonomisk og i relation til værfterne. Allerede i 1967 havde det daværende Handelsministeriums kontaktudvalg, der bestod af ministeriets departementschef og repræsentanter for værfterne og de på værfterne beskæftigede, foreslået en række rationaliseringsforanstaltninger f.eks. med hensyn til samarbejdsformer, faggrænser og lønsystemer.

Ved de efterfølgende fornyelser af skibskreditordningen lagde Nationalbanken stor vægt på, at produktivitetsforbedringerne blev videreført og styrket. Den almindelige OECD/EF-ordning kunne give en tiltrængt hjælp i en periode med skarp konkurrence fra især Korea og Japan, men for kraftige subsidier risikerede at forsinke rationaliseringsprocessen.

Nationalbanken var særlig kritisk over for den *hjemmemarkedsordning,* der blev indført i efteråret 1977, og som gav danske redere mulighed for at opnå 10-årige lån på op til 80 pct. af byggesummen. Debitorrenten, der på dette tidspunkt var 8 pct. p.a., blev videreført uændret. Året efter forbedredes ordningen yderligere ved forlængelse af løbetiden til 14 år med en afdragsfri periode på 4 år. I 1981 reduceredes løbetiden til 12 år og afdragsfriheden til 2 år, men alt i alt stadig en gunstig ordning med et betydeligt støtteelement.

Også andre stillede spørgsmålstegn ved det fornuftige i at gå så vidt. Dette skete på baggrund af andre landes mere radikale fremfærd, deriblandt Sverige, der efter en periode med voldsomt store subsidier skar så kraftigt ned, at alle store svenske værfter blev nedlagt, hvorefter arbejdskraft og øvrige ressourcer måtte søge anvendelse på andre, mere produktive områder.

I slutningen af december 1982 henstillede Nationalbanken til Industrimi-

nisteriet, at der blev gennemført en analyse, der kunne give grundlag for at vurdere de samfundsøkonomiske virkninger af støtteordningen, herunder værfternes værditilvækst og virkningen på import og beskæftigelse.

På baggrund af den almindelige interesse i en sådan undersøgelse fremkom Industriministeriets kontaktudvalg i oktober 1983 med en redegørelse, hvori man advarede mod isolerede danske skærpelser og i stedet foreslog, at vilkårene justeredes i takt med udviklingen i effektiviseringsprocessen og markedsforholdene.

Det vigtige spørgsmål om støttens størrelse sammenholdt med værditilvæksten blev omtalt, men uden nogen klar konklusion, hvilket måske også ville have været vanskeligt. Det fremgik af et par tabeller, at Nationalbankens kurstab i 1982 udgjorde 37 pct. af produktionsværdien, og endvidere, at importandelen af vareforbruget hos værfter og underleverandører var så høj som næsten 40 pct. af værditilvæksten.

Disse tal tydede på, at støtten var meget stor og næsten svarede til samtlige danske omkostninger, dvs. udgifter til lønninger samt materialer renset for importerede varer.

Det fremgik i øvrigt af redegørelsen, at situationen for værfterne betragtet enkeltvis var meget forskellig. For nogle var støtten ikke god nok, for andre mere end rigelig. Dette viste sig også i praksis ved de værftsnedlæggelser, der måtte gennemføres, herunder enkelte blandt de store.

Efter en række forhandlinger, der på Nationalbankens vegne blev ført af bankens repræsentant i fondens bestyrelse, nationalbankdirektør Ole Thomasen, indførtes i marts 1984 en midlertidig provision på 5 pct. - båret af fonden - ved Nationalbankens overtagelse af Skibskreditfondens obligationer. Ved samme lejlighed bortfaldt fondens administrationsbidrag på ½ pct., og samtidig forhøjedes den pålydende rente af obligationerne fra 7½ pct. til 8 pct. Vilkårene for låntagerne ændredes således ikke.

Baggrunden var Skibskreditfondens konsolidering, der havde nået et niveau, hvor man fandt yderligere reserveopbygning ufornøden. Hensigten var naturligvis tillige at søge Nationalbankens og dermed statens udgifter ved skibsfinansieringsordningen mindsket.

Dette blev taget til indtægt af regeringen, idet besparelsen blev gjort til led i regeringens samtidige plan for nedbringelse af underskuddet på statsfinanserne[1]). Et forslag fra regeringen om indførelse af stiftelsesgebyr ved ydelse af lån fra fonden (og ligeledes fra Eksportfinansieringsfonden) blev herefter opgivet.

Da forudsætningerne senere ændredes, suspenderedes overtagelsesprovisionen fra og med 1990. Skibskreditfonden var i mellemtiden blevet skatte-

---

[1]) Aftale om økonomisk-politiske foranstaltninger 1984 og 1985. Småtryk nr. 36, Finansministeriet, april 1984.

pligtig, og indførelsen af indekslån havde forøget fondens risici som følge af afdragsprofilen ved sådanne lån.

Som led i aftalen mellem regeringen og et flertal i Folketinget om udskydelse af den i det følgende omtalte aftrapningsordning for indekslån indførtes i marts 1992 en overtagelsesprovision på 5 pct. af det nominelle obligationsbeløb for de af Nationalbanken overtagne indeksobligationer gældende for årene 1993-95. Af hensyn til boniteten af fondens obligationer begrænsedes det samlede provisionsbeløb til højst at udgøre 100 mill.kr. i hvert af disse år. Det blev samtidig forudsat, at overtagelsesprovisionen kunne rummes inden for det enkelte års overskud.

Indeksfinansieringen var led i „værftspakken" fra august 1986. Fonden fik herved mulighed for at udstede *indeksobligationer* til finansiering af indekslån med en rente på 2½ pct. eller 4 pct. afhængig af reders valg (skattehensyn kunne være afgørende) og et indekstillæg på højst 3 pct. respektive 1½ pct. Eventuel indeksregulering herudover skulle dækkes af staten. Lånenes løbetid blev den samme som ved hjemmemarkedsordningen, der i 1985 igen var blevet forbedret til 14 år med 4 års afdragsfrihed. Indeksobligationerne blev gjort realrenteafgiftsfri og fri for kursavancebeskatning.

I lighed med, hvad der var tilfældet ved nominalforrentede obligationer, påtog Nationalbanken sig at købe indeksobligationerne til parikurs.

Indeksfinansieringen skubbede en del af den direkte subsidiering fra Nationalbanken over på staten. Støtten ændrede karakter fra kurstab til manglende skatteindtægter. Det efterhånden omfattende salg af skibsanparter trak ligeledes i retning af at øge statens skattemæssige engagement[1]). Endelig påtog staten sig en potentiel risiko ved selve indeksreguleringen.

Herefter svandt interessen for hjemmemarkedsordningen, der ophørte ved udgangen af 1988.

Også indekslåneordningen udløb på samme tid, men forinden havde Folketinget i november truffet beslutning om en aftrapning over en periode på 3 år. Det var hensigten, at der fra 1992 alene skulle ydes lån på almindelige OECD-vilkår. Da det senere viste sig, at den danske støtte lå betydeligt under det af EF tilladte, besluttede Folketinget i februar 1991 at skubbe aftrapningen et år og senere - i 1992 - at lempe aftrapningen yderligere. Med henblik på finansieringen heraf gennemførtes den ovenfor omtalte overtagelsesprovision.

Tendensen på området gik i retning af mere normale vilkår og dermed også ændrede forudsætninger for Skibskreditfondens virksomhed. I de interna-

[1]) I december 1984 gennemførte Folketinget en begrænsning af privates afskrivningsmuligheder i forbindelse med skibsleasing. I en efterfølgende undersøgelse kom professor Niels Blomgren-Hansen til det resultat, at leasing stadig var dyrere for staten end at forære skibet bort. Institut for nationaløkonomi, Handelshøjskolen i København. Arbejdspapir 85.2.

Tabel 6.7 Danmarks Skibskreditfond

Ultimo	Udlån	Reserver[1])	Cirkulerende obligationer (Nominel værdi)		Nationalbankens kurstab (akkumuleret over 5 år)[2])
			Serielån	Indekslån	
	Milliarder kroner				
1970	2,8	0,0	2,8	•	...
1975	6,5	0,2	6,5	•	...
1980	9,6	0,9	9,6	•	3,1
1985	21,8	3,6	22,3	•	6,0
1990	31,1	4,2	16,0	15,1[3])	0,1

Danmarks Skibskreditfond og Danmarks Nationalbank.

[1]) Herudover garantikapital, der ultimo 1990 udgjorde 300 mill.kr.

[2]) I perioden fra den 15. marts 1984 til slutningen af 1989 er kurstabene reduceret med overtagelsesprovision. Tallene angiver akkumulerede nettotab i årene 1976-80, 1981-85 og 1986-90.

[3]) Inkl. indekstillæg på 5,9 mia.kr.

tionale forhandlinger gik Danmark således ind for, at de enkelte landes subsidier reduceredes, i øvrigt med stærk støtte af Værftsforeningen, således at den rene konkurrence fik friere spil.

Omkring 1990 så det endvidere ud til, at de værste vanskeligheder var overstået. Produktivitetsforbedringer, specialisering og et forbedret internationalt nybygningsmarked tydede på, at der igen var fremgang i sigte. At krisen kom til at kradse, fremgår af beskæftigelsestallene. På værfter tilsluttet Skibsværftsforeningen faldt antallet af medarbejdere fra ca. 20.000 i 1975 til 7.000 i 1990.

For at få et indtryk af subsidiernes omfang påbegyndte Nationalbanken i 1974 en beregning af de kurstab, der var forbundet med overtagelsen af Skibskreditfondens obligationer. Tabel 6.7 indeholder nogle tal herfor. Oversigten viser, at kurstabene var særlig store i første halvdel af 1980'erne, dvs. i den periode, hvor udlånene steg stærkest, utvivlsomt som følge af de gunstige lånevilkår i disse år.

Som det ligeledes fremgår af tabellen blev næsten alle lån ydet som indekslån i de sidste år af 1980'erne. Ved udgangen af 1990 udgjorde det samlede udlån 31,1 mia.kr., hvoraf 22,6 mia.kr. var dækket af supplerende sikkerheder. Fonden havde således udviklet sig til et skibsfinansieringsinstitut, der efter fondens eget skøn kunne tælles blandt verdens største.

Med oprettelsen af *Eksportfinansieringsfonden* afsluttedes en lang periode med særordninger i Nationalbanken på dette område.

Allerede i 1952 blev der efter opfordring fra Handelsministeriet indført en

genbelåningsordning i Nationalbanken for kreditter garanteret af statens eksportkreditudvalg. Denne ordning bestod med visse ændringer indtil maj 1960, hvor den bortfaldt i forbindelse med indførelsen af pengeinstitutternes almindelige adgang til belåning af værdipapirer i Nationalbanken.

I september 1960 indførtes kreditbevisordningen, som i december 1972 blev erstattet med en låneordning, der imødekom eksportørernes ønske om at kunne kalkulere med en fast rente i hele eksportkredittens løbetid.

Industrien var imidlertid ikke tilfreds. Konjunkturtilbageslaget i forbindelse med oliekrisen havde ifølge industriens talsmænd skærpet den internationale konkurrence i en sådan grad, at dansk eksport af langfristede kapitalgoder var truet. Endvidere blev det gjort gældende, at andre lande havde langt gunstigere eksportfinansieringsordninger end Danmark.

Nationalbanken var selv opmærksom på problemet. Belåningsadgangen i Nationalbanken blev kun benyttet i ringe omfang, hvilket tydede på tilbageholdenhed fra bankernes side med ydelse af lange eksportkreditter. Nationalbanken havde derfor ved forskellige lejligheder skubbet til bankerne for at få dem til at indtage en positiv holdning til dette udlånsområde.

Efter drøftelser med forskellige parter kom Nationalbanken til det resultat, at en øget indsats nødvendiggjorde et særligt institut oprettet til formålet.

I begyndelsen af september 1974 havde Nationalbanken samtaler herom med repræsentanter for Industrirådet, hvis formand, direktør H. Brüniche-Olsen, den 24. samme måned fremsendte et notat, hvori man præciserede problemerne, sådan som industrien så dem. Sagt i korthed ønskede industrien en forbedring af fastrenteordningen samt en kurssikringsordning, der kunne dække de valutakursrisici, der var forbundet med ydelsen af lange eksportkreditter og med hjemtagelsen „på hele samfundets vegne" af finanslån fra udlandet.

På et møde hos handels- og økonominister P. Nyboe Andersen den 25. september, hvori også deltog statsminister Poul Hartling, finansminister Anders Andersen og arbejds- og boligminister Johan Philipsen, redegjorde Nationalbanken for sine tanker om et selvstændigt institut, der i samarbejde med Nationalbanken og pengeinstitutterne skulle deltage i finansieringen af langfristede eksportkreditter på basis af kapital fremskaffet ved låntagning i indlandet og udlandet og ved midler stillet til rådighed af Nationalbanken. Regeringen støttede ideen og erklærede sig villig til om fornødent at lovgive på området, men „nærede intet direkte ønske herom".

Den 27. september kom bestyrelsen for Danske Bankers Fællesrepræsentation til møde i Nationalbanken, hvor man fik planen forelagt. Såfremt bankerne accepterede at gå ind i snarlige forhandlinger om deltagelse i en sådan ordning, ville Nationalbanken i afventning af resultatet med øjeblikkelig virkning gennemføre en række lempelser i den bestående genbelåningsordning. Bankerne indvilgede heri. De bebudede lempelser blev herefter offent-

liggjort samme dag[1]). Sparekasserne tilkendegav efterfølgende, at også de ønskede at blive inddraget i forberedelserne.

Efter nogle måneders forhandlinger blev der enighed om oprettelsen af Dansk Eksportfinansieringsfond, der stiftedes som et selvstændigt institut den 19. marts 1975[2]). Garantikapitalen blev på 100 mill.kr. Nationalbanken tegnede 40 mill.kr., bankerne ligeledes 40 mill.kr. og sparekasserne 20 mill.kr.

Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, der havde deltaget i forarbejderne, valgtes til direktion for fonden. Administrationen tilrettelagdes således, at hovedparten af sagsbehandlingen kom til at foregå i de låneformidlende pengeinstitutter.

Fonden fik til formål at medvirke ved finansieringen af den langfristede kreditgivning i forbindelse med danske virksomheders eksport af kapitalgoder bortset fra skibe. Finansieringen kom til at omfatte såvel sælger- som køberkreditter med mindst 2 års løbetid. De første 1½ år af kredittiden krævedes finansieret uden for fonden, dvs. på normale rentebetingelser.

Udlånsvilkårene skulle foreløbig svare til de gældende vilkår for Nationalbankens genbelåning af eksportkreditter. Udlånsrenten fastsattes til 8½ pct. og renten ved refinansieringen i Nationalbanken til 8 pct. (diskontoen var i begyndelsen af 1975 på 9 pct.). Rentevilkårene skulle være uændret i hele kredittens løbetid. Dette forlangtes også for renten i de første 1½ år af kredittiden.

Fondens krav skulle dækkes ved garanti fra bl.a. Eksportkreditrådet. Nationalbanken stillede midler til rådighed, således at fonden kunne opfylde sit formål, dække omkostningerne og opnå en vis konsolidering.

I de følgende år lempedes reglerne på forskellig vis bl.a. efter henstilling fra Industrirådet. Som led i det politiske forlig i august 1976 slækkedes der på reglen om, at de første 1½ år af kredittiden skulle finansieres uden for fonden.

I april 1977 optog fonden sit første udenlandske lån. Nationalbanken holdt fonden skadesløs for eventuelle tab i forhold til fondens låntagning i Nationalbanken. Garantien var oprindelig asymmetrisk i den forstand, at fonden kunne beholde eventuelle gevinster, men blev i februar 1982 gjort symmetrisk, efter at fondens egenkapital var bragt op på et tilfredsstillende niveau.

Senere i 1977 sænkedes fondens rentesatser, som dermed blev bragt på linje med de minimumssatser (concensus-renter), der indeholdtes i OECD-

---

[1]) Nationalbankens årsberetning 1974, bilag 2.

[2]) Fondens første formand blev direktør A. W. Nielsen. Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer blev næstformand.

landenes aftaler om retningslinjer for offentlig støtte på eksportkreditområdet. Dette skete i forbindelse med regeringens beskæftigelsesplan fra august 1977, der også førte til indførelsen af de tidligere omtalte K-lån.

I marts 1980 fik Eksportfinansieringsfonden mulighed for at yde lån i fremmed valuta. Efter en periode, hvor udlån ved eksport til EF-lande blev refinansieret til en rente svarende til den 5-årige SDR-rente, ændredes rentegrundlaget i juli 1984 til de satser, som var gældende for lavrentevalutaer i henhold til consensus-aftalen. Dette skete efter påkrav fra EF-Kommissionen, der ikke kunne acceptere SDR-renten, der var væsentlig lavere end consensus-renten.

I april 1984 sænkedes fondens rentemarginal fra 0,5 til 0,3 pct. Som tidligere nævnt var der overvejelser i regeringen om indførelse af stiftelsesgebyrer ved fondens udlån som led i regeringens bestræbelser på at begrænse budgetunderskuddet. Af forskellige grunde gik Nationalbanken imod dette forslag – i øvrigt med støtte fra Industriministeriet. Da fondens nyudlån var begyndt at stabilisere sig, og da fondens behov for forøgelse af egenkapitalen derfor var mindre end tidligere, nedsattes til gengæld fondens rentemarginal.

Som følge af rentefaldet i Danmark og efter overgangen til udlån på concensus-vilkår blev det efterhånden mindre fordelagtigt at gøre brug af fondens lånefaciliteter. Fondens udlånsvirksomhed svandt derfor efterhånden ind. Den faldende eksport af langfristede kapitalgoder havde også betydning herfor. Det blev mere almindeligt, at pengeinstitutterne selv ydede de kreditter, der var behov for. Dette lå helt på linje med Nationalbankens holdning,

Tabel 6.8 Dansk Eksportfinansieringsfond

Ultimo	Udlån	Reserver[1])	Udenlandske lån[2])	Gæld til Nationalbanken	Valutakursregulering på Nationalbankens regnskab (akkumuleret)
	Milliarder kroner				
1975	0,1	—	—	0,1	—
1980	3,2	0,1	2,6	0,5	0,1
1985	9,6	0,3	6,5	2,8	1,6
1990	5,0	0,4	3,5	1,2	0,5

Dansk Eksportfinansieringsfond og Danmarks Nationalbank.

[1]) Herudover garantikapital på 100 mill.kr.

[2]) Optagelseskurser.

nemlig at specialinstitutter må vige, når deres aktiviteter lige så vel kunne udføres af det almindelige banksystem på normale vilkår.

I tilslutning hertil blev det i september 1987 besluttet, at fondens egenkapitalopbygning skulle begrænses. Rentemarginalen nedsattes til nul, hvorefter forrentningen af egenkapitalen blev fastsat af Nationalbanken, således at overskuddet i fonden begrænsedes til 5-10 mill.kr. før skat.

Faldet i udlånsaktiviteten fremgår af tabel 6.8. Af det samlede udlån ved udgangen af 1990 på 5,0 mia.kr. var 3,5 mia.kr. finansieret ved lån i udlandet og 1,2 mia.kr. ved gæld til Nationalbanken. Fondens garantikapital og reserver androg 0,5 mia.kr. I årene til og med 1984 havde Nationalbanken tab på bankens garantistillelse for fondens udenlandske lån. Derefter fremkom der en nettoindtægt.

Sedler og mønt

Det er en vigtig opgave for Nationalbanken at holde orden i seddel- og møntvæsenet. Dette kræver ikke alene seddel- og møntpleje i det daglige for at bevare kvaliteten i omløbet af kontanter, men også at der med visse mellemrum udsendes nye seddel- og møntserier.

Sikkerhedsmæssige krav til pengesedler gør det nødvendigt, at der indimellem sker fornyelser og forbedringer, og perioder med inflation og dermed formindskelse af betalingsmidlernes købekraft skaber behov for ændringer i såvel seddel- som møntserierne ved fjernelse af de mindste værdier og tilføjelse af nye højere værdier.

Ifølge pgf. 8 i lov om Danmarks Nationalbank er Nationalbanken enebe-rettiget til at udstede pengesedler. Sedlernes „pålydende, affattelse og udseende" skal godkendes af Den Kgl. Bankkommissær. Fremstilling af mønter påhviler statsmagten. Ifølge grundlovens pgf. 26 er det Kongen, som har „ret til at lade slå mønt i henhold til loven".

I 1952 påbegyndtes udgivelsen af en ny seddelserie til afløsning af de sedler, der var sat i omløb ved pengeombytningen i 1945[1]). De nye sedler indeholdt på forsiden portrætter af kendte danskere med afbildninger i tilknytning hertil, for nogles vedkommende udført af tegneren Ib Andersen, der ligeledes stod for tegningerne på sedlernes bagside. F.eks. viste tieren, også kaldet eventyrtieren, et portræt af H. C. Andersen med et stik på højre del af forsiden af storkereden i Asminderød i Nordsjælland. Bagsiden viste et landskab med Egeskov Mølle fra Kværndrup Sogn på Sydfyn. Femkronesedlen, der sammen med tikronesedlen blev udgivet først, afløstes efterhånden af den femkronemønt, der sattes i omløb i 1961. Serien afsluttedes i 1964 med

[1]) Nationalbankens årsberetning 1952, side 28-29, og årsberetning 1953, side 31. Leo Hansen „Danmarks officielle Pengesedler 1713-1983", Dansk Numismatisk Forening 1983.

udgivelsen af en 500-krone-seddel, der som en veneration over for ældre tider viste en „plovmand" på højre del af forsiden.

I 1974 fornyedes pengesedlerne igen[1]). Dette skete ved udgivelsen af „serie 1972", der oprindelig omfattede sedler i størrelsen 10, 50, 100, 500 og - som noget nyt - 1.000 kroner. Tikronesedlen afløstes i 1980 af en tikronemønt, og der blev samtidig udsendt en ny tyvekroneseddel, som i 1990 blev afløst af en tyvekronemønt.

Hovedelementet på sedlernes forside blev portrætter graveret på grundlag af malerier af portrætmaleren Jens Juel. På bagsiden blev gengivet dyrevignetter efter akvareller og tegninger af maleren Johannes Larsen og tegneren Ib Andersen. De to gråspurve på den senere tyvekroneseddel tegnedes af tegneren Gunnar Andersen, Nationalbankens seddeltrykkeri.

Sedlernes indbyrdes størrelse og den indbyrdes størrelse af mønter er naturligvis af stor betydning for en hensigtsmæssig afvikling af kontante betalinger. Endvidere må sedler erstattes af mønt, når prisudviklingen taler for det, og mønter, der af samme grund stort set er blevet værdiløse, må udgå. Omkostningsmæssige overvejelser vedrørende de relative udgifter ved fremstillingen af sedler og mønt sammenholdt med den langt længere levetid for mønter end for sedler spiller også en rolle i denne forbindelse. Indretningen af seddel- og møntserier må således ses i sammenhæng med hinanden. Tilsvarende indeholder selve produktionen af sedler og mønt elementer, såvel af teknisk, sikkerhedsmæssig som kunstnerisk art, der gør en samordning naturlig og nødvendig.

---

[1]) Nationalbankens årsberetning 1974, side 105. Gunnar Andersen „Pengesedler", Danmarks Nationalbank 1974 og 1980.

Det var på denne baggrund, at forvaltningen af Den Kgl. Mønt efter Finansministeriets anmodning blev overført til Nationalbanken med virkning fra 1. januar 1975[1]). Overflytningen skyldtes tillige - og ikke mindst - at der tiltrængtes en rationalisering af møntproduktionen. Nationalbanken fandt hurtigt frem til, at dette nødvendiggjorde en udflytning fra Amager Boulevard, hvor Mønten hidtil havde haft til huse, til bedre egnede produktionslokaler, og i den anledning opførtes i Glostrup en ny fabriksbygning, som blev taget i brug i sommeren 1978.

Det lovmæssige grundlag for overflytningen var pgf. 8 i møntloven af 24. maj 1972[2]). Ved denne lov gennemførtes der samtidig en forenkling i forhold til den tidligere lov, hvis grundelementer stammede fra den oprindelige møntlov fra 1873. Bestemmelser om mønternes udformning blev herefter ikke længere et folketingsanliggende, men kunne fremover fastlægges i en kongelig anordning. Folketinget skulle dog fortsat godkende møntrækken og ændringer heri. Også dette krav sløjfedes imidlertid, nemlig i 1988, hvor industriministeren fik bemyndigelse til efter forhandling med Nationalbanken at indføre nye møntværdier.

I 1973 afskaffedes 1- og 2-øren. Det skete i forbindelse med gennemførelsen af den nye møntlov. Der gik herefter godt og vel 15 år, før man fik den gennemgribende møntreform[3]). Denne indledtes i sommeren 1989 med afskaffelsen af 5- og 10-øren og introduktionen af de første mønter i den nye møntserie. Ved reformen blev der skabt en sammenhængende møntrække med nye mønter af et udseende og en størrelse og farve, som skulle gøre det lettere at skelne dem fra hinanden. Tegneren Johan Alkjær stod for den kunstneriske udformning i samarbejde med medaljør Jan Petersen. Dronningens profilportræt på 10-kronen og 20-kronen udførtes af billedhuggeren Hanne Varming.

Det spørgsmål har ofte været stillet, om ikke de moderne betalingsmidler, Dankortet og andre elektroniske betalingsoverførsler, vil reducere anvendelsen af kontanter. Dette ser ud til at være tilfældet, når man ser på omløbet af sedler og mønt sat i forhold til bruttonationalproduktet udtrykt i løbende priser, således som det fremgår af tabel 6.9.

Det betydelige fald fra 7,0 pct. i 1960 til 4,9 pct. i 1970 må utvivlsomt sættes i forbindelse med anvendelsen af lønmodtagerkonti, der introduceredes i disse år og herefter fik en kraftig udbredelse. Det noget svagere fald derefter

---

[1]) Nationalbankens årsberetning 1974, side 104-105, og årsberetning 1975, side 113-114. „Den kongelige Mønt", Danmarks Nationalbank 1983. Fhv. underdirektør Børge Christiansen blev udpeget som Nationalbankens kommitterede ved Mønten. Han afløstes i 1980 af chefen for bankens seddeltrykkeri, civilingeniør Niels Nørregaard Rasmussen.

[2]) Nationalbankens årsberetning 1972, side 59.

[3]) Nationalbankens årsberetning 1989, side 50-54, og årsberetning 1990, side 53-55. „Forslag til ny møntrække", Danmarks Nationalbank 1988.

Seddelserie 1952:

Seddelserie 1972:

Mønter omkring 1960:

Ny møntrække:

Ny hovedbygning:

Tabel 6.9 Seddel- og møntomløb

Ultimo	Sedler	Mønt	I alt	I procent af BNP
	Milliarder kroner			
1960	3,0	0,1	3,1	7,0
1970	5,4	0,4	5,8	4,9
1980	12,9	1,2	14,1	3,8
1990	24,5	2,5	27,0	3,3

Danmarks Nationalbank.

kunne tyde på en vis stabilisering i brugen af kontanter, der har en naturlig funktion ved mindre indkøb.

Sammenlignes „horisontalt" med den stigende anvendelse af andre betalingsformer, kommer sedler og mønt - som en konsekvens af de moderne „papirløse" betalingssystemer - klart til kort. Disse systemer er omtalt i afsnittet om „Betalingsformidling" side 377 ff.

Nationalbankens bygning og filialer

Det gamle hovedsæde - Herholdts bygning opført i årene 1865-70 - var formentlig for de fleste indbegrebet af Danmarks Nationalbank, men de færreste vidste, at bygningen i realiteten kun rummede indgangspartiet samt på 1. sal seddeltrykkeriet og herudover enkelte lokaler, som det var svært at benytte, når trykkemaskinerne var i gang.

Det bagved liggende ekspeditionslokale med tilstødende kontorer var en tilbygning, og det samme gjaldt sidehuset over for Holmens Kirke, der bl.a. rummede direktionskontorerne og enkelte andre lokaler. Dette hus var opført af arkitekten Martin Borch i årene 1913-17. En stor del af bankens aktiviteter foregik i ejendommen rundt om Havnegade. Denne ejendom, der på nødtørftig vis var ombygget til kontorformål, var så skrøbelig, at den senere, da den blev udsat for nedrivningsfolkenes „kanonkugle", faldt sammen som et korthus.

Der var alligevel atmosfære i det gamle bankkompleks, og det stivede af, når man gjorde sin entré ad hovedindgangen i Holmens Kanal med våbenskjoldet omkranset af egeløv anbragt oven over den massive indgangsdør. Det ydre kunne diskuteres, men indenfor faldt blikket på smukke mahognipaneler, fint udskårne døre, messingbeslag, vægdekorationer, stukkatur i loftet og søjler og kapitæler. Men det hele var - desværre - efterhånden blevet uegnet til formålet.

Bankens ledelse havde længe gået i byggetanker og i den anledning opkøbt naboejendomme, når lejligheden bød sig. I 1961 besluttede repræsentantskabet at udskrive en arkitektkonkurrence, der som bekendt blev vundet af professor Arne Jacobsen. Det senere forløb kom ikke til at gå stille af. Der var

mange, der mente, at det var en skændsel at nedrive hovedbygningen, som de følte var bevaringsværdig og i hvert fald var blevet en del af byen. Andre var oprørte over udsigten til, at husrækken langs Havnegade skulle væk. Omvendt var der mange, som i Arne Jacobsens projekt så en tiltrængt fornyelse - man kunne næsten sige forfinelse - af kvarteret.

Ledelsen stod fast, men måtte spejlvende byggeriet for at ride stormen af. Det var oprindelig meningen, at indgangspartiet skulle vende ud imod Holmens Kanal og seddeltrykkeriet placeres „i bunden" ud mod Havnegade. Nu blev det omvendt. Herved undgik man straks fra byggeriets begyndelse at nedrive Herholdts bygning, der således fik lov at stå i endnu nogle få år.

Efter de fornødne forberedelser påbegyndtes i 1965 første etape af byggeriet, der således først og fremmest kom til at rumme det nye seddeltrykkeris lokaliteter. Denne del blev taget i brug i foråret 1971. Efter professor Arne Jacobsens død i marts 1971 videreførtes byggeriet af arkitekterne Hans Dissing og Otto Weitling. Anden etape, der indeholdt kontorer, ekspeditionslokale og boksanlæg, påbegyndtes i begyndelsen af 1972 og færdiggjordes i sommeren 1976. Tredje og sidste etape, der rummede sikrede gårde for pengetransporten og et parkeringsanlæg i underetagen, påbegyndtes i oktober 1976 og afsluttedes ved udgangen af 1978.

Det samlede kompleks, der blev på 48.131 etagemeter, kom i byggeomkostninger (inklusive honorarer mv., men eksklusive moms) til at koste i alt 297 mill.kr. Den udgiftsmæssige styring af byggeriet påhvilede især nationalbankdirektør Frede Sunesen med støtte af den daværende leder af bankens økonomikontor, underdirektør Cyril Bendtz.

Bygningen er nærmere beskrevet i den af Nationalbanken i 1983 udgivne publikation „Nationalbankens bygning".

Nationalbanken havde oprindelig 6 filialer[1]), jf. nedenstående oversigt:

	Oprettet	Nedlagt
Flensborg	1844	1939
Nykøbing Falster	1882	1964
Kolding	1901	1968
Ålborg	1881	1972
Århus	1837	1989
Odense	1901	1989

Filialerne udførte i mange år almindelige bankforretninger for private navnlig i form af udlån og vekseldiskonteringer for erhvervslivet. Efterhån-

[1]) Om filialoprettelser, se Svend Aage Hansen, Dansk Pengehistorie 1818-1914, side 224, 337 og 364.

Gl. hovedbygning:

Nationalbankens filialer:

Flensborg

Nykøbing Falster

Nationalbankens filialer:

Kolding

Ålborg

Nationalbankens filialer:

Århus

Odense

den som det private bankvæsen udvikledes, formindskedes disse forretninger, og de ophørte – som tidligere nævnt – helt i 1967.

Filialernes funktioner begrænsedes herefter stort set til betjening af lokale pengeinstitutter, bl.a. ved rediskontering af veksler, ydelse af intradekreditter og anden form for udlån, samt ved distribution af sedler og mønt. Af rationaliseringshensyn overførtes udlånsopgaverne efterhånden til hovedsædet, således at filialernes arbejdsområde i alt væsentligt indskrænkedes til distribution og behandling af sedler og mønt. Også denne arbejdsopgave overførtes til hovedsædet, da den teknologiske udvikling gjorde det rationelt at gå over til maskinel behandling af sedler i stedet for den hidtil anvendte manuelle seddelsortering mv.

Flensborg-filialens historie blev særlig bevæget. Som følge af de nationale begivenheder og skiftende økonomiske vilkår førte filialen i mange år en omtumlet tilværelse, men rettede sig omkring århundredskiftet. Den politiske omvæltning i Tyskland i 1933 skabte nye problemer, og da Nationalbanken i Kjøbenhavn, der var et aktieselskab, i 1936 blev omdannet til den selvejende Danmarks Nationalbank, fandt man tiden inde til en afvikling. Den danske finansielle tilstedeværelse i Flensborg blev videreført af den danskledede Union-Bank, der i forbindelse med filialnedlæggelsen fik finansiel støtte fra Nationalbanken. Efter fornøden ombygning bekostet af Nationalbanken overtog Union-Bank endvidere filialens centralt placerede ejendom, Storegade 2, og dermed tillige dens banklokaler[1]).

Nogle få år før – i 1935 – var en anden bank, som Nationalbanken havde interesser i, trådt i likvidation, nemlig Den Dansk-Vestindiske Nationalbank. Denne bank var blevet stiftet i 1904 af Nationalbanken, Privatbanken, Landmandsbanken og Handelsbanken. Den havde eneret på for et tidsrum af 30 år at udstede sedler på øerne.

De senere filialnedlæggelser var som nævnt motiveret af rationaliseringshensyn. Ved Nykøbing Falster-filialens ophør i 1964 overførtes dens arbejdsopgaver til hovedsædet. Ved nedlæggelserne i 1968 og 1972 af henholdsvis Kolding og Ålborg filialerne udvidedes de tilbageværende filialers geografiske områder tilsvarende indtil det endelige filialophør i 1989 ved nedlæggelsen af filialerne i Århus og Odense.

Filialbygningen i Nykøbing Falster, der var beliggende Dronningensgade 24, blev overtaget af kommunen. Det samme blev tilfældet ved nedlæggelsen af filialen i Kolding, der havde til huse Jernbanegade 29. Bygningen i Ålborg, Gl. Torv 4, blev overtaget af Tinglysningskontoret, mens bygningerne

---

[1]) Omstændighederne omkring oprettelsen af filialen i Flensborg, dens virksomhed efter udskillelsen af hertugdømmerne fra det danske monarki efter krigen i 1864 samt filialens videre skæbne indtil dens nedlæggelse i 1939 er skildret af Ove Hornby i bogen „Striden om Filialen", Flensborg 1975. Se også Hans Erik Hansen „Union-Bank" 1875-1975, Flensborg 1975.

i Århus, Bispegade 2, og Odense, Munkerisvej 1, blev overtaget af henholdsvis Nykredit og Top-ejendom A/S. Ved nedlæggelserne var der i de fem filialer tilsammen beskæftiget knap 100 medarbejdere.

Det kunne ikke undgås, at de lokale pengeinstitutter var kritiske over for at miste nærheden af en nationalbankfilial. Denne tilstedeværelse havde hidtil gjort det muligt for dem at arbejde med en forholdsvis lille kassebeholdning og dermed at opnå en rentefordel, som i øvrigt fjernere beliggende pengeinstitutter ikke havde.

Dette problem blev afhjulpet ved den kontantdepotordning, der blev påbegyndt i 1989, hvorved forsyningen med kontanter på lokalt plan ikke alene lettedes, men der opnåedes tillige sikkerhedsmæssige fordele ved nedbringelse af antallet af seddeltransporter. Der sigtedes mod at oprette ca. 20 sådanne depoter med lokale pengeinstitutter som depotsteder, hvor andre pengeinstitutter samt posthuse dagligt kunne indlevere og få udleveret sedler. De kontante midler ville således i højere grad end tidligere komme til at cirkulere i de lokale områder[1]).

Internationale valutaforhold

Udviklingen på valutamarkederne var præget af de meget store kursudsving mellem hovedvalutaerne, således som det fremgår af figur 6.6, der viser ændringerne i Frankfurt for sterling, yen og dollar siden begyndelsen af 1970, og af figur 6.7, der viser ændringerne i København for D-mark, sterling og dollar.

Indtil begyndelsen af 1973 svækkedes dollaren og sterling over for D-mark og yen med ca. 20 pct., hvilket dengang formentlig forekom rimeligt. Men senere fortsatte faldet indtil slutningen af 1970'erne, hvorefter dollaren steg kraftigt indtil begyndelsen af 1985. Også yen styrkedes, mens sterling svækkedes jævnt hen ad vejen. Derefter indledte dollaren et lige så kraftigt fald indtil 1988, hvorefter kursen stabiliseredes nogenlunde. Yen fortsatte stigningen indtil 1989, hvor der igen indtrådte et fald.

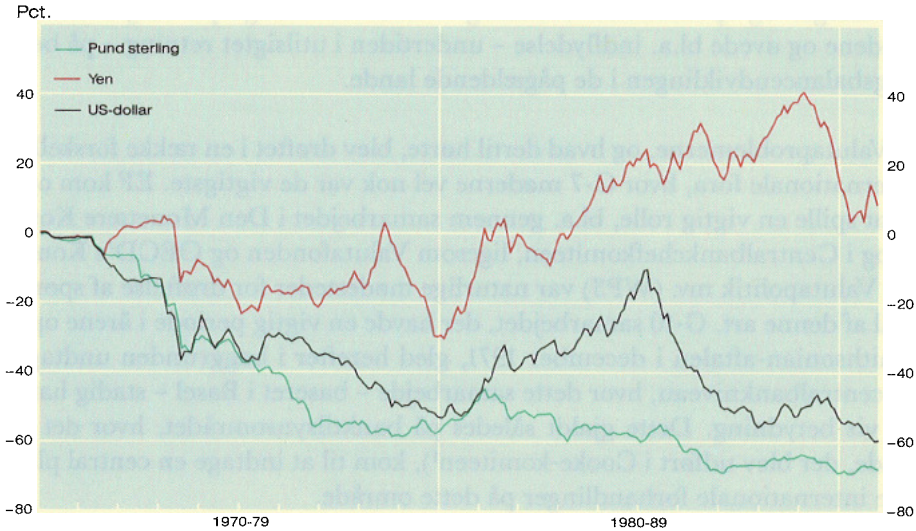
I København nåede dollarkursen den 31. oktober 1978 ned på 4,81 kr. pr. dollar. Den toppede den 26. februar 1985 med 12,43 kr. pr. dollar. Siden stabiliseredes kursen på 6-7 kr. pr. dollar.

I Europa medførte det stedse snævrere valutasamarbejde inden for EMS og den heraf følgende øgede integration, at systemet som helhed, der i 1989 og de første år af 1990'erne kom til at omfatte samtlige EF-valutaer undtagen den græske drachme, blev opfattet som en blok med samlet flydning over for dollar og yen. D-marken var dog stadig den centrale valuta.

Indtrykket af figurerne er voldsomme kursbevægelser, til tider så voldsom-

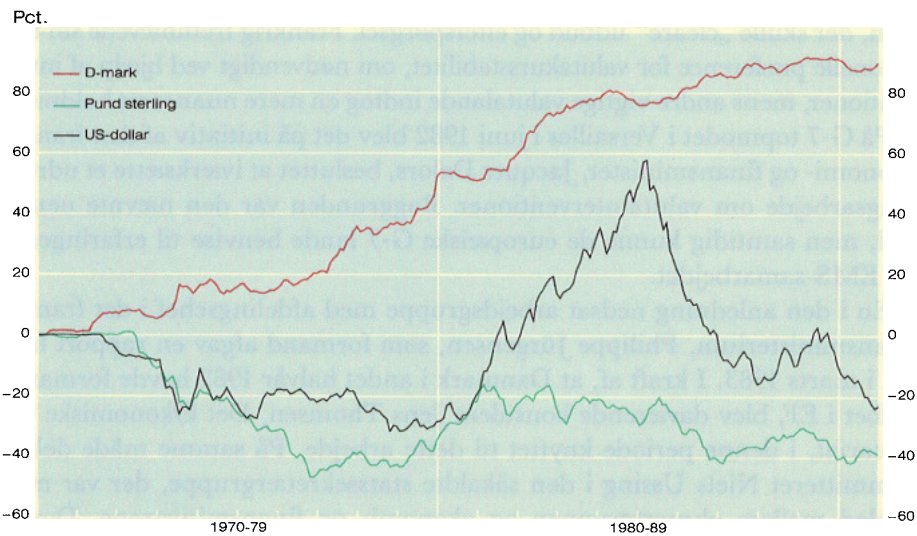
[1]) Nationalbankens årsberetning 1989, side 56.

Figur 6.6 Valutakursudviklingen i Frankfurt for pund sterling, yen og dollar 1970-1990



Danmarks Nationalbank.
Månedsgennemsnit for de anførte valutaer over for D-mark. Figuren viser, hvor mange procent kurserne er ændret i forhold til primo 1970.

Figur 6.7 Valutakursudviklingen i København for D-mark, pund sterling og dollar 1970-1990



Danmarks Nationalbank.
Månedsgennemsnit for de anførte valutaer over for kronen. Figuren viser, hvor mange procent kurserne er ændret i forhold til primo 1970.

me, at de tilsyneladende mistede forbindelsen med udviklingen i de realøkonomiske forhold og fik karakter af rent finansielle fænomener styret af forventninger og spekulation. Samtidig virkede de tilbage på konjunkturforholdene og øvede bl.a. indflydelse - undertiden i utilsigtet retning - på betalingsbalanceudviklingen i de pågældende lande.

Valutaproblemerne, og hvad dertil hørte, blev drøftet i en række forskellige internationale fora, hvor G-7 møderne vel nok var de vigtigste. EF kom også til at spille en vigtig rolle, bl.a. gennem samarbejdet i Den Monetære Komité og i Centralbankchefkomiteen, ligesom Valutafonden og OECD's Komité for Valutapolitik mv. (WP3) var naturlige mødesteder for drøftelse af spørgsmål af denne art. G-10 samarbejdet, der havde en vigtig periode i årene op til Smithsonian-aftalen i december 1971, gled herefter i baggrunden undtagen på centralbankniveau, hvor dette samarbejde - baseret i Basel - stadig havde en vis betydning. Dette gjaldt således på banktilsynsområdet, hvor det arbejde, der blev udført i Cooke-komiteen[1]), kom til at indtage en central plads i de internationale forhandlinger på dette område.

Der var især to problemer, der optog sindene, nemlig tilpasningsprocessen i form af generelle økonomiske indgreb med det formål på længere sigt at skabe ligevægt mellem valutaerne, og den kortsigtede stabilisering, hvor midlerne især var renteændringer og interventioner i valutamarkederne.

Forhandlingerne var oprindelig præget af USA's afvisende holdning over for direkte indgreb i valutamarkederne. Reagan-administrationen, der overtog ledelsen i USA i 1981, var af den opfattelse, at det alene var markedsmekanismen, der skulle „cleare" udbud og efterspørgsel. Frankrig fremhævede sin traditionelle præference for valutakursstabilitet, om nødvendigt ved hjælp af interventioner, mens andre vigtige valutalande indtog en mere nuanceret holdning.

På G-7 topmødet i Versailles i juni 1982 blev det på initiativ af den franske økonomi- og finansminister, Jacques Delors, besluttet at iværksætte et udredningsarbejde om valutainterventioner. Baggrunden var den nævnte uenighed, men samtidig kunne de europæiske G-7 lande henvise til erfaringerne fra EMS-samarbejdet.

En i den anledning nedsat arbejdsgruppe med afdelingschef i det franske finansministerium, Philippe Jürgensen, som formand afgav en rapport herom i marts 1983. I kraft af, at Danmark i andet halvår 1982 havde formandskabet i EF, blev daværende konsulent Jens Thomsen, Det Økonomiske Sekretariat, i denne periode knyttet til dette arbejde. På samme måde deltog kommitteret Niels Ussing i den såkaldte statssekretærgruppe, der var mellemled mellem ekspertgruppen og økonomi- og finansministrene. Denne gruppe havde den amerikanske vicefinansminister, Beryl Sprinkel, og gene-

[1]) Navnet hidrører fra Komiteens daværende formand, Peter Cooke, Bank of England.

raldirektør i det franske finansministerium, Michel Camdessus, som sideordnede formænd.

Det er synd at sige, at der kom meget ud af disse anstrengelser. Rapporten afspejlede den fortsatte uenighed om det principielle spørgsmål - nytten af officielle interventioner. Erfaringerne blev gennemgået i kasuistisk form uden at bringe noget egentlig nyt.

Det vigtigste for stabilisering af valutaforholdene var, hed det, den almindelige økonomiske politik, specielt pengepolitikken eventuelt kombineret med ikke-steriliseret intervention, dvs. officielle køb og salg i valutamarkedet, hvor man undlader at neutralisere interventionens indenlandske likviditetsvirkning. Indgrebene havde ofte haft karakter af „leaning against the wind". Effekten ville være større, hvis man ved interventioner støttede en udvikling, der allerede var i gang. Altså for det meste observationer, der forekom ret så selvfølgelige.

Rapporten blev drøftet på et møde i Washington i april 1983 mellem G-7 landenes finansministre og centralbankchefer. Der blev efter mødet udsendt en pressemeddelelse, som efter sit indhold ikke var ganske negativ, men heller ikke sagde stort mere end den strategi, man var blevet enige om på topmødet i Rambouillet i 1975. Efterfølgende gav den amerikanske finansminister, Donald Regan, over for pressen udtryk for, at uanset pressemeddelelsens ordlyd var der ikke rokket ved det hidtidige amerikanske standpunkt.

Et par år senere forelå en anden international rapport om valutaproblematikken. Denne gang kom initiativet fra 10-landegruppen, hvis stedfortræderudvalg under ledelse af generaldirektør Lamberto Dini, Banca d'Italia, i juni 1985 forelagde et arbejde om „The functioning of the International Monetary System". Rapporten blev imødeset med en vis forventning, men heller ikke her fremkom der synspunkter, der ikke stort set var kendt i forvejen.

Nok så væsentlige var dagligdagens problemer. Dollarens himmelflugt indtil 1985 skabte vanskeligheder i USA. Konkurrenceevnen svækkedes, USA's betalingsbalance viste store underskud, og der opstod et pres for protektionistiske foranstaltninger. Modstykket var store betalingsbalanceoverskud andetsteds, først og fremmest i Japan og Tyskland.

Især fra europæiske centralbankers side blev der gjort en indsats for at glatte ud. Det var som regel Den tyske Forbundsbank, der førte an fulgt af andre centralbanker, deriblandt Nationalbanken. Renten blev også anvendt. Men virkningen måtte nødvendigvis blive begrænset, så længe den anden part - USA - var passiv.

Det hjalp, da James Baker overtog det amerikanske finansministerium ved begyndelsen af Ronald Reagans anden præsidentperiode i januar 1985. Endvidere blev Beryl Sprinkel erstattet af David Mulford. Dette sammen med presset i Kongressen for gennemførelse af protektionistiske foranstaltninger

medførte en mere smidig amerikansk holdning til de internationale valutariske og finansielle problemer.

Dette kom klart til udtryk ved Plaza-mødet i New York i september 1985 mellem G-5 landenes finansministre og centralbankchefer[1]), hvor der var enighed om at tillægge udviklingen i valutakurserne større vægt end tidligere ved udformningen af den økonomiske politik. Dollarkursen skulle søges nedbragt, og med dette formål for øje ville USA deltage i interventionspolitikken på lige fod med de øvrige lande.

Det lå på linje med USA's mere engagerede holdning, da James Baker ved Valutafondens og Verdensbankens årsmøder i Seoul måneden efter fremlagde sin plan for afhjælpning af de værste problemer i de 15 mest forgældede - især latinamerikanske - mellemindkomstlande. Gældsproblemerne var blevet et hovedemne under Valutafondens og Verdensbankens årsmøder i Toronto i efteråret 1982, men uden at der siden var tilrettelagt en egentlig gældsstrategi[2]).

Ved G-7 topmødet i Tokyo i maj 1986 besluttedes det at styrke den fælles økonomiske overvågning ved anvendelse af nogle få centrale økonomiske indikatorer.

Ved et møde i Louvre i februar 1987 blev linjen fra Plaza-mødet fulgt op med retningslinjer for tilpasningsprocessen med henblik på stabilisering af dollarkursen. USA skulle stramme finanspolitikken og Japan og Tyskland føre en mere ekspansiv økonomisk politik.

Den amerikanske centralbanks resolutte indgriben under krisen på de amerikanske aktiebørser i oktober 1987, bl.a. med det formål at imødegå internationale uheldige virkninger, var ligeledes udtryk for en mere aktiv og internationalt orienteret linje i amerikansk økonomisk politik.

Uanset de mange møder og kontakter kunne det knibe med at skabe overensstemmelse mellem indgreb i valutamarkederne og de ændringer, der blev foretaget i de officielle rentesatser. Var dollaren under pres og havde behov for støtte, var det ikke netop hjælpsomt, hvis Japan og Tyskland - hvad undertiden skete, men selvfølgelig af andre grunde - forhøjede deres rentesatser.

Det blev efterhånden almindelig anerkendt, at interventioner kunne være nyttige og efter omstændighederne virke efter hensigten. De officielle køb af dollars i markedet blev særligt store i 1987, hvor de fik et sådant omfang, at centralbankerne herigennem i realiteten finansierede underskuddet på den amerikanske betalingsbalances løbende poster.

---

[1]) Italien og Canada deltog ikke ved denne lejlighed.

[2]) Baker-planen blev i marts 1989 suppleret med „Brady-initiativet" fremlagt af James Bakers efterfølger på finansministerposten, Nicholas Brady. Formålet var en opstramning af gældsstrategien, bl.a. ved en mere aktiv indsats fra Valutafondens side ved gældsreduktion og nedbringelse af rentebyrden. Afdelingschef, senere underdirektør Jørgen Ovi, Nationalbanken, var i denne periode nordisk medlem af Valutafondens bestyrelse.

Der blev omkring 1990 rettet op på visse af betalingsbalanceuligevægtene, men samtidig flyttet om på brikkerne. Tysklands overskud over for USA blev reduceret, men til gengæld forøgedes Tysklands overskud over for de øvrige EF-lande. Efter genforeningen af de to Tysklande i 1991 fik Tyskland igen - efter mange års forløb - underskud. Derimod havde USA fortsat, og til stor fortrydelse i den amerikanske administration, betydelige underskud over for Japan.

Det var tilfredsstillende, at de internationale valuta- og kapitalmarkeder viste en betydelig grad af robusthed. Dette trådte klart frem under oliekriserne og de heraf skabte finansieringsproblemer mv. Udviklingslandenes vanskeligheder gav store tab især til amerikanske banker, men uden at systemet blev rystet i den anledning. Faldet i aktiekurserne i 1987 skabte nervøsitet, men kun en kort overgang. Krisen i Den Persiske Golf i slutningen af 1990 og den efterfølgende militære aktion mod Irak gav visse krusninger, men heller ikke mere.

I begyndelsen af 1990'erne blev opmærksomheden rettet mod de uoverskuelige økonomiske og finansielle konsekvenser af omvæltningerne i Mellem- og Østeuropa.

Europæisk valutasamarbejde

Uanset forventningerne til EMS'en som stabiliseringsinstrument var der endnu i nogle år behov for tilpasninger af de indbyrdes kursrelationer. I tabel 6.10 er vist en oversigt over de ændringer, der indtil begyndelsen af 1990 blev gennemført set i forhold til danske kroner.

Tabel 6.10 Procentvis opskrivning (+) respektive nedskrivning (-) af bilaterale pariteter i forhold til danske kroner (EMS'en)

	D-mark	Hollandske gylden	Belgiske franc	Franske franc	Italienske lire	Irske pund
Med virkning fra:						
1979 24. sept.	+ 5,0	+ 2,9	+ 2,9	+ 2,9	+ 2,9	+ 2,9
- 30. nov.	+ 5,0	+ 5,0	+ 5,0	+ 5,0	+ 5,0	+ 5,0
1981 23. marts	—	—	—	—	- 6,0	—
- 5. okt.	+ 5,5	+ 5,5	—	- 3,0	- 3,0	—
1982 22. feb.	+ 3,1	+ 3,1	- 5,7	+ 3,1	+ 3,1	+ 3,1
- 14. juni	+ 4,3	+ 4,3	—	- 5,7	- 2,8	—
1983 21. marts	+ 2,9	+ 1,0	- 1,0	- 4,9	- 4,9	- 5,9
1985 22. juli	—	—	—	—	- 7,8	—
1986 7. april	+ 2,0	+ 2,0	—	- 4,0	- 1,0	- 1,0
- 4. aug.	—	—	—	—	—	- 8,0
1987 12. jan.	+ 3,0	+ 3,0	+ 2,0	—	—	—
1990 8. jan.	—	—	—	—	- 3,7	—

Danmarks Nationalbank.

I de første måneder af 1983 opstod der således på ny spændinger i systemet. Der var især to årsager hertil. For det første en midlertidig svækkelse af dollaren, der førte D-marken til tops i systemet, og for det andet - og nok så væsentligt - forskelle mellem den økonomiske udvikling i Frankrig og Tyskland, der fremkaldte stærke forventninger om en fornyet devaluering af den franske franc.

Frankrig blev under disse omstændigheder udsat for en meget kraftig spekulativ kapitaludstrømning. Efter det tyske forbundsdagsvalg den 6. marts 1983 og de franske kommunalvalg samme dag forstærkedes valutakrisen. Der blev interveneret kraftigt, og de franske korte rentesatser blev sat voldsomt i vejret. På euro-markedet for franske franc steg renten således i en kort periode til 35-40 pct. p.a. for 3-måneders lån, og den helt korte rente steg til flere hundrede pct. p.a.

På initiativ af den tyske finansminister, Gerhard Stoltenberg, blev der indkaldt til kursjusteringsmøde i Bruxelles lørdag den 19. marts 1983 mellem EF's økonomi- og finansministre. I mødet deltog fra dansk side økonomiminister Anders Andersen, finansminister Henning Christophersen og nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer. Inden mødet blev der som sædvanlig ført drøftelser i EF's Monetære Komité, hvor Danmark var repræsenteret ved kommitteret Niels Ussing, Det Økonomiske Sekretariat, og nationalbankdirektør Richard Mikkelsen.

Det blev et langt møde, så langt, at Anders Andersens cigarer slap op. Bølgerne gik højt. På et vist tidspunkt så det ud til, at EMS-samarbejdet ville gå i opløsning. Søndag meddelte den franske finansminister, Jacques Delors, at han på grund af den politiske situation i Frankrig måtte vende tilbage til Paris[1]). Han lovede at være tilbage i Bruxelles mandag morgen, hvilket også skete, hvorefter forhandlingerne kunne genoptages. Det fremmede afslutningen af drøftelserne, at der samme dags eftermiddag blev indledt et møde i Bruxelles i Det Europæiske Råd.

Problemets kerne var af præsentationsmæssig art, men der lå heri samtidig en fransk frustration over, at det fortrinsvis var de valutarisk svagere lande, der måtte tilpasse deres økonomier, mens Tysklands bidrag, f.eks., næsten ikke var til at få øje på. Herudover havde Frankrig en del andre kritikpunkter.

På denne baggrund ydede Frankrig stærk modstand mod en formel devaluering af francen, mens Tyskland på sin side ikke kunne acceptere en ensidig revaluering af D-marken.

Det noget usædvanlige kompromis blev, at justeringerne ikke blev foretaget i forhold til en enkelt af EMS-valutaerne, men i forhold til et fiktivt nul-

---

[1]) Der var samme dag kommunalvalg i Frankrig (2. runde). Premierminister Pierre Mauroy genvalgtes som borgmester i Lille.

punkt. D-marken blev opskrevet med 5,5 pct., gylden med 3,5 pct., kronen med 2,5 pct. og den belgiske franc med 1,5 pct., mens den franske franc og liren blev nedskrevet med 2,5 pct. og irske pund med 3,5 pct.

Efter kursjusteringen skete der - som ved tidligere tilsvarende lejligheder - en ombytning af valutaernes positioner i EMS. D-marken kom således for en tid til at indtage en bundplads, mens den franske franc placeredes i øverste del af EMS-båndet bl.a. på baggrund af den franske regerings ledsagende stabiliseringsprogram, der medførte en kraftig forbedring af betalingsbalancen og dermed styrkede tilliden til francen. Jacques Delors, der ved regeringsomdannelsen i Frankrig den 22. marts 1983 tillige fik tillagt posten som budgetminister, blev arkitekten bag den styrkelse af fransk økonomi, der hermed blev indledt, og som fik stor betydning for det videre økonomiske og monetære samarbejde i EF[1]).

Der blev herefter kræfter tilovers til at beskæftige sig med andet end dagligdagens problemer.

Et meget omdiskuteret spørgsmål var revisionen i 1984 af ECU-kurvens sammensætning, som på grund af det definitoriske sammenfald med ERE havde været uændret siden 1975. Som følge af ECU'ens opbygning med faste mængder af landenes nationale valutaer var der siden opstået betydelige ændringer i vægtfordelingen i ECU-kurven, hvor især D-markens vægt var blevet forøget. Specielt Kommissionen gik ind for ikke at ændre for meget på dette forhold, så man fortsat fik en ECU præget af de tunge valutaer, mens andre - ikke mindst Italien - var fortalere for en genskabelse af den tidligere vægtfordeling.

Efter forudgående drøftelser i Den Monetære Komité og i Centralbankchefkomiteen vedtog Rådet på et møde i Dromoland i Irland i september 1984 et kompromis, hvorved D-markens vægt formindskedes, og lirens blev forøget, men uden fuldt ud at reetablere de tidligere forhold. Revisionen påvirkede ikke ECU'ens værdi på revisionstidspunktet, og med den vedtagne nye vægtfordeling var der endvidere taget hensyn til, at ECU-renten blev ændret mindst muligt[2]).

Man gik endvidere i gang med visse praktiske spørgsmål vedrørende ECU'ens anvendelighed. Især Frankrig, der havde formandskabet i EF i første halvår 1984, var optaget heraf, mens Tyskland indtog en holdning, der nærmede sig isnende kulde. På et uformelt ministerrådsmøde i Rambouillet

---

[1]) Den franske regering var efter François Mitterrands overtagelse af præsidentembedet i maj 1981 slået ind på en - skulle det vise sig - uholdbar ekspansiv linje i den økonomiske politik.

[2]) Ved denne lejlighed blev den græske drachme optaget i ECU'en. Ved den næste generelle revision i september 1989, der var væsentlig mindre kontroversiel, optoges den spanske peseta og den portugisiske escudo.

i maj 1984 var der dog tilslutning til, at man dels undersøgte mulighederne for at stimulere brugen af den private ECU, dels gjorde en indsats for, at den officielle ECU fik udvidet anvendelse i det løbende interventionssamarbejde mellem EMS-centralbankerne.

I marts 1985 lykkedes det for Centralbankchefkomiteen at nå frem til en vis opblødning. Der blev således givet adgang til, inden for visse grænser, at mobilisere ECU i tilfælde, hvor der var behov for valuta til brug ved intramarginal intervention. Endvidere forøgedes ECU-renten ved fremover at blive baseret på medlemslandenes pengemarkedssatser i stedet for som hidtil på diskontosatserne.

Ændringerne blev hilst velkommen på et uformelt ministerrådsmøde i Palermo samme måned. På mødet opfordredes Centralbankchefkomiteen og Den Monetære Komité til at fortsætte deres overvejelser af forbedringer i EMS-samarbejdet. Kommissionen gik - traditionen tro - ind for yderligere analyser af den private ECU's anvendelighed.

Ved denne lejlighed gjorde Kommissionens formand, Jacques Delors, sig til talsmand for en simplificering af proceduren ved valutakursjusteringer. Han talte ud fra sine erfaringer som tidligere fransk finansminister og henviste specifikt til de dramatiske omstændigheder ved kurstilpasningerne i marts 1983.

Han forestillede sig, at man uden medvirken af ministre kunne foretage justeringer, hvis størrelse lå inden for den eksisterende EMS-båndbredde, respektive rutinemæssige ændringer på basis af den relative prisudvikling.

Forbundsbankens præsident, Karl Otto Pöhl, kom ved senere møder blandt centralbankerne i Basel ind på samme mulighed, således at det blev overdraget Centralbankchefkomiteen at godkende sådanne dispositioner.

Tanken fik imidlertid ikke tilslutning. De fleste var imod, deriblandt Danmark. Ud over formelle problemer ønskede man ikke at klippe forbindelsen over til nødvendige efterfølgende ledsageforanstaltninger.

Efter henstilling fra Centralbankchefkomiteen vedtog Ministerrådet i oktober 1985 at lade tredjelandes pengepolitiske myndigheder samt internationale monetære institutioner få ret til at opnå status som „andre indehavere" af officielle ECU. Der blev endvidere fortsat udøvet et stærkt pres på Tyskland for at opgive sin passive holdning til den private ECU. Også her gik Frankrig i spidsen. Fra fransk side kædede man tysk imødekommenhed på dette punkt sammen med fransk villighed til at gå videre i liberaliseringen af kapitalbevægelser.

På Det Europæiske Råds møde i Milano i slutningen af juni 1985, hvor hovedemnet var Den Europæiske Fælles Akt og det indre marked, endosserede stats- og regeringscheferne opfordringen til, at arbejdet med udbygningen af EMS blev fortsat.

Kommissionen ønskede i denne forbindelse at traktatfæste EMS-samar-

bejdet, der først og fremmest hvilede på aftalen mellem medlemslandenes centralbanker af 13. marts 1979. Der var dog i medlemslandene enighed om ikke på denne måde at „fastfryse" samarbejdet, men at bevare dets fleksible karakter.

De tekster, der blev godkendt på stats- og regeringschefernes møde i Luxembourg i begyndelsen af december 1985, tilgodeså dette hensyn. Det blev samtidig fastlagt, at institutionelle ændringer i systemet krævede traktatændring i henhold til Rom-traktatens artikel 236, dvs. indkaldelse af og godkendelse på en regeringskonference samt ratificering i medlemslandenes parlamenter. Rådet kunne herefter ikke med hjemmel i artikel 235 foretage vigtige institutionelle ændringer. Især Tyskland og vel ikke mindst Den tyske Forbundsbank lagde stor vægt på denne præcisering.

Den stabilitet, der prægede EMS'en i 1984, fortsatte stort set i 1985. Der var kun begrænsede og jævne kursbevægelser mellem valutaerne, selv om de skiftede plads, således at D-marken ved udgangen af året igen befandt sig øverst i EMS-båndet.

Liren, der kunne bevæge sig med udsving på indtil 6 pct. over for de øvrige valutaer, kom ud for et pres i årets første halvdel og blev på denne baggrund ensidigt nedskrevet i juli 1985 med 8 pct. Igen kom det præsentationsmæssige i sagen til at spille en overordentlig stor rolle. Spørgsmålet blev ved denne lejlighed forhandlet i Den Monetære Komité alene, men selvfølgelig med hyppig telefonisk kontakt til de hjemlige politiske instanser. Resultatet blev formelt en nedskrivning af liren på 6 pct. og en samtidig opskrivning af de øvrige valutaer på 2 pct.

Ellers var der stort set ro i EMS til den næste generelle kursjustering i april 1986. Optakten hertil var igen spændinger udløst af en stigning i D-marken i årets første måneder. Efter valget til den franske nationalforsamling i begyndelsen af marts 1986 førte den forskellige økonomiske udvikling landene imellem til stærke forventninger om en ny kursjustering. Igen steg de korte rentesatser, og der måtte på ny ydes kraftig interventionsstøtte til de svagere valutaer.

Torsdag den 3. april 1986 anmodede Frankrig sidst på eftermiddagen om kursjusteringsforhandlinger i forbindelse med det uformelle økonomi- og finansministermøde den følgende weekend i Ootmarsum, Holland. Det blev følgelig nødvendigt fredag at suspendere EMS-centralbankernes forpligtelse til at intervenere i valutamarkederne.

Som sædvanlig indledtes justeringsforhandlingerne i Den Monetære Komité, der holdt møde fredag den 4. april om aftenen. Det viste sig ikke muligt at nå til enighed. Et klart flertal vendte sig imod Frankrigs ønske om en devaluering på 8 pct., der fandtes at være uforeneligt med EMS-samarbejdet. På ministermødet den følgende dag, hvori deltog økonomiminister An-

ders Andersen, finansminister Palle Simonsen og nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer, blev der ligeledes indtaget en afvisende holdning til det franske ønske.

Resultatet blev en symmetrisk løsning med en ændring på 6 pct. mellem D-mark og franske franc, således at D-mark og gylden blev opskrevet med 3 pct., danske kroner og belgiske franc med 1 pct., lire og irske pund forblev uændrede, og franske franc blev nedskrevet med 3 pct.

I perioden umiddelbart efter kursjusteringen skiftede valutaerne igen plads i systemet, men i sommermånederne ændredes billedet på ny, og der opstod atter spændinger.

På irsk anmodning og på baggrund af store balanceproblemer i den irske økonomi mv. foretoges i august en isoleret nedskrivning af irske pund med 8 pct.

Hen imod slutningen af 1986 opstod der udtalte forventninger om, at D-marken ville blive opskrevet efter valget til Den tyske Forbundsdag den 25. januar 1987. Spændingerne blev forstærket af politisk uro i Frankrig med omfattende strejker. De franske valutamyndigheder måtte atter intervenere for meget betydelige beløb, og efter årsskiftet kom den franske franc på interventionspunktet over for D-marken. Også andre valutaer, herunder kronen, kom under pres.

Fredag eftermiddag den 9. januar 1987, efter at valutamarkederne var lukket, tog det belgiske formandskab i EF initiativ til, at Den Monetære Komité blev indkaldt til møde lørdag den 10. januar til drøftelse af en kursjustering.

Det var tanken, at der skulle kunne opnås enighed i Den Monetære Komité, således at der ikke blev behov for indkaldelse af ministrene. Fra tysk og fransk side blev der lagt vægt på, at behovet for en kursjustering alene var af monetær karakter.

Trods langvarige forhandlinger lykkedes det ikke at nå frem til en model, som kunne tiltrædes af alle. Det blev derfor alligevel nødvendigt med et ministermøde, der fandt sted søndag den 11. januar 1987, hvor der først ud på natten til mandag blev tilslutning til en trelagsløsning, hvor D-mark og gylden blev opskrevet med 3 pct., belgiske franc med 2 pct., og de øvrige valutaer forblev uændrede. Den danske deltagelse var den samme som ved mødet i Ootmarsum.

Som en udløber af Milano-mødet i juni 1985 aftalte EF-landenes centralbanker i september 1987 en styrkelse af EMS-samarbejdet, den såkaldte Basel-Nyborg aftale. Man havde således brugt et par år til grundige overvejelser og forhandlinger herom. I denne forbindelse blev der trukket stærkt på Centralbankchefkomiteens valutaudvalg, der havde vicedirektør Henning Dalgaard, Nationalbanken, som formand.

De gensidige trækningsmuligheder via Den Europæiske Fond for Mone-

tært Samarbejde (FECOM) blev forøget og kreditterne forlænget. Som noget nyt blev det aftalt, at en centralbank normalt ville godkende en anmodning om finansiering gennem FECOM - dog inden for visse grænser - hvis en af de øvrige centralbanker skulle ønske at sælge den pågældende valuta ved intervention, før den obligatoriske interventionsgrænse blev nået. Endelig forbedredes muligheden for at anvende officielle ECU-beholdninger ved afregning af interventionskreditter.

Aftalen blev drøftet og offentliggjort ved det efterfølgende uformelle finansministerrådsmøde i Nyborg. Danmark havde i andet halvår 1987 igen formandskabet i EF.

De pågældende ændringer var ikke særlig vidtrækkende, men de blev alligevel publiceret som et væsentligt fremskridt. Frankrig havde behov for, at der blev vist resultater af de mange anstrengelser.

Der var siden stort set ro i EMS'en, men med vekslende placeringer afhængig bl.a. af udviklingen i de relative renteforhold og D-markens stilling i forhold til dollar.

Fra efteråret 1989 blev udviklingen dog en overgang mindre stabil, da der opstod debat om nye kursjusteringer. Fra tysk side blev der givet udtryk for, at en revaluering af D-marken ville være hensigtsmæssig som middel til at nedbringe det store tyske handelsoverskud over for EF-partnerne. Dette blev imidlertid afvist af de øvrige EMS-deltagere, der ønskede den nødvendige konvergens i omkostnings- og prisudviklingen tilvejebragt ved interne økonomisk-politiske foranstaltninger.

Den 8. januar 1990 indtrådte liren i det snævre bånd med en centralkurs, der indebar en de facto devaluering af liren på knap 4 pct. over for de øvrige EMS-valutaer. Efter at det fra tysk side var blevet erklæret, at der ikke var politisk grundlag for en kursjustering, faldt der herefter igen ro over markederne.

Den spanske peseta og det engelske pund blev knyttet til EMS henholdsvis den 19. juni 1989 og den 8. oktober 1990, i begge tilfælde ved anvendelse af den brede båndbredde på 6 pct. Med virkning fra den 22. oktober 1990 blev kursen på norske kroner styret efter ECU'en. Sverige og Finland fulgte samme linje med virkning fra henholdsvis den 17. maj og den 7. juni 1991. Fra den 6. april 1992 indtrådte den portugisiske escudo i EMS ligeledes med udsvingsgrænser på plus/minus 6 pct.

Der blev herefter vendt et nyt blad i EMS'ens historie. Mens forløbet fra 1987 til foråret 1992 havde været præget af optimisme og styrkelse af EMS-samarbejdet, opstod der overraskende hurtigt en udvikling i modsat retning præget af nedbrydende kræfter.

Det begyndte med det danske nej ved folkeafstemningen om Maastricht-

traktaten den 2. juni 1992. Den uvished om EF-unionens videre skæbne, der herved blev skabt, medførte en begyndende tillidskrise i valutamarkederne til EMS-pariteterne.

Det afgørende herfor var bagvedliggende, men hidtil fortrængte, uligheder i EF-landenes økonomiske udvikling, som nu kom op til overfladen.

Således havde den italienske finanspolitik i årevis været utilstrækkelig - set i lys af fastkurssamarbejdet - til trods for gentagne forsikringer om, at der ville blive gjort noget ved det. Først da man stod med ryggen mod muren, kom der en krisepakke. England var plaget af lav økonomisk vækst og høj arbejdsløshed og havde derfor behov for en sænkning af renteniveauet. Men dette var ikke foreneligt med deltagelsen i EMS, så længe Den tyske Forbundsbank - i mangel af en tilstrækkelig finanspolitisk stramning - opretholdt en høj rente efter genforeningen af de to Tysklande. Frankrig var ikke i samme situation som Italien og England. Man tilhørte kredsen af kernelande i EMS-samarbejdet, men alligevel viste det sig, at francen var i en særdeles udsat position, da spekulationen først tog fat.

Under disse forhold opstod der en kraftig valutaindstrømning til Tyskland med tilsvarende store valutatab i lande med svagere valutaer. Presset blev i første omgang særlig stærkt mod den italienske lire, det engelske pund og den spanske peseta. Den danske krone blev kun berørt i mindre omfang.

Uden for EF-kredsen kom finmarken og den svenske krone i vanskeligheder, for markens vedkommende med baggrund i de problemer, der fulgte af bortfaldet af den tidligere store finske eksport til Sovjetunionen.

Finlands beslutning om fra den 8. september 1992 - indtil videre - at opgive tilknytningen til ECU'en medførte et kraftigt fald i kursen på finske mark og et stærkt pres mod den svenske krone. I forsvaret af kronen satte Sveriges Riksbank en overgang sin udlånsrente over for bankerne (marginalrenten) op til 500 pct. p.a. I et samarbejde mellem regeringen og Socialdemokratiet blev der efterfølgende gennemført en omfattende kriselovgivning.

Spændingerne i EMS'en blev voldsomt forstærket i tiden op imod den franske folkeafstemning om Maastricht-traktaten den 20. september 1992 og førte i ugen forinden til den mest turbulente periode i EMS'ens historie.

Efter forudgående EF-drøftelser i weekenden den 12.-13. september blev liren mandag den 14. september devalueret med 7 pct. ved en nedskrivning på 3,5 pct. og en opskrivning af andre EMS-valutaer med ligeledes 3,5 pct. Samtidig gennemførte Den tyske Forbundsbank en mindre nedadgående rentejustering.

Onsdag den 16. september tilspidsedes situationen i en sådan grad, at den engelske regering besluttede med virkning fra den 17. september at suspendere pundets deltagelse i valutakurssamarbejdet, hvorefter pundkursen faldt drastisk. Endvidere opgav Italien midlertidigt at intervenere til støtte for liren, der herefter faldt ned under den nye bundgrænse og således i realiteten

ligeledes blev hægtet af valutakurssamarbejdet. Den spanske peseta blev nedskrevet med 5 pct.

Efter folkeafstemningen i Frankrig den 20. september blev valutamarkederne umiddelbart mindre anspændte, men var stadig præget af usikkerhed, og der måtte fortsat ydes betydelig støtte til visse af EMS-valutaerne.

Dette gjaldt især den franske franc, der blev støttet ved meget kraftige interventionskøb såvel af Banque de France som fra Den tyske Forbundsbanks side. De franske officielle pengemarkedssatser blev sat op, samtidig med at de tyske pengemarkedsrenter viste vigende tendens.

På baggrund af situationens alvor udsendte de franske og tyske regeringer og centralbanker den 23. september en fælleserklæring gående ud på, at centralkursen mellem franske franc og D-mark på korrekt vis afspejlede den underliggende situation i de to landes økonomier, og at der derfor ikke var grund til ændringer i det indbyrdes kursforhold. Der havde dagen i forvejen været afholdt møde i Paris mellem præsident François Mitterrand og forbundskansler Helmut Kohl.

Uroen bredte sig også til den danske krone, men stadig kun i behersket grad. Nationalbanken holdt likviditeten i pengeinstitutterne så stram, at de korte pengemarkedssatser steg til 20-30 pct.

EMS'en, der blev betragtet som et vigtigt led i realiseringen af det indre marked og i processen hen imod Den Økonomiske og Monetære Union, blev således alvorligt vingeskudt.

Der opstod forlydender om et tættere økonomisk og valutapolitisk samarbejde imellem Frankrig, Tyskland og enkelte andre valutastærke lande, dvs. en slags mini-ØMU. Tanken om et Europa i to hastigheder blev imidlertid afvist på et møde i Rådet af økonomi- og finansministre den 28. september 1992. I lys af valutauroen fandtes der behov for „reflection and analysis", og der var på mødet – som på mange forudgående rådsmøder – almindelig enighed om, at nøglen til økonomisk og finansiel stabilitet lå i øget konvergens i den økonomiske udvikling i EF-landene.

Med den resolutte indsats til støtte for francen dæmpedes uroen. Ved udgangen af september 1992 var situationen på valutamarkederne dog endnu labil.

Økonomisk og Monetær Union

Unionsplanerne går tilbage til topmødet i Haag i december 1969 mellem de gamle seks og de målsætninger, der blev opstillet i Werner-rapporten fra oktober 1970.

I marts 1971 vedtog Rådet af EF's økonomi- og finansministre, ECOFIN, en resolution baseret på denne rapport om den trinvise gennemførelse af unionen, og på topmødet i Paris i oktober 1972, hvori også regeringscheferne

fra England, Irland og Danmark deltog, bekræftedes endnu en gang „viljen til uigenkaldeligt at gennemføre Den Økonomiske og Monetære Union".

Af forskellige grunde, bl.a. de internationale valutakriser i begyndelsen af 1970'erne og de af olieprisforhøjelserne forårsagede problemer, gik arbejdet med planerne imidlertid i stå.

Med etableringen af valutaslangen i foråret 1972 kom der dog på valutaområdet et samarbejde i gang, som trods mange genvordigheder skulle vise sig at blive bæredygtigt. Der blev også hen ad vejen vedtaget procedurer til styrkelse af koordinationen af den økonomiske politik.

I midten af 1980'erne livede den politiske interesse for unionen op igen. Der var flere tilløb, hvoraf kan nævnes den franske præsident François Mitterrands tale til Europa-Parlamentet i Strasbourg den 24. maj 1984. Mitterrand gav ved denne lejlighed udtryk for stærk støtte til, at man igen for alvor gik i gang med unionsdrøftelserne. Han ønskede endvidere en opstramning af beslutningsproceduren i EF og gik ind for en udvidelse af Rom-traktaten til at omfatte yderligere samarbejdsområder. Han kom i denne forbindelse ind på det meget kontroversielle spørgsmål om et Europa med flere hastigheder.

Ved Det Europæiske Råds møde i Fontainebleau måneden efter blev der nedsat to komiteer, én der skulle beskæftige sig med en styrkelse af EF-samarbejdet gennem ændringer i de institutionelle forhold og ved smidiggørelse af afstemningsreglerne mv., og en anden, der skulle drøfte udvidelser af EF-traktaten, så den kom til at dække „Borgernes Europa"[1]).

De to rapporter, hvis formål var at sætte gang i drøftelserne, blev forelagt på Det Europæiske Råds møde i Bruxelles i slutningen af marts 1985 og taget op til yderligere forhandling ved Det Europæiske Råds møde i Milano i slutningen af juni samme år.

Mødet i Milano var vidtrækkende, idet man på basis af Kommissionens hvidbog fra juni 1985 lagde grunden til opbygningen af EF's indre marked, der skulle være tilendebragt inden udgangen af 1992.

Blandt de centrale målsætninger var den fulde liberalisering af kapitalbevægelser. På basis af det forhandlingsresultat, der var opnået få måneder forinden på det uofficielle økonomi- og finansministerrådsmøde i Palermo i april 1985, opfordrede man endvidere „Kommissionen til i ECOFIN-Rådet og sammen med centralbankdirektørerne at fortsætte sine overvejelser om udbygningen af EMS, herunder ECU'ens rolle".

Det lykkedes den italienske regeringschef, Bettino Craxi, uden Englands,

[1]) Den første komité havde den tidligere irske udenrigsminister, James Dooge, som formand. Det danske medlem af komiteen, direktør Otto Møller, Udenrigsministeriet, måtte tage forbehold over for adskillige af rapportens vurderinger og forslag. Den anden komité havde det italienske medlem af Europa-Parlamentet, Pietro Adonnino, som formand.

Grækenlands og Danmarks stemmer, at få lempet et beslutningsforslag igennem om en regeringskonference med henblik på at gøre „konkrete fremskridt henimod Den Europæiske Union". Forslaget var væsentlig mere målrettet end et tidligere på mødet forelagt fransk/tysk udkast.

Ved de følgende forhandlinger på Det Europæiske Råds møde i Luxembourg i begyndelsen af december 1985 nåede man frem til det resultat, der kom til at gå under navnet Europæisk Fælles Akt eller EF-pakken.

Det væsentligste indhold heri var skabelsen af mulighed for kvalificerede flertalsafgørelser på en række områder, specielt med henblik på gennemførelsen af det indre marked. Endvidere blev der indført nye samarbejdsprocedurer mellem Europa-Parlamentet og Ministerrådet, og der vedtoges ændrede regler vedrørende regionalpolitik, miljø, forskning og teknologi. Som tidligere nævnt blev EMS-samarbejdet ikke, som ønsket af Kommissionen, traktatfæstet, men blot nævnt i teksten. Nok så vigtigt blev det fastslået, at institutionelle ændringer i forbindelse med den videre udvikling af det økonomiske og monetære samarbejde kun kunne gennemføres ved anvendelse af proceduren i Rom-traktatens artikel 236, dvs. efter en regeringskonference med efterfølgende ratifikation i medlemslandene. Endelig var der enighed om traktatfæstelse af det udenrigspolitiske samarbejde mellem EF-landene (Europæisk Politisk Samarbejde - EPS).

Målsætningen om Den Økonomiske og Monetære Union blev fastholdt på den måde, at navnet blev indsat som underoverskrift til et kapitel om den økonomiske politik.

Ved den vejledende folkeafstemning i Danmark om EF-pakken den 27. februar 1986 stemte 56,2 pct. for og 43,8 pct. imod.

Det næste vigtige skridt var beslutningen ved Det Europæiske Råds møde i Hannover i juni 1988 om nedsættelse af Delors-komiteen med den opgave at undersøge og foreslå konkrete etaper henimod Den Økonomiske og Monetære Union[1]).

Komiteens redegørelse, der forelå i foråret 1989, beskrev udviklingen henimod en sådan union i tre faser, hver med stigende forpligtelser for medlemslandene.

På baggrund heraf vedtog Det Europæiske Råd på sit møde i Madrid i juni 1989, at første fase skulle påbegyndes den 1. juli 1990, dvs. samtidig med gennemførelsen af kravet om den fulde liberalisering af kapitalbevægelserne i de fleste af medlemslandene. Det blev endvidere besluttet at forberede indkaldelsen af en regeringskonference, som skulle lægge rammerne for anden og tredje fase.

---

[1]) Komiteens arbejde blev ledet af Kommissionens formand, Jacques Delors. Danske medlemmer af komiteen var nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer og professor, dr.polit. Niels Thygesen.

Med dette formål for øje blev det overdraget en gruppe af højtstående embedsmænd fra medlemslandene at identificere de spørgsmål, der måtte tages stilling til ved udformningen af de nødvendige traktatændringer[1]).

På sit møde i Strasbourg i december 1989 besluttede Det Europæiske Råd herefter, at regeringskonferencen skulle påbegyndes inden udgangen af 1990.

I mellemtiden blev grundlaget for det økonomisk-politiske samarbejde styrket ved to ministerrådsbeslutninger i marts 1990.

Ved den ene styrkedes den såkaldte konvergensbeslutning fra 1974, således at ECOFIN-Rådet i højere grad end hidtil skulle „overvåge" den økonomiske udvikling og den økonomiske politik i de enkelte medlemslande med henblik på at sikre en øget grad af indbyrdes sammenhæng i de økonomisk-politiske dispositioner.

Ved den anden, der angik det monetære område, styrkedes 1964-mandatet for samarbejdet i Centralbankchefkomiteen, således at der herefter skulle ske drøftelser i komiteen, før der blev truffet nationale beslutninger om tilrettelæggelse af pengepolitikken, herunder fastsættelse af mål for kreditudvidelsen og påtænkte renteændringer.

Dette fik efterfølgende konkret udtryk i, at Centralbankchefkomiteen indledte et arbejde med opstilling af pengepolitiske målsætninger for hvert enkelt medlemsland. Målsætningerne skulle fastsættes af landene selv, og det var fortsat det enkelte land, der skulle træffe de nødvendige pengepolitiske beslutninger. Centralbankchefkomiteens opgave bestod i at følge udviklingen og drøfte eventuelle afvigelser fra de fastlagte måltal. Som led i dette samarbejde valgte Nationalbanken, som nævnt tidligere, at fastlægge måltal - i form af et interval - for væksten i den indenlandske pengeskabelse.

Centralbankchefkomiteen blev samtidig gjort mere udadvendt ved afgivelse af beretninger om sin virksomhed samt udtalelser om pengepolitiske forhold og økonomisk-politiske beslutninger, som ville kunne indvirke på den monetære udvikling i Fællesskabet. Endelig blev det organisatoriske grundlag for komiteen udbygget, bl.a. ved oprettelsen af en analyseafdeling, der skulle supplere komiteens sekretariat og ekspertgrupper i forberedelsen af komiteens drøftelser.

Komiteen gik endvidere i gang med det forberedende - og meget vigtige - arbejde vedrørende statutten for Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) og Den Europæiske Centralbank (ECB). Senere udarbejdedes tillige udkast til statut for Det Europæiske Monetære Institut (EMI), der fra begyndelsen af anden fase skulle erstatte Centralbankchefkomiteen.

I juni 1990 blev det besluttet sideløbende med regeringskonferencen om Den Økonomiske og Monetære Union at afholde en regeringskonference om

---

[1]) Arbejdet blev ledet af præsident François Mitterrands EF-rådgiver, Elisabeth Guigou.

en politisk union. Begge konferencer indledtes i december 1990 og afsluttedes med mødet i Maastricht i Holland i december 1991, hvor man nåede til enighed om et traktatudkast for etablering af Den Europæiske Union, herunder Den Økonomiske og Monetære Union[1]).

Ved begyndelsen af anden fase af Den Økonomiske og Monetære Union den 1. januar 1994 skulle Centralbankchefkomiteen og Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde herefter erstattes af Det Europæiske Monetære Institut, der bl.a. fik til formål at styrke samarbejdet mellem medlemslandenes centralbanker samt at forberede grundlaget for den fælles monetære politik i tredje fase, der skulle indledes senest den 1. januar 1999.

Endnu i anden fase ville den pengepolitiske kompetence forblive et nationalt anliggende, mens kompetencen - med respekt for subsidiaritetsprincippet - ville overgå til Det Europæiske System af Centralbanker i tredje fase samtidig med overgangen til uigenkaldeligt fastlåste valutakurser og efterfølgende indførelse af en fælles mønt. ESCB skulle oprettes ved beslutningen om at indlede tredje fase og senest den 1. juli 1998.

I tilfælde af dansk gennemførelse af traktatbestemmelserne og etableringen af ESCB skulle nationalbankloven fra 1936 ændres, således at den blev forenelig med traktaten og ESCB-statutten, herunder princippet om uafhængighed og hovedmålsætningen om prisstabilitet.

Virkningen af overdragelse af suverænitet til ESCB blev i bankens årsberetning 1991 udtrykt således:

„Overdragelsen vil ... være mere formel end reel, da fastkurspolitikken indebærer, at pengepolitikken må indrettes efter udviklingen i de toneangivende EMS-lande. Overgang til deltagelse i den fælles pengepolitik må derfor vurderes som et forholdsvis begrænset skridt sammenlignet med den omlægning af den økonomiske politik, der allerede er gennemført.

Samtidig vil Nationalbanken få medindflydelse på den fælles monetære politik i stedet for som nu i meget vid udstrækning at skulle tilpasse sig de beslutninger, der træffes i de store lande, og som generelt gennemføres ud fra nationale hensyn".

Nationalbanken ville således fortsat eksistere, men i anden form og med arbejdsopgaver i europæisk perspektiv.

Unionstraktaten med tilhørende protokoller og erklæringer blev tiltrådt af Folketinget ved 3. behandlingen den 12. maj 1992 med 130 stemmer for og 25 imod, mens 1 hverken stemte for eller imod, altså et komfortabelt flertal for den heraf følgende udvidelse af EF-samarbejdet.

Ved den bindende folkeafstemning den 2. juni 1992 blev dansk tilslutning

---

[1]) I gruppen til forberedelse af teksterne om Den Økonomiske og Monetære Union var Danmark repræsenteret af departementschef Jens Thomsen, Det Økonomiske Sekretariat, og ambassadør Gunnar Riberholdt.

til traktaten imidlertid afvist af et snævert flertal på 50,7 pct. af de afgivne stemmer.

Da traktaten kun kunne træde i kraft ved ratifikation i alle 12 medlemslande, opstod der herved en ny – og for de fleste uventet – situation, der gav anledning til en livlig debat såvel i Danmark som på europæisk plan.

Folkeafstemningen i Irland den 18. juni 1992 faldt ud til fordel for et klart ja, men ved en lav valgdeltagelse. Ved folkeafstemningen i Frankrig den 20. september 1992 vandt traktaten tilslutning fra 51 pct. af de afgivne stemmer, dvs. et flertal af samme spinkle størrelse som ved det danske nej.

Også i England og Tyskland viste der sig et voksende gab imellem de officielle anbefalinger af traktaten og den folkelige opbakning – i England støttet af stærk utilfredshed i dele af det konservative parti. Ratifikationsprocessen blev derfor mere problematisk end først antaget. Krav om folkeafstemninger blev bragt frem, men mødte – af forskellige grunde – modstand i begge landes regeringer.

Udadtil blev aftaleteksten og proceduren for dens parlamentariske godkendelse fastholdt. Således på et EF-udenrigsministermøde i New York den 21. september 1992, hvor man endnu en gang i communiqué-teksten var fast i mælet. Men det stod klart, at den skrøbelige tilslutning kunne – og efter nogles mening ville – forsinke starten af unionen og nødvendiggøre yderligere overvejelser af dens indhold.

Kommissionens stilling og dermed kompetencefordelingen mellem EF's forskellige institutioner blev bragt ind i debatten samtidig med et ønske om mere åbenhed i EF-sager og præcision af nærhedsprincippet. Turbulensen i EMS før og efter den franske folkeafstemning blev en påmindelse om, at den endelige fastlåsning af valutakurserne kunne ligge længere ud i fremtiden end oprindelig påregnet.

Danmarks placering i det fremtidige EF-samarbejde kom igen i forgrunden. Den af regeringen bebudede hvidbog herom blev fremlagt den 9. oktober 1992. Som følge af valutauroen og den anspændte situation omkring Maastricht-traktaten indkaldte det engelske formandskab til et ekstraordinært topmøde mellem EF's stats- og regeringschefer til afholdelse den 16. oktober 1992.

Det videre forløb ligger uden for tidsrammen af denne fremstilling.

7. Børsforhold

Københavns Fondsbørs

Fra gammel tid har Fondsbørsen indtaget en central plads i det danske finansielle system. Det skyldes først og fremmest Danmarks store obligationsmarked, hvis oprindelse og senere udvikling kan føres tilbage til den finansieringsmetode, der i sin tid blev valgt af kredit- og hypotekforeningerne i form af udstedelse af børsnoterede ihændehaverobligationer. Senere er markedet også blevet benyttet af andre, herunder staten, der siden 1975 har dækket sit til tider meget store finansieringsbehov ad denne vej.

Mens obligationsmarkedet er blevet et af de største i Europa, har aktiemarkedet ført en mere beskeden tilværelse. Emissionen af aktier steg stærkt i 1980'erne, men markedet har ikke fået samme betydning ved formidlingen af kapital til industrien som i mange andre lande. Årsagen hertil er formentlig den danske virksomhedsstruktur med mange små og mellemstore foretagender, der som følge af det veludviklede realkreditsystem har haft mulighed for herigennem at opnå langfristet finansiering.

Det har været en vigtig opgave at ajourføre reglerne for Fondsbørsen, så handelen kunne foregå så effektivt og under så betryggende forhold som muligt. Men det var først på et sent tidspunkt, at man for alvor kom i gang. Så fik man til gengæld et resultat, der var imponerende.

Det nye system kom til at hvile på tre søjler - Fondsbørsen, Værdipapircentralen og Garantifonden for Danske Optioner og Futures. Med sit handels-, informations- og afregningssystem blev den elektroniske børs den mest avancerede for sin tid.

Indtil da gik det trægt. Den gamle børslov fra 1919 ændredes i 1930[1]), men ikke meget. Der følte derfor efterhånden et stærkt behov for at få reglerne moderniseret.

De problemer, der opstod, beroede især på tre forhold. For det første den kraftige stigning i antallet af obligationsserier og i obligationsmængden, der gav vanskeligheder ved den fysiske håndtering af obligationsomsætningen. For det andet, at størstedelen af omsætningen efterhånden gled uden om Børsen. Dette gik ud over gennemsigtigheden i markedet. Og for det tredje, at noteringsteknikken var blevet utidssvarende. Papirerne på Børsen handle-

[1]) Lov nr. 80 af 19. marts 1930 om afholdelse af fondsbørs.

des og noteredes efter et stift opremsningssystem, mens andre større børser havde kontinuerlig handel i hele børstiden.

Hertil kunne føjes et fjerde, nemlig afregningssystemet, der ved handler med og mellem vekselerere hvilede på såkaldte godsedler, dvs. kvitteringer udstedt af vekselereren, indtil de værdipapirer, som kvitteringen lød på, var klar til levering. Man opererede oprindelig med en todages - senere tredages - afviklingsfrist, som ikke i sig selv gav problemer, men ved afregningen opstod der mellem betalingen og den fysiske levering af obligationerne et tidsmæssigt vakuum udfyldt ved godsedler. Dette vakuum, der kunne spænde over en børsdag eller længere, gav en vis utryghed ved sikkerheden i afregningssystemet. Ikke mindst Nationalbanken lagde vægt på en opstramning af dette område.

I 1962 fandt den daværende bestyrelse for Københavns Fondsbørs, at tiden var inde til at tage et initiativ. Dette skete i form af en skrivelse til Handelsministeriet af 29. november samme år, hvori man henstillede, at der blev foretaget en gennemgang af Børsens forhold med det sigte at få lovgivningen moderniseret.

Ministeriet nedsatte herefter i april 1963 et udvalg, der skulle se på dette spørgsmål. Udvalget fremkom med en første betænkning „Børsen og kapitalmarkedet" i 1967 og en efterfølgende betænkning „Fondsbørsen og fondsbørsvekselererne" i 1971[1]). Det var overvejelser vedrørende de juridisk-tekniske problemer, der bevirkede, at udvalgets arbejde kom til at trække i langdrag.

Der blev herefter ved lov nr. 220 af 7. juni 1972 om Københavns Fondsbørs gennemført en række forbedringer, som dog ikke var særlig vidtrækkende.

Fondsbørsbestyrelsens sammensætning blev udvidet, så også Nationalbanken og banker og realkreditinstitutter blev repræsenteret. Funktionerne som tilsynsførende med Børsen og formand for Børsens bestyrelse, der hidtil havde været samlet under én hat og bestridt af direktøren for Tilsynet med Banker og Sparekasser, blev adskilt. Daværende direktør for Tilsynet, Erling Sveinbjørnsson, havde selv været utryg ved denne dobbeltstilling. Samtidig strammedes reglerne for tilsynsfunktionen. Der gennemførtes endvidere en skærpelse af de børsnoterede selskabers oplysningspligt. Endelig formaliseredes Efterbørsen, der blev inddraget under fondsbørsbestyrelsens område. Efterbørsen var hidtil blevet ledet af fondsbørsvekselererne alene.

Loven viste sig langtfra tilstrækkelig til at rumme den efterfølgende voldsomme udvikling i børshandelen. Fondsbørsens rammer blev så at sige sprængt. Der gennemførtes visse mindre tilpasninger, men det var lapperier.

I 1982 indførtes - under en vis offentlig og politisk bevågenhed - Aktie-

---

[1]) Betænkning I, nr. 436, 1967, og betænkning II, nr. 600, 1971. Udvalget fik højesteretsdommer P. Hermann som formand. Næstformand blev professor, dr.polit. P. Nørregaard Rasmussen.

børs III for mindre aktieselskaber. Denne nydannelse, også kaldet „Fondsbørsens kravlegård", nåede dog aldrig at få større betydning.

Det egentlige gennembrud kom, da fondsbørsbestyrelsen begyndte at tænke i nye og dristige baner. Liberaliseringen af kapitalbevægelser havde givet det danske kapitalmarked en international dimension, og i EF arbejdedes der med fælles regler for internationalt handlede papirer. Endelig var andre børser gået i gang med overvejelser om anvendelse af ny og moderne teknologi i børshandelen.

På denne baggrund anmodede fondsbørsbestyrelsen[1]) i foråret 1984 den engelske børsekspert, Michael Hall, om at udarbejde en redegørelse for Fondsbørsens situation, og en sådan forelå i august 1984. Det blev heri anbefalet, at man gik over til en ordning med løbende handel dagen igennem suppleret med et elektronisk handels-, afviklings- og informationssystem, men således at børssalen blev bevaret som handelssted. Altså fortsat et centralt baseret system. Det anbefaledes tillige, at vekselerernes monopol blev brudt ved at udvide kredsen af direkte handlende til også at omfatte større pengeinstitutter.

Under de efterfølgende overvejelser viste det sig ikke muligt for fondsbørsbestyrelsen at nå til enighed om en fælles indstilling til industriministeren. Dette skyldtes bl.a., at vekselererne ikke var parate til at opgive deres eneret til handel på Fondsbørsen. Det blev derfor nødvendigt i rapporten til ministeriet at referere til de forskellige synspunkter, der var gjort gældende, med henblik på at opnå en politisk afklaring.

Som følge af Nationalbankens centrale rolle på Børsen blev rapporten ledsaget af et af banken udarbejdet notat, hvori man gik ind for et decentralt edb-baseret handels- og informationssystem med løbende handel i hele åbningstiden.

I det hidtidige system noteredes statspapirerne først, dvs. inden tendensen for enhedsobligationerne var kendt, hvilket undertiden havde kompliceret Nationalbankens markedsstrategi. Endvidere gik man ind for at udvide kredsen af direkte markedsdeltagere til også at omfatte interesserede pengeinstitutter. Ligesom andre fandt Nationalbanken, at tiden var løbet fra vekselerernes monopol, som man ellers havde støttet ved tidligere lejligheder. Endelig gik Nationalbanken ind for, at også aktier blev inddraget under det decentrale system. Efter bankens opfattelse var dette en forudsætning for, at man kunne opnå de fulde fordele ved den nye børsordning.

Industriministeriet nedsatte herefter i april 1985 en styregruppe[2]), der

---

[1]) Fondsbørsens formand var fhv. nationalbankdirektør Svend Andersen, der fra 1. april 1982 afløste professor Jan Kobbernagel på denne post. Nationalbankens repræsentant i fondsbørsbestyrelsen var fondschef, senere underdirektør Ib Glud Konradsen.

[2]) Styregruppen fik daværende afdelingschef i Industriministeriet, Hagen Jørgensen, som formand.

skulle yde ministeriet teknisk bistand med børsreformen. Styregruppens kommissorium byggede - som anbefalet af Nationalbanken - på et børssystem baseret på et elektronisk, decentralt og tidstro handelssystem med direkte indberetning af handler. Styregruppens rapport forelå i oktober 1985.

Udkastet til lovforslag byggede på oplægget herfra, men uden en af gruppen foreslået frivillig registrering af aktier i Værdipapircentralen. Dette beklagedes af Nationalbanken i bankens senere høringsudtalelse. Under lovforslagets 1. behandling i Folketinget viste der sig imidlertid flertal for en obligatorisk registrering. Nationalbanken gik også ind for denne løsning.

I juni 1986 gennemførtes herefter det lovkompleks, der kom til at danne grundlag for reformen af Københavns Fondsbørs[1]). Handelen og notering ved opråb blev afløst af et elektronisk handels- og informationssystem. For at gøre markedet gennemsigtigt blev det pålagt de kontoførende institutter tilsluttet Værdipapircentralen at foretage indberetning om kurser og omsætningstal for transaktioner, der blev foretaget uden om det elektroniske system, således at der kom til at foreligge oplysninger om hele værdipapiromsætningen. Informationssystemet blev tilgængeligt for alle mod betaling.

Herefter gik det slag i slag. Den 4. september 1987 påbegyndtes overførsler af obligationer og den 5. februar 1988 af aktier til elektronisk handel, men foreløbig centralt i fondsbørsbygningen. Den 27. maj 1988 indledtes decentral elektronisk handel, dvs. handel fra edb-enheder uden for fondsbørsbygningen. I september 1988 åbnedes handelen i futures og optioner. Den 23. februar 1989 var sidste dag med opråbsnotering. Herefter foregik al handel decentralt og elektronisk.

Mens hidtil kun få procent af obligationshandelen var foregået over Fondsbørsen, steg andelen efterfølgende kraftigt. I 1990 blev det anslået, at man var kommet op på knap halvdelen af omsætningen, og med udvidet indberetning skete der en yderligere forøgelse i 1991. Tallene var noget lavere for så vidt angår aktieomsætningen, der i øvrigt - hvad angår mindre handlede aktier - søgtes stimuleret gennem det i januar 1990 indførte market-making system.

Værdipapircentralen

Et andet meget vigtigt skridt var oprettelsen af Værdipapircentralen - VP. Der blev herved opnået en gennemgribende forenkling og rationalisering af den fysiske side af værdipapiromsætningen. Den hidtidige papirbaserede ordning blev afløst af et elektronisk registrerings- og afregningssystem.

Der havde tidligere været udtrykt interesse for skridt i denne retning. Med henblik herpå nedsatte Fondsbørsen i 1970 et udvalg, som skulle undersøge

[1]) Lov nr. 316 af 4. juni 1986 om Københavns Fondsbørs.

spørgsmålet om oprettelse af en børsafviklings- og indskrivningscentral, det såkaldte BAIC-udvalg. Udvalget foreslog ikke fuldstændig afskaffelse af fysiske obligationer, bl.a. af hensyn til den forventede liberalisering af den internationale handel med værdipapirer. Udvalgets forslag blev ikke gennemført, men arbejdet fortsatte bl.a. i Realkreditrådet.

I december 1975 besluttede Boligministeriet at nedsætte et udvalg, der skulle overveje gennemførelsen af et papirløst obligationssystem eventuelt kombineret med en fælles børsafviklings- og indskrivningscentral. Udvalget, der fik professor, dr.jur. W. E. von Eyben som formand, afgav betænkning i februar 1977[1]).

Udvalget inddrog også aktier i sine overvejelser. Som den mest økonomiske løsning pegede udvalget på en centraliseret ordning omfattende en fælles indskrivnings- og afviklingscentral.

På grund af forskellige forhold, bl.a. modstand fra de berørte personaleorganisationer, der frygtede teknologisk arbejdsløshed, blev fremsættelsen af lovforslag udsat flere gange. Industriminister Erling Jensen valgte at imødekomme kritikken, og med vedtagelsen i maj 1980[2]) af det lovforslag[3]), der var fremsat nogle måneder forinden, fik man en central løsning hvad angår edb-registrering i Værdipapircentralen, men en decentral løsning med hensyn til kundekontakten, der således forblev i de institutioner, der hidtil havde varetaget denne opgave. Undtaget herfra var dog visse pensionsfonde, pensionskasser og forsikringsselskaber, der kunne tilsluttes direkte, så de fik mulighed for selv at indhente oplysninger om deres konti i VP. Disse institutioner, der benævntes storkunder, blev således de eneste investorer, der fik direkte kontakt med VP.

Værdipapircentralen organiseredes som en privat selvejende institution med en bestyrelse udpeget af industriministeren og repræsenterende de sektorer, der direkte berørtes af centralens virksomhed[4]).

Efter at en række praktiske forhold var blevet gennemgået i Industriministeriets udvalg vedrørende lovens gennemførelse[5]), blev der udfærdiget bekendtgørelser i overensstemmelse hermed, hvorefter Værdipapircentralen efter grundige tekniske forberedelser påbegyndte sin virksomhed i begyndelsen af 1983.

Man begyndte forsigtigt. I januar overførtes obligationer udstedt af Dansk

---

[1]) Betænkning nr. 793, februar 1977, om „Det obligations- og aktieløse samfund".

[2]) Lov nr. 179 af 14. maj 1980 om en værdipapircentral.

[3]) Lovforslag nr. L 161. Fremsat den 29. februar 1980. Folketingstidende 1979-80, 2. samling V, sp. 6046-6050.

[4]) Som formand og næstformand for VP's bestyrelse udnævntes henholdsvis direktør H. O. Thulstrup, Nye Danske Lloyd, og underdirektør Poul Vieth, Nationalbanken. Daværende afdelingschef Bent Mebus, Byggeriets Realkreditfond, blev VP's første direktør.

[5]) Betænkning nr. 948, Industriministeriet, 24. marts 1982. Udvalget havde daværende konsulent, senere afdelingschef i Industriministeriet, C. Boye Jacobsen, som formand.

Landbrugs Realkreditfond og Danmarks Skibskreditfond til edb-registrering. Formålet var at give alle berørte parter lejlighed til at lære det nye system at kende og at få erfaring med de ændrede forretningsgange. Den store omlægning foregik i påsken 1983, hvor alle andre obligationer, bortset fra præmieobligationer, overførtes til VP. Herefter foregik al handel i obligationer papirløst.

Denne procedure blev gentaget fem år senere med aktier og investeringsbeviser. I januar 1988 blev værdipapirer fra nogle få selskaber omlagt. Hovedomlægningen foregik herefter i påsken 1988.

Ved udgangen af 1990 var der oprettet i alt 2,6 millioner konti i VP. Der var registreret obligationer til en pålydende værdi af 1.174 mia.kr. og aktier og investeringsbeviser til en pålydende værdi af 56 mia.kr. Omsætningen af obligationer udgjorde i 1990 4.326 mia.kr. ligeledes efter pålydende værdi, og af aktier 68 mia.kr. Omsætningen af obligationer var således næsten fire gange så stor som den cirkulerende obligationsmasse.

Omsætningen i allerede eksisterende papirer, dvs. det sekundære marked, var med andre ord særdeles omfattende, og det er utvivlsomt dette forhold, der har gjort markedet i København attraktivt for udlændinge. Markedet er likvidt i den forstand, at man kan afhænde selv meget store poster obligationer uden at risikere, at kurserne giver efter i den anledning.

Børsmæglere

Handelen på Fondsbørsen foregik oprindelig gennem de autoriserede vekselerere, hvoraf der i 1960'erne fandtes ca. 35. Der var ikke stillet krav til deres egenkapital, men de var forpligtet til at stille et depot på 75.000 kr. som sikkerhed for opfyldelsen af de forpligtelser, der påhvilede dem som medlem af Fondsbørsen.

I 1968 blev der gennemført visse stramninger på baggrund af et par begivenheder, der rystede børsverdenen.

Den første og mest opsigtsvækkende vedrørte vekselererfirmaet Palle Palsby, der måtte standse sine betalinger i slutningen af januar 1968. Palle Palsby, der var formand for Fondsbørsens repræsentantskab, var forinden blevet heftigt angrebet af kurator i Boss-boet, højesteretssagfører Niels Klerk, for at have afgivet urigtige oplysninger om sin medvirken ved salget af aktier i De danske Bomuldsspinderier til Boss-koncernen. Palle Palsby måtte vige fra formandsposten, hvor han blev afløst af fondsbørsvekselerer Henrik Henriques.

Den anden begivenhed indtraf en uges tid senere, da også vekselererfirmaet C. E. Hogrefe standsede sine betalinger.

På baggrund heraf stillede Nationalbanken i februar 1968 det i øvrigt selvfølgelige krav, at regnskaberne for de fondsbørsvekselerere, der handlede på

Børsen på Nationalbankens vegne og dermed deltog i bankens „turnusordning", blev revideret af en statsautoriseret revisor. Dette forlangende blev i samme måned fulgt op af Handelsministeriet med en bekendtgørelse om, at kravet skulle opfyldes af samtlige fondsbørsvekselerere, der endvidere fremover skulle indsende deres årsregnskaber til Fondsbørstilsynet.

I den følgende tid strammedes reglerne yderligere. I april udvidedes således den beløbsmæssige grænse for fondsbørsvekselerernes gensidige checksikringsordning. I maj udsendte Handelsministeriet en bekendtgørelse med skærpede krav til afviklingen af fondsforretninger, herunder en stramning af reglerne om godsedler. Endelig bebudede fondsbørsvekselererne, at de ville etablere en forsikringsordning, som inden for visse grænser skulle sikre kunderne mod tab i tilfælde af en vekselerers betalingsstandsning etc. Denne ordning blev en realitet i september 1968.

Fondsbørsvekselerernes stilling blev inddraget i overvejelserne forud for ændringen af fondsbørsloven i 1972. Ved fremsættelsen af lovforslaget i november 1971 erklærede handelsminister Erling Jensen, at han kunne tiltræde fondsbørsudvalgets synspunkt, nemlig at fondsbørsvekselererne fortsat burde have eneret på deltagelse i kursnoteringen. Dette svarede til holdningen i Nationalbanken, der af hensyn til afviklingen af handelen på Fondsbørsen så en interesse i at støtte vekselererstanden. Bankerne havde ellers luftet en interesse i også at blive medlemmer af Børsen.

Vekselerernes monopol var ikke ensbetydende med store fortjenester. Nogle firmaer kunne fremvise pæne overskud. For andre - og det var de fleste - lå indtjeningen på det jævne. Baggrunden var den faste kurtage, dvs. den betaling, der skulle erlægges til vekselererne for deres medvirken under noteringen på Børsen. Bankerne og fra 1975 sparekasserne, da de fik friere tøjler, brød sig ikke om denne omkostning med det resultat, at langt hovedparten af omsætningen gik uden om Børsen og dermed tillige uden om fondsbørsvekselererne. Det var således så som så med monopolet.

Eneretten blev bevaret i endnu nogle år, men måtte efterhånden stå for skud. I juni 1984 blev det i en betænkning om bankiervirksomhed foreslået, at denne virksomhed blev omfattet af lov om visse kreditinstitutter, men med overgangsregler for allerede eksisterende virksomheder. Det blev samtidig anbefalet, at fondsbørsvekselerernes kommissionsforretninger - som hidtil - blev drevet i et personligt firma på grundlag af beskikkelse, men at deres ind- og udlånsaktiviteter enten blev overført til et kreditinstitut omfattet af lov om visse kreditinstitutter eller til en bank[1]).

[1]) Betænkning nr. 1009 om bankiervirksomhed. Udvalgets formand var daværende kontorchef i Industriministeriet, senere direktør i Finanstilsynet, Eigil Mølgaard. Baggrunden for udvalgets nedsættelse var den nødvendige gennemførelse af EF's bankharmoniseringsdirektiv for så vidt angik bankiervirksomhed.

Industriministeren valgte at udskyde behandlingen af disse forslag, indtil fondsbørsbestyrelsen havde afsluttet sine overvejelser om en samlet reform. Som nævnt forelå i oktober 1985 rapporten fra Industriministeriets styregruppe. Det blev heri foreslået, at handelen på Fondsbørsen fremtidig skulle varetages af børsmæglerselskaber samt Danmarks Nationalbank. Pengeinstitutter og andre kunne fortsat indgå handler uden om handelssystemet under anvendelse af Værdipapircentralens afviklingsordning, men i så fald med indberetningspligt til Fondsbørsen.

Disse forslag blev fulgt i loven af 4. juni 1986 om Københavns Fondsbørs. Adgangen til at handle på Børsen blev gjort åben for alle, der dannede et børsmæglerselskab. Herefter forøgedes konkurrencen, hvilket også var hensigten, med heraf følgende indsnævring af forskellen mellem de effektive købs- og salgskurser.

Der blev i første omgang oprettet ca. 50 børsmæglerselskaber fortrinsvis af gamle vekselererfirmaer og pengeinstitutter. Dette viste sig at være for mange i forhold til forretningsomfang og indtjeningsmuligheder. Antallet måtte derfor reduceres. Ved ophør og fusioner var man ved udgangen af 1990 kommet ned på ca. 35.

Eneretten til at handle på Fondsbørsen kom i søgelyset igen i 1990 i forbindelse med et af EF-Kommissionen fremsat forslag til direktiv om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer. Dette forslag gav fri adgang for udenlandske operatører, herunder udenlandske banker, til det danske børsmarked. Man skulle med andre ord ikke etablere sig ved oprettelse af et børsmæglerselskab. Det var dog muligt at stille krav af sikkerheds- og forretningsmæssig art som betingelse for adgang til markedet, ligesom eventuelle udenlandske deltagere måtte opfylde de nødvendige vilkår for deltagelse i det danske clearing- og afregningssystem.

På denne baggrund anbefalede Nationalbanken, at fondsbørsloven blev ændret, så også danske pengeinstitutter fik mulighed for at handle direkte på Børsen. Efter bankens opfattelse var handelen på Fondsbørsen blevet mere og mere domineret af nogle få pengeinstitutejede børsmæglerselskaber, således at den gennemsigtighed i markedet, der var tilsigtet, ikke var virkeliggjort i tilstrækkeligt omfang.

Investeringsservicedirektivet var endnu ikke vedtaget i 1991.

Børsetiske regler

Da børsreformen var gennemført, koncentreredes interessen om etikken i børshandelen og om den oplysningspligt, der bør påhvile selskaber, der har værdipapirer noteret på Børsen.

Begge spørgsmål er af gammel dato, men har vist sig besværlige at have med at gøre i praksis, selv om det forekommer naturligt, at handelen skal

foregå på ligelige vilkår, således at ingen kan drage fordel af oplysninger, som andre markedsdeltagere ikke har haft adgang til. Der er således en sammenhæng mellem oplysningspligt og etik. Jo mere åbne selskaberne er, jo mere reduceres omfanget af insider-viden, og jo mindre er sandsynligheden for, at der kan drages nytte af insider-viden.

Diskussionen har været præget af interessemodsætninger. Investorerne vil gerne have så fyldige oplysninger som muligt, men må så på deres side acceptere, at aktiebesiddelse ud over visse grænser skal offentliggøres[1]). Selskaberne kan være tilbageholdende af konkurrencemæssige årsager, eller simpelthen fordi de ønsker at arbejde i fred og ro uden for mediernes søgelys. Familieejede virksomheder kan være på vagt over for indflydelse udefra, selv om de har mulighed for at bevare kontrollen ved anvendelse af aktieklasser med forskellig stemmeret. I modsætning til mange andre lande er dette tilladt ifølge dansk lovgivning.

Grænsedragningen spiller også en rolle. Hvad er vigtigt at vide, og hvad er uden betydning for kursdannelsen? Endelig har spørgsmålet noget med moral og adfærd at gøre, og når dette er tilfældet, kommer man hurtigt ud på gyngende grund. Det er svært at fastlægge regler, som - bortset fra klare og grove tilfælde - på en gang er juridisk præcise og økonomisk relevante, og som ikke i praksis kan omgås.

Fondsbørsbestyrelsen udsendte for første gang et samlet sæt børsetiske regler i marts 1979. Forud var gået mange års overvejelser. Ud over en kodificering af de hidtil gældende - uskrevne - adfærdsmønstre indeholdt bestemmelserne som noget nyt, at selskaberne burde offentliggøre halvårsrapporter, og at der ved overdragelse af majoritetsposter burde gives de øvrige aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på tilsvarende betingelser.

Der var ikke knyttet sanktionsbestemmelser til disse regler, men dette blev der lagt op til senere på året, da industriministeren fik bemyndigelse til at udfærdige forskrifter dels om de oplysninger, der skal offentliggøres, før værdipapirer kan optages på Børsen, dels om periodiske oplysninger fra selskaber, der har papirer optaget på kurslisten. Der blev herved tillige tilvejebragt hjemmel til gennemførelse af et par EF-direktiver om disse forhold[2]).

På dette grundlag blev det i november 1983 gjort til en pligt at udsende halvårsrapporter samt at forsyne aktionærer og offentlighed med en række

---

[1]) Ved lov nr. 289 af 8. maj 1991 om ændring af lov om aktieselskaber mv. nedsattes grænsen fra 10 pct. til 5 pct. Dette skete efter forslag fra et flertal i folketingsudvalget med den begrundelse, at forholdene i Danmark herved blev bragt bedre i overensstemmelse med kravene i de lande, som Danmark normalt sammenlignes med. Betænkning (til lovforslag L 82) afgivet af Erhvervsudvalget den 11. april 1991, Folketinget 1990-91 (2. samling). I EF-direktiv af 12. december 1988 om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab var der fastlagt en minimumsgrænse på 10 pct.

[2]) Lov nr. 524 af 27. december 1979 om ændring af lov om Københavns Fondsbørs.

nærmere specificerede oplysninger[1]). Ved samme lejlighed blev der opstillet regler for indholdet af de prospekter, der skal udfærdiges inden værdipapirers optagelse til officiel notering[2]).

Ved revisionen af fondsbørsloven i 1986 strammedes reglerne yderligere. Det blev for første gang lovfæstet, at fondsbørsbestyrelsen skal fastsætte børsetiske regler, og det blev pålagt Finanstilsynet at føre tilsyn med reglernes overholdelse. Endvidere blev insider-handel gjort ulovlig. Det pågældende kapitel fik overskriften „Misbrug af oplysninger". Det var første gang, at der blev indført et generelt forbud mod køb og salg i tilfælde, hvor der foreligger kendskab til endnu ikke offentliggjorte oplysninger.

Reglerne blev siden skærpet ved flere lejligheder. Alligevel opstod der situationer, hvor et selskabs kurser bevægede sig ejendommeligt, og hvor der var mistanke om udnyttelse af insider-viden. Fondsbørsen, Tilsynet og dagspressen var som sædvanlig hurtigt på pletten, men af gode grunde var sagerne svært gennemskuelige. Konkrete sager af denne art var også godt politisk stof. Problemet blev debatteret endnu en gang i Folketinget i december 1989 og de første måneder af 1990.

På baggrund heraf nedsatte industriministeren i juni 1990 et bredt sammensat udvalg, der fik til opgave at fremkomme med forslag, der kunne forbedre forholdene omkring Københavns Fondsbørs, herunder at udrede, om Fondsbørsen havde „behov for at effektivisere sig og blive mere handlekraftig"[3]). Som baggrund for udvalgets arbejde forelå tillige et EF-direktiv af 13. november 1989 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insiderhandel. Udvalgets betænkning (nr. 1216) forelå i marts 1991.

På dette grundlag blev der ved lov nr. 343 af 6. juni 1991 gennemført en række ændringer i fondsbørsloven, aktieselskabsloven og lov om forsikringsvirksomhed[4]). Gamle regler skærpedes, og nye tilføjedes. Begrebet intern viden blev således udvidet til ikke alene at omfatte ikke-offentliggjorte oplysninger om udstederen, men også kendskab til andre forhold af betydning for kursdannelsen, f.eks. offentlige myndigheders økonomiske beslutninger respektive andre markedsdeltageres planer om køb eller salg af betydende poster af et værdipapir.

Endvidere blev det pålagt udstederen samt foretagender, der regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden, at udarbejde interne regler for handel med værdipapirer og for omgang med intern viden. Det blev (i aktieselskabsloven mv.) pålagt bestyrelsesmedlemmer, direktører samt ledende medarbejdere i børsnoterede selskaber at lade deres aktier i selskabet og i andre selska-

---

[1]) Bekendtgørelse nr. 526 af 10. november 1983.
[2]) Bekendtgørelse nr. 527 af 10. november 1983.
[3]) Udvalget havde afdelingschef i Industriministeriet, C. Boye Jacobsen, som formand.
[4]) Ændringerne er omtalt og kommenteret i en række artikler i bladet Revision og Regnskabsvæsen nr. 7, juli 1991.

ber i koncernen navnenotere, og kravet om indberetning til Børsen af et selskabs besiddelse af egne aktier skærpedes.

Endelig fik Finanstilsynet udvidede beføjelser til efterforskning, eventuelt i samarbejde med Fondsbørsen, men dog ikke så vidt, at der blev givet adgang til tværgående undersøgelser via Værdipapircentralens registre.

Futures og optioner

Sidste etape i børsreformen var etableringen af markedet for futures og optioner, også kaldet FUTOP-markedet. I rapporten fra Industriministeriets styregruppe fra oktober 1985 blev der i det ledsagende lovudkast taget højde herfor, men ellers var forhistorien, at man søgte at komme en foreslået notering af danske futures og optioner i London i forkøbet. Overvejelser i denne retning var begyndt at tage form hen imod slutningen af 1986.

Da det fandtes ønskeligt, at markedet etableredes i København, tog Fondsbørsen i december 1986 initiativ til etablering af en dansk ordning på dette område.

Der blev i den anledning nedsat et udvalg, som færdiggjorde sit arbejde i løbet af nogle få måneder. På grundlag heraf og efter anbefaling af Fondsbørsen stiftedes herefter den 2. juli 1987 Garantifonden for Danske Optioner og Futures[1]) af Danmarks Nationalbank, Danmarks Sparekasseforening, Den Danske Bankforening, Foreningen af Børsmæglerselskaber og Sammenslutningen af Børsmæglerselskaber[2]).

Garantifonden, der fik en grundkapital på 300.000 kr. tegnet af stifterne, organiseredes som en privat, erhvervsdrivende fond, der kom til at stå som søsterorganisation til Fondsbørsen og Værdipapircentralen.

Ved udgangen af 1990 var der som brugere tilsluttet ca. 30 fondshandlere, dvs. foruden Nationalbanken, pengeinstitutter og børsmæglerselskaber etc., som i form af variabel ansvarlig lånekapital mv. havde indbetalt knap 240 mill.kr. til fonden. Størrelsen af den variable ansvarlige lånekapital afhænger af brugernes transaktionsomfang med fonden. Der blev samtidig knyttet initiale og løbende margenindbetalinger til kontrakterne.

Som forudsætning for et velfungerende marked blev Garantifonden indskudt som mellemled mellem køber og sælger. Fonden fik herudover til opgave at fastsætte de nærmere administrative regler for handelen, at forestå clearing af indgåede handler samt at virke for, at investorerne informeredes om de risici, der er forbundet med investering i optioner og futures. Natio-

---

[1]) Til formand for fonden udnævntes bankdirektør Jens Otto Veile. Tyge Vorstrup Rasmussen ansattes som direktør.

[2]) Disse to sidste stiftere blev fra 1. oktober 1987 afløst af Foreningen af Danske Børsmæglerselskaber.

nalbanken påtog sig opgaven at fungere som clearingcentral for afregning mellem fonden og brugerne.

I grove træk kan futures karakteriseres som standardiserede terminsforretninger hvad angår aktivtype, løbetid (forfaldstidspunkt) og kontraktstørrelse.

Ved optioner har indehaveren en ret, men ikke en pligt til at udnytte kontrakten. Indehaveren kan således mod en præmie dække sig ind over for en mulig tabsgivende udvikling i kurserne uden at sætte gevinstmuligheden over styr. Call-optioner giver ret til at købe et aktiv til en forud fastlagt pris. Put-optioner giver ret til at sælge. I den danske ordning er udnyttelsen kun mulig ved kontraktens udløbstidspunkt.

FUTOP-markedet er således et naturligt supplement til kontanthandelen i værdipapirer. Der er hermed åbnet mulighed for, at man i tilfælde af uro i det ordinære marked kan sikre sig i FUTOP-markedet, frem for måske forhastede købs- eller salgsdispositioner.

Handelen i markedet påbegyndtes i september 1988. I januar året efter overførtes Garantifondens instrumenter til Fondsbørsens elektroniske handelssystem. Kontrakterne var i den første tid udelukkende baseret på den toneangivende realkreditobligation 9 pct. 2006, der fortsat ind i 1990 var den dominerende basis for FUTOP-obligationsmarkedet. I slutningen af 1989 påbegyndtes futures og i september 1990 optioner baseret på de 25 største og mest omsatte aktier noteret på Fondsbørsen - det såkaldte KFX aktieindeks.

Efter en svag periode i 1989 steg omsætningen kraftigt i 1990 til 740.000 kontrakter mod 290.000 i 1989. Markedet kom herved op i en størrelse, der i perioder overgik omsætningen i de underliggende papirer. Årsagen var uroen i forbindelse med Golf-krisen i slutningen af 1990 og begyndelsen af 1991.

Skatteforholdene omkring FUTOP-markedet blev afklaret i foråret 1991 ved indførelsen af symmetrisk beskatning med visse begrænsninger, dvs. beskatning af gevinster og - efter visse ret indviklede regler - mulighed for fradrag for tab. Folketinget fulgte hermed hovedindholdet i et oplæg fra Skatteministeriets udvalg vedrørende beskatning af finansielle instrumenter[1]).

[1]) Betænkning nr. 1139. Skatteministeriet, juni 1988. Udvalget havde afdelingschef Jens Drejer, Skatteministeriet, som formand.

8. Forsikringsselskaber mfl.

Forsikringsselskaber og pensionskasser

Ud over forsikringsselskabers og pensionskassers egentlige formål har de fået overordentlig stor kapitalmarkedsmæssig betydning på grund af de store fondskapitaler, de råder over. Såvel samfundet som institutionerne har derfor stor interesse i udformningen af de regler, der gælder for placeringen af deres midler.

Institutionerne selv har i tidens løb presset på for at få så stor frihed som muligt. Set fra et indtjeningsmæssigt synspunkt er blot nogle få ekstra marginaler på de store formuer, der forvaltes, mindst lige så vigtigt som at holde styr på omkostningerne. Ud fra sådanne betragtninger samt ønsket om at bevare pensionskapitalens realværdi har der vist sig stigende interesse for at gå ind i erhvervslivet med direkte investeringer.

Det var et udtryk for denne mere aktive linje, og med blikket rettet mod servicefordele og rationaliseringsgevinster, at store pensionskasser dækkende faggrupper inden for social- og sundhedssektoren samt amtskommunerne i 1973 gik sammen i Pensionskassernes Administrationskontor (PKA).

Politikerne har været lydhøre over for ønskerne, selv om det ved hver liberalisering af bestemmelserne er blevet præciseret i lovgivningen, at institutionerne ikke må drive anden virksomhed end den, der følger af de respektive loves formålsparagraffer. Sikkerhed og risikospredning i placeringerne har således til stadighed været de fundamentale krav.

Ved begyndelsen af 1960'erne var forsikringsområdet reguleret ved lov nr. 147 af 13. maj 1959. Få år senere – i 1962 – blev der indledt en omfattende undersøgelse af branchens forhold. Det skete gennem den i juni 1962 nedsatte forsikringskommission, der havde højesteretsdommer, dr.jur. Jørgen Trolle som formand. Kommissionen afgav i alt fire delbetænkninger. Den første kom i 1968 og den sidste i 1976. Foruden en historisk oversigt samt en generel beskrivelse af skadesforsikringsvirksomhed omfattede kommissionens undersøgelser motorkøretøjsforsikring, lovpligtig ulykkesforsikring, familieforsikring og livsforsikring. Kommissionen fandt ikke anledning til at fremkomme med forslag til ny lovgivning.

Lovbestemmelserne blev først undergivet en egentlig revision i 1980[1]).

[1]) Lov nr. 630 af 23. december 1980 om forsikringsvirksomhed.

Der var fremsat lovforslag herom allerede i folketingsåret 1976/77, men forslaget nåede ikke at blive færdigbehandlet og bortfaldt derfor. Det samme gentog sig et par gange.

Grundlæggende ændringer i vilkårene for selskabernes virksomhed blev dog ikke gennemført ved denne lejlighed, men de selskabsretlige regler moderniseredes. Endvidere blev de tværgående pensionskasser overført til denne lov fra lov om tilsyn med pensionskasser, og det hidtidige forsikringsråd erstattedes af et forsikringstilsyn. Endelig blev loven bragt i overensstemmelse med EF's selskabsdirektiv af 13. marts 1976 og 1. livsforsikringsdirektiv af 5. marts 1979. I maj 1975 var loven blevet tilpasset efter 1. skadesforsikringsdirektiv af 24. marts 1973.

De videre overvejelser var især koncentreret om institutionernes virksomhedsområde og investeringsmuligheder. Det var en grundregel i lovgivningen, at et forsikringsselskab eller en pensionskasse ved investeringer uden for deres eget område ikke måtte udøve en ejers indflydelse eller i øvrigt have bestemmende indflydelse. Denne regel modificeredes efterhånden med det eksplicitte formål at lette institutionernes mulighed for at tilføre erhvervslivet risikovillig kapital.

I 1983 blev det tilladt, at en flerhed af livsforsikringsselskaber og pensionskasser hver for sig kunne eje op til 15 pct. af aktiekapitalen i et kapitalformidlingsselskab, der så på sin side kunne investere fuldt ud i anden erhvervsvirksomhed. I praksis viste der sig imidlertid ikke større interesse for at gå sammen om sådanne selskaber, bl.a. som følge af de indbyrdes konkurrenceforhold.

Reglen lempedes i 1989, således at herefter blot to institutioner kunne stå for oprettelsen af et sådant selskab og altså hver for sig besidde indtil 50 pct. af selskabets aktiekapital. Desuden ophævedes forbudet mod, at kapitalformidlingsselskaber var holdingselskab for en enkelt eller nogle få virksomheder. Endelig udvidedes institutionernes adgang til at tilbyde serviceydelser, der ikke i sig selv faldt ind under forsikringsvirksomhed, men som lå i forlængelse af sådan virksomhed.

I maj 1990 gennemførtes en række yderligere lovændringer, heriblandt at forsikringsselskaber i datterselskabsform kunne drive anden virksomhed, der var underlagt Finanstilsynets virksomhed. Endvidere fik forsikringsselskaber, der efter overdragelse af forsikringsbestanden til anden side var ophørt med at drive forsikringsvirksomhed, mulighed for ved omdannelse at kunne fortsætte som selskab med andet formål og eventuelt også i anden selskabsform. På begge områder blev forsikringsselskaberne hermed ligestillet med pengeinstitutterne.

Ligeledes med henblik på at fremme erhvervsinvesteringerne hævedes i 1983 bundgrænsen for den del af de bundne midler, der kunne placeres i andet end særligt sikrede aktiver, fra 20 til 25 pct. I 1989 forhøjedes grænsen

yderligere til 40 pct. Ved samme lejlighed lempedes risikospredningsreglen, således at der blev mulighed for at placere op til 2 pct. af de samlede passiver i en enkelt virksomhed mod hidtil 1 pct.

Rammerne for institutionernes udfoldelsesmuligheder blev således udvidet ganske betydeligt. Der lå heri tillige en tilpasning til den større frihed, som visse store forsikringsselskaber havde skaffet sig i midten af 1980'erne gennem holdingkonstruktioner.

I 1990 androg den samlede balancesum i forsikringsselskaber og pensionskasser 425 mia.kr. Aktiver i form af udlån og værdipapirbeholdninger udgjorde 379 mia.kr. Fordelingen heraf fremgår af tabel 9.7, side 369, i afsnittet om de finansielle institutioners balancestruktur.

ATP og LD

Begge disse fonde kom til verden ved politiske forlig, der havde stabilisering af økonomien som hovedformål. Selv om pensionsspørgsmålet, specielt ved ATP, naturligvis også spillede en rolle, var selve fondsdannelsen og dermed opsparingselementet en nok så vigtig del af de politiske overvejelser.

Arbejdsmarkedets Tillægspension var led i den plan for en „helhedsløsning", som regeringen fremlagde i Folketinget i februar 1963. I sin bog om ATP[1]) skriver fondens første direktør, Georg R. Nelson, herom, at spørgsmålet om en tillægspensionsordning på dette tidspunkt kun var en lille brik i det store politiske puslespil. Han citerer statsminister Jens Otto Krag ved 1. behandlingen: „... det vigtigste er naturligvis stabiliseringslinjen, der skal danne basis for fortsat fremgang i landets økonomi ...".

Efter et forberedende arbejde i tillægspensionsudvalget vedtoges loven om ATP i marts 1964[2]). ATP fik til formål at udbetale lønmodtagerne en tillægspension til folkepensionen og blev dermed en del af det sociale tryghedssystem. Alle lønmodtagere med et vist antal arbejdstimer blev ved lov medlemmer, og ATP fik således samtidig karakter af en obligatorisk pensionsordning. Ved en lovændring i maj 1965 blev tjenestemænd mfl. optaget i ordningen.

Repræsentantskabet kom til at bestå af lige mange arbejdsgiverrepræsentanter og lønmodtagerrepræsentanter samt en formand, der ved sin udnævnelse samtidig blev formand for bestyrelsen. Af ATP-bidraget skulle ⅓ betales af lønmodtagerne og ⅔ af arbejdsgiverne.

Ved midlernes placering skulle der tilstræbes en betryggende sikkerhed,

---

[1]) ATP's Historie 1964-1983.

[2]) Lov nr. 46 af 7. marts 1964 om Arbejdsmarkedets Tillægspension. Formand for Tillægspensionsudvalget af 1963 var direktør Geert Drachmann, der senere blev ATP's første formand.

opretholdelse af midlernes realværdi samt højest mulig forrentning. En del af midlerne kunne, forudsat forskellige betingelser var opfyldt, anvendes til lån til arbejdsgivere. Indtil 15 pct. kunne investeres i fast ejendom og aktier mv. dog således, at der i samme selskabs aktier ikke måtte anbringes mere end 1 pct. af fondsmidlerne eller mere end 15 pct. af det pågældende selskabs aktiekapital.

De 15 pct. for anbringelse i „risikoprægede" aktiver blev i 1977 forhøjet til 25 pct., men i 1980 - i forbindelse med etableringen af Lønmodtagernes Dyrtidsfond - reduceret til 20 pct. Det blev samtidig fastlagt, at ATP sammen med LD maksimalt måtte erhverve op til 20 pct. af en virksomheds samlede aktiekapital. Det præciseredes endvidere, at ATP kun måtte investere i børsnoterede aktier.

Reglerne lempedes i 1982 og 1987. Ved denne sidste liberalisering blev de 20 pct. for anbringelse i „risikoprægede" aktiver sat op til 25 pct., og grænsen for placering af fondsmidler i samme selskab forhøjet fra 1 til 2 pct. Samtidig ændredes reglen for sameje, således at ATP og LD herefter tilsammen måtte gå op til en andel af en enkelt virksomheds aktiekapital, der lå inden for lovens ramme for „ikke-bestemmende indflydelse".

ATP's investeringsstrategi fremgår af institutionens årsberetning for 1990, hvori det bl.a. hedder, at „ATP sigter mod at være en professionel og synlig investor, hvor målet er det størst mulige afkast, ikke at gå ind i driften af de enkelte virksomheder. I stedet følger ATP aktivt virksomhedens udvikling ved repræsentation på selskabets generalforsamling, enten ved personligt fremmøde eller ved fuldmagt til bestyrelsen, og agerer i øvrigt ved at købe, ved at beholde og ved at sælge".

Ved udgangen af 1990 var ATP's formue nået op på 80 mia.kr.

Baggrunden for oprettelsen af *Lønmodtagernes Dyrtidsfond* var augustforliget i 1976. Ved denne lejlighed indgik forligspartierne[1]) sammen med Det Konservative Folkeparti en indkomstpolitisk aftale gående ud på, at såfremt prisudviklingen i overenskomstårene 1977-78 og 1978-79 udløste mere end én dyrtidsportion ved hver halvårsregulering, burde overskydende portioner ikke komme til udbetaling, men udredes af staten til senere anvendelse. Det formelle grundlag blev udmøntet året efter med vedtagelsen i juni 1977 af den såkaldte dyrtidsindbetalingslov[2]), hvorefter der på en særlig konto forvaltet af ATP's administration indbetaltes én dyrtidsportion i to år og én i halvandet år. Det blev over perioden 1977-79 til i alt 7,7 mia.kr.

---

[1]) Socialdemokratiet, Det Radikale Venstre, Kristeligt Folkeparti og Centrum-Demokraterne.

[2]) Lov nr. 230 af 2. juni 1977 om midlertidig indbetaling fra staten til Arbejdsmarkedets Tillægspension af visse dyrtidsportioner.

Efter gennemførelsen af loven om Lønmodtagernes Dyrtidsfond[1]) overgik forvaltningen af midlerne til LD med virkning fra 1. april 1980. Midlerne var da i kraft af forrentning mv. kommet op på 9,2 mia.kr. Bestyrelsen kom til at bestå af de 15 lønmodtagerrepræsentanter, der var medlemmer af ATP's repræsentantskab, samt 6 medlemmer udpeget af finansministeren[2]). Udbetalingerne kom til at foregå ved engangsbeløb, når den fastlagte pensionsbegivenhed indtrådte. Ordningen fik således karakter af en kapitalpension, men begrænset til de lønmodtagere, der i kraft af indefrosne dyrtidsportioner fik midler indestående i fonden. De sidste udbetalinger må påregnes at finde sted omkring år 2030, hvorefter fondens formue vil være udtømt.

Reglerne for midlernes anbringelse blev de samme som for ATP, men med lidt videre muligheder.

Ved en lovændring i maj 1982 blev der åbnet adgang for, at fonden kunne erhverve anparter og yde lån til virksomheder inden for snævre rammer. Endvidere blev der - som for ATP - givet udtrykkelig hjemmel til at erhverve indeksobligationer. Reglerne lempedes yderligere i slutningen af 1987 svarende til regelændringerne for ATP, jf. herom foran. Ligesom ATP fik LD ved denne lejlighed adgang til at oprette datterselskaber.

Fonden anlagde fra starten en aktiv linje i sin investeringspolitik. Man ønskede at udnytte mulighederne for at placere midler i aktier, enten i børsnoterede aktier eller i unoterede papirer i form af såkaldte direkte investeringer. Fonden gjorde samtidig krav på indflydelse svarende til den kapitalindsats, der blev ydet.

Det lykkedes i årenes løb at skabe store overskud, således at fonden opnåede en kraftig formuetilvækst. Ved udgangen af 1990 var lønmodtagermidlerne nået op på godt og vel 28 mia.kr.

Den Sociale Pensionsfond

Det var tanken med denne fond, at den skulle danne grundlag for en tillægspension[3]) og samtidig i opbygningsfasen styrke opsparingen og dermed bidrage til bedre ligevægt såvel på kapitalmarkedet som i økonomien som helhed. Efter en halv snes års forløb ophørte indbetalingerne imidlertid, og fonden kom til at hvile i sig selv. Den voksede herefter alene i kraft af renteindtægterne.

Det oprindelige formål blev aldrig tilgodeset. Som følge af de vanskelige økonomiske forhold veg man tilbage fra at forøge forbruget ved anvendelse

---

[1]) Lov nr. 7 af 9. januar 1980.

[2]) LD's første formand blev Thomas Nielsen, LO. Næstformandsposten blev besat med Kirsten Stallknecht, FTF. Som daglig leder udnævntes cheføkonom i LO, Holger Jensen.

[3]) Spørgsmålet om en tillægspensionsordning efter svensk mønster var blevet drøftet i Tillægspensionsudvalget af 1964, der havde fhv. departementschef Erik Dreyer som formand. Betænkning nr. 452, 1967.

af fondens midler ud over, at der fra 1978 blev trukket på fonden til visse specielle formål.

Fonden blev oprettet ved lov nr. 270 af 4. juni 1970. Ved lovforslagets fremsættelse den 17. februar samme år udtalte socialminister Nathalie Lind[1]), at fondens midler skulle opsamles gennem opkrævning af et særligt folkepensionsbidrag, der i årene 1971-73 skulle udgøre 1 pct. og i tiden derefter 2 pct. af skalaindkomsten. Udbetalingen af tillægspensionen skulle påbegyndes i 1976 og herefter gradvis forøges indtil 1982. Til fonden skulle tillige overføres det beløb på 216 mill.kr., der indestod i Nationalbanken på statens konto for folke- og invalidepension.

Ministeren tilføjede, at ved at henlægge hele provenuet af det særlige folkepensionsbidrag til en social pensionsfond, indtil pensionsudbetalingerne kunne påbegyndes, ville der blive tale om en stærkt tiltrængt forøgelse af opsparingen.

Dette sidste spørgsmål skulle vise sig at blive det kontroversielle punkt under debatten i Folketinget[2]). Kaj Bundvad, Socialdemokratiet, satte et stort spørgsmålstegn ved, om en så kraftig pengeindefrysning var nødvendig for at tjene fondens sociale formål. „Vi er imod, at den sociale fond skal bruges til en fonden uvedkommende opgave, nemlig en stærk økonomisk stramning". Socialdemokratiet ønskede dels en fremskyndet udbetaling, dels at fondens midler ikke blot blev anbragt i obligationer, men fik „en aktiv funktion". Da partiet ikke vandt tilstrækkeligt gehør for disse synspunkter, undlod man at stemme ved 3. behandlingen den 29. maj 1970[3]).

Det blev i loven bestemt, at fonden skulle bestyres af socialministeren og finansministeren, og at fondens midler skulle anbringes i obligationer. Der blev i tilslutning hertil nedsat en lille styregruppe med repræsentanter bl.a. fra Nationalbanken til at tage sig af fondens placeringer. Som fondens agent blev det således Nationalbanken, der kom til at stå for obligationskøbene samt til i praksis at varetage forvaltningen af værdipapirbeholdningen. Der sigtedes mod et jævnt indkøbsforløb, i de første år koncentreret om langfristede realkreditobligationer[4]).

Der var ro om fonden, indtil det tidspunkt nærmede sig, hvor man skulle bruge af pengene. Ifølge loven skulle der i folketingsåret 1974-75 fremsættes lovforslag om den gradvise gennemførelse af tillægspension i perioden 1976-82, men da det kom til stykket, veg man tilbage fra at gøre det.

I oktober 1974 fremsatte socialminister Jacob Sørensen forslag om at ud-

---

[1]) Folketingstidende 1969-70 II, sp. 3523-3525.
[2]) Anf.st., sp. 4206-4208.
[3]) Folketingstidende 1969-70 III, sp. 6761-6762.
[4]) I 1978 påbegyndtes køb af statsobligationer, og i marts 1991 fik fonden tilladelse til at købe indeksobligationer - lov nr. 158 af 18. marts 1991 om ændring af lov om Den Sociale Pensionsfond.

skyde fristerne i 5 år til 1981-87. Udsættelsen var led i forligsaftalen mellem de 6 af Folketingets partier[1]), der i september 1974 fik vedtaget en indkomstskattelettelse på i alt 7 mia.kr. Udsættelsen indgik som led i de „langsigtede besparelser".

Der blev i mellemtiden udskrevet valg, der førte til regeringsskiftet i februar 1975. Måneden efter foreslog socialminister Eva Gredal i Folketinget[2]), at fristen for tillægspensionens gennemførelse blev udskudt i blot 3 år, men altså udskudt[3]).

Konkrete forslag om en tillægspension blev imidlertid aldrig fremsat. Derimod anvendtes en del af fondens indtægter til delvis dækning af den pensionsreform, der blev gennemført i 1978, heriblandt finansiering af den boligydelse, som for pensionister trådte i stedet for den almindelige boligsikring.

Under 1. behandlingen af reformforslagene den 24. januar 1978 gjorde økonomiminister Per Hækkerup det klart, at pensionsreformen (med virkning fra 1. januar 1979) ville betyde en „udpumpning af købekraft på en lille milliard kroner, og finansieringen heraf må afhænge af, hvorledes den samfundsøkonomiske situation er på det pågældende tidspunkt"[4]).

Også Palle Simonsen, Det Konservative Folkeparti, var inde på de samfundsøkonomiske konsekvenser. Han udtalte bl.a., „at pensionisterne i dette land har en berettiget forventning om, at der finder udbetalinger sted fra den sociale pensionsfond, og her kan man selvfølgelig sige, at vi som politikere har begået en fejl, fordi vi har sat etikette på en skat, som er indført i 1970. De, der er pensionister i dag, og de, der er på vej til at blive pensionister, må naturligvis stille spørgsmålet: ja men hvorfor kan vi ikke få pengene? Derfor står vi som politikere i et dilemma mellem på den ene side at tage hensyn til de samfundsøkonomiske konsekvenser og på den anden side at se på, hvilke berettigede krav og hvilke forventninger der må være hos pensionisterne"[5]).

I oktober 1981 blev det besluttet med virkning fra 1. januar 1982 at ophøre med at opkræve bidrag til fonden. I tilslutning hertil forhøjedes det almindelige folkepensionsbidrag tilsvarende. Fondens udgifter skulle herefter alene dækkes ved fondens renteindtægter. Den gamle lov ophævedes og blev erstattet af lov nr. 521 af 28. oktober 1981, der siden har været gældende med visse ændringer.

Der var forinden disse beslutninger overvejelser i regeringen om at foreslå, at fonden blev nedlagt. I en udtalelse til dagbladet Børsen den 18. juni 1981 gav finansminister Svend Jakobsen udtryk for, at en særlig pensionsfond

---

[1]) V, K, RV, CD, KrF og RFB.
[2]) Folketingstidende 1974-75, 2. samling I, sp. 1847-1848.
[3]) Lov nr. 269 af 26. juni 1975 om ændring af lov om Den Sociale Pensionsfond.
[4]) Folketingstidende 1977-78 III, sp. 5074.
[5]) Anf.st., sp. 5027.

„skaber forventninger om pensionsudbetalinger, der ikke er samfundsøkonomisk grundlag for". Venstre og Det Konservative Folkeparti var imidlertid imod et sådant skridt, og resultatet blev en videreførelse af fonden, men altså uden bidrag. Nationalbanken var tidligere underhånden blevet kontaktet med henblik på eventuel overtagelse af fondens obligationsbeholdning, hvilket man umiddelbart fandt ville være en rationel løsning, men noget konkret kom der således ikke ud af disse tanker.

Fondens formue voksede støt og var ved udgangen af 1990 nået op på knap 115 mia.kr. Det forhold, at fonden blev realrenteafgiftspligtig, har siden 1982 modereret stigningen. I 1990 betaltes ca. 4½ mia.kr. i realrenteafgift, og fonden var dermed den største bidragyder til denne skat.

Fonden indgår i statsregnskabet under Socialministeriet. På denne baggrund og som følge af de i EF vedtagne referenceværdier for størrelsen af den offentlige gæld besluttede finansminister Henning Dyremose i efteråret 1991 at lade fondens obligationsbeholdning modregne i statsgælden, der herved reduceredes tilsvarende.

Dette gav anledning til en forespørgselsdebat i Folketinget den 28. november 1991 på foranledning af Kirsten Jacobsen mfl., Fremskridtspartiet, der ved et dagsordensforslag ønskede bekræftet, at hele afkastet af fondens formue skulle anvendes til pensionsformål.

Dagsordensforslaget forkastedes til fordel for et af Jytte Hilden på vegne af Socialdemokratiet, Det Konservative Folkeparti, Venstre, Centrum-Demokraterne, Det Radikale Venstre og Kristeligt Folkeparti fremsat dagsordensforslag gående ud på, at Tinget konstaterede, at fondens renteafkast var anvendt til løbende forbedringer i overensstemmelse med de oprindelige hensigter[1]).

Investeringsforeninger

Ideen bag disse institutioner er den enkle, at det for jævne investorer er en fordel at optræde i fællesskab. Risikoen for tab formindskes ved at sprede investeringerne, og ved at investere i aktier får man mulighed for at opnå en vis grad af værdifasthed. Ved at gå sammen kan der tillige blive råd til at betjene sig af ekspertbistand ved valg af værdipapirer.

Kollektiv investering i aktier, obligationer og pantebreve vandt indpas i Danmark i 1960'erne, men antallet af foreninger steg først mærkbart i 1970'erne, og man skulle ind i 1980'erne, før de blev en betydelig faktor på kapitalmarkedet[2]). Foreningsformen blev valgt af skattemæssige grunde.

---

[1]) Folketingstidende 1991-92, sp. 2968-3004.

[2]) Der var før 1960 etableret enkelte foretagender af denne art, deriblandt „Investor", som var oprettet i 1928 som et aktieselskab, men i 1962 blev omdannet til en forening.

Foreninger var skattepligtige af almindelig erhvervsudøvelse, men var skattefri, hvis virksomheden alene bestod i at foretage investeringer i værdipapirer. Derimod var medlemmerne skattepligtige af det udbytte mv., som de modtog.

Som andre nydannelser i det finansielle system skulle også investeringsforeningernes virksomhed undersøges nærmere. Dette skete i første omgang i et af Handelsministeriet i februar 1961 nedsat udvalg vedrørende investeringsvirksomhed[1]). Udvalget afgav betænkning i 1968 (nr. 505 - kollektiv investering i aktier) og fremkom i forbindelse hermed - på forslag af et flertal i udvalget - med et udkast til lov om investeringsforeninger. Der var imidlertid ikke tilstrækkelig opbakning blandt erhvervsorganisationerne til dette udspil, og da endvidere visse skatteforhold i relation til aktionærer og aktieselskaber endnu var under overvejelse, blev sagen stillet i bero indtil videre.

Man skulle herefter frem til 1976, før spørgsmålet blev aktuelt igen. Anledningen kom udefra, idet man inden for EF var i gang med at udforme et direktiv om samordning af tilsynslovgivningen vedrørende institutter for kollektiv investering i værdipapirer. Formålet hermed var dels at tilvejebringe en bedre beskyttelse af investorerne, dels at opnå en tilnærmelse landene imellem af konkurrencebetingelserne, således at der blev skabt grundlag for en liberalisering - frit køb og salg over grænserne - af institutternes beviser.

Handelsministeriet nedsatte i den anledning et udvalg med den opgave at udarbejde et udkast til lov om tilsyn med investeringer. Udvalgets betænkning (nr. 942) forelå i november 1981, og på grundlag heraf blev der i maj 1982 gennemført en lovgivning på området[2]). Lovens hovedformål var at beskytte investorerne mod specifikke risici, men ikke mod f.eks. generelle kursfald.

Det blev bl.a. fastsat, at en investeringsforenings ledelse kun kunne disponere over foreningens aktiver med et depotselskabs medvirken, typisk en bank eller sparekasse. Endvidere blev der indført placeringsforskrifter gående ud på, at mindst 85 pct. af aktiverne skulle anbringes i børsnoterede værdipapirer, i pantebreve med sikkerhed inden for 80 pct. af ejendommens handelsværdi eller i likvide midler. I tilknytning hertil forlangtes en vis risikospredning, og det blev ikke tilladt, at foreninger fik dominerende indflydelse på de selskaber, hvori de havde investeret.

Desuden måtte investeringsforeninger ikke optage eller yde lån eller deltage i spekulationsforretninger. Især på dette punkt kom de til at adskille sig fra investeringsselskaber.

---

[1]) Udvalget havde først professor, dr.polit. Poul Winding, som formand. Efter hans død i februar 1966 udnævntes professor, dr.jur. A. Vinding Kruse, til formand.

[2]) Lov nr. 229 af 26. maj 1982 om investeringsforeninger. Udvalget havde fuldmægtig i Handelsministeriet, senere afdelingschef i Energiministeriet, Jørgen Nørgaard, som formand.

Tilsynet med foreningerne blev henlagt til Tilsynet med Banker og Sparekasser.

I overensstemmelse med hidtidig praksis fik foreningerne adgang til enten at udlodde overskuddet som udbytte eller at henlægge det til formuen. I dette sidste tilfælde fik medlemmet andel i formueforøgelsen gennem kursstigning på investeringsbeviset. De udloddende foreninger var som hidtil skattefri, mens medlemmet var skattepligtig af det modtagne udbytte. De akkumulerende foreninger blev pålagt selskabsskat i 1979, mens medlemmet blev fri for skat, såfremt investeringsbeviset blev afhændet mindst tre år efter erhvervelsen.

Ud over de forannævnte fordele ved kollektiv investering i værdipapirer er den enkelte investors dispositioner i høj grad afhængig af skattemæssige overvejelser. Dette trådte klart frem ved den i 1986 gennemførte skattereform, der reducerede beskatningen af kapitalindkomst hos den enkelte skatteyder og dermed indsnævrede fordelen ved medlemskab af akkumulerende foreninger. Resultatet blev et betydeligt tilbagesalg af investeringsbeviser i disse foreninger, hvis formue derfor faldt drastisk. Nedgangen i de danske aktiekurser i 1986-87 var formentlig med til at øge interessen for udenlandske aktier indtil børskrisen i New York i oktober 1987.

Ved udgangen af 1990 fandtes der i alt 32 investeringsforeninger. De fleste var oprettet af pengeinstitutter. Halvdelen af foreningerne bestod af en enkelt afdeling, mens de øvrige havde opdelt deres virksomhed på forskellige afdelinger. I alt var der oprettet 117 afdelinger, hvoraf 96 var udloddende med en formue på 16,5 mia.kr. og 21 akkumulerende med en formue på 4,7 mia.kr.

9. Strukturelle forhold

Institutionelle ændringer

Som følge af stærke koncentrationstendenser undergik det finansielle system store forandringer i årene 1960-90.

Dette var således tilfældet på *bank- og sparekasseområdet.*

Årsagerne var de velkendte. Industrivirksomhederne voksede sig større. Så måtte de mindre banker - ved at gå sammen - gøre det samme, hvis de ville beholde dem som kunder. Endvidere blev man herved i stand til at løfte opgaver, f.eks. på valuta- og fondsområdet, der ellers måtte overlades til de store. Omkostningsbesparelser spillede også en rolle. Konkurrenceevne og markedsandele var et yderligere motiv. Hertil kom følgerne af den teknologiske udvikling og - i 1980'erne - af dereguleringen og afviklingen af valutarestriktionerne.

Nationalbankens interesse for strukturforholdene var oprindelig koncentreret om banksektoren, men også sparekasserne fulgte godt med i strukturtilpasningen.

Oprindelig var der mange selvstændige banker og sparekasser. Det er der stadig, men i begyndelsen af 1960'erne var tallet meget stort. Ud over nogle få landsdækkende banker og enkelte mellemstore banker og sparekasser var billedet præget af de mange mindre lokale pengeinstitutter - ofte flere i samme by. Andelskasserne var ikke slet så synlige, men de var der. Det var ikke for ingenting, at Provinsbankforeningen indtog en central plads i offentlighedens bevidsthed om bankerne og deres synspunkter.

Dette mønster førte til det såkaldte korrespondentbanksystem, hvor mindre pengeinstitutter knyttede sig til større, herunder især de store i København, hvad angik checkclearing og udførelse af fonds- og valutaforretninger. Det var endnu ualmindeligt, at provinsbanker var direkte repræsenteret i hovedstaden ved filialetablering. Det var kun Aarhuus Privatbank, der havde vovet sig inden for voldene.

Man håndhævede gode, gamle, velrenommerede principper. Sparekasserne skulle passe ekstra på. Deres opgave var først og fremmest at fremme folks opsparingslyst og herudover at låne penge ud til kunder, der kunne fremvise et godt formål og var solide betalere. Bankerne forventedes at være noget dristigere, men absolut inden for rimelighedens grænser.

Forskellene trådte klart frem, når man så på de to gruppers rent faktiske

Tabel 9.1 Antal banker og sparekasser samt filialer

Ultimo	Banker	Sparekasser[1])	I alt[2])	Ændringer som følge af		Filialer[3])
				Overtagelser, fusioner og ophør	Nyetableringer	
1959	159	479	638	•	•	1.544
1964	151	431	582	- 56	0	2.117
1969	108	334	442	- 140	0	2.758
1974	77	202	279	- 170	7	3.250
1979	74	166	240	- 40	1	3.421
1984	71	148	219	- 28	7	3.325
1989	69	128	197	- 33	11	3.023
1990	66	121	187	- 11	1	2.846

Danmarks Nationalbank og beregninger på grundlag af Finanstilsynets beretninger.
[1]) Opgørelsestidspunkt 31/3 indtil 1975. Derefter 31/12 ligesom i den øvrige del af tabellen.
[2]) Ekskl. færøske og grønlandske banker og sparekasser. Endvidere er filialer af udenlandske pengeinstitutter ikke medtaget, men derimod udenlandsk ejede datterbanker.
[3]) Indenlandske filialer af banker og sparekasser. Ekskl. filialer af sparekasser med en arbejdende kapital under et vist beløb (100 mill.kr. i 1990).

aktiviteter. Mens en væsentlig del af bankernes udlån var udlån til industrien, var denne andel for sparekassernes vedkommende forholdsvis ringe. Omvendt havde sparekasserne et solidt fodfæste inden for landbruget, offentlig anlægsvirksomhed og det private boligbyggeri. En væsentlig del af bankernes indlån var korte indskud, mens indlån af længere varighed var dominerende i sparekasserne[1]).

Da opbruddet først begyndte, gik det hurtigt. Det startede i midten af 1960'erne, hvor mindre banker og sparekasser sluttede sig sammen i større enheder, men inden for deres respektive sektorer.

De blev stærkt tilskyndet hertil af Nationalbanken, der så en interesse i at bevare et bredt sammensat banksystem uden alt for voldsom dominans af store banker. Nationalbanken benyttede Provinsbankforeningens årsmøder til at gøre rede for disse synspunkter, således f.eks. årsmødet den 27. maj 1962, hvor nationalbankdirektør Svend Nielsen kom ind på dette tema.

Banken så for sig to løsninger. Den letteste, at hovedbankerne – eller større provinsbanker – overtog de mindre, og den sværeste, at de små gennem fusioner dannede større og mere slagkraftige enheder. Det var denne sidste løsning, der havde Nationalbankens sympati.

Provinsbankforeningen var enig, men beklagede sig over de skatteproblemer, der stillede sig i vejen. Skattemæssigt blev banksammenslutninger be-

[1]) Se Erik Hoffmeyer „Strukturændringer på penge- og kapitalmarkedet", Sparevirkes Forlag 1960.

Tabel 9.2 Nedlæggelse af banker og sparekasser som følge af overtagelser og fusioner 1965-1974

	Banker	Sparekasser	I alt
Overtaget af:			
Tre hovedbanker[1])	34	—	34
Andre store banker[2])	15	6	21
Store sparekasser[3])	1	80	81
Fusioner regionalt og lokalt	30	142[4])	172
I alt	80	228	308

Beregninger på grundlag af beretninger fra Tilsynet med Banker og Sparekasser.
Anm.: Københavns Kreditbank likvideret i 1966 og Den Ny Laanebank likvideret i 1969 indgår ikke i tabellen.
[1]) Den Danske Landmandsbank, Kjøbenhavns Handelsbank og Privatbanken i Kjøbenhavn.
[2]) Andelsbanken, Den Danske Provinsbank og Jyske Bank. Omfatter tillige fusionering ind i de banker, der sammensluttedes ved dannelsen af de to sidstnævnte banker.
[3]) Bikuben og SDS. Omfatter tillige fusionering ind i de sparekasser, der sammensluttedes med Bikuben (Sparekassen Danmark) og SDS.
[4]) Heraf blev 3 sparekasser overtaget af banker.

handlet på linje med likvidation af virksomheder. Dette gik efter bankernes opfattelse ud over aktionærerne, og samtidig blev bankernes faste ejendom og øvrige værdier beskattet efter reglerne om særlig indkomstskat.

Nationalbanken henstillede kraftigt til regeringen at ændre på disse forhold, hvilket også skete, men først ind i 1964[1]). Ved det månedlige møde med ministrene i januar 1964 pressede Svend Nielsen endnu en gang på i denne sag, idet han udtalte, at blev sammenslutningerne ikke til noget, ville storbankerne efterhånden opsluge de mindre til skade både for den lokale betjening af erhvervslivet og for den almindelige samfundsøkonomiske magtfordeling. Vestsjællands Bank var en prøvesag, og det var vigtigt, at den blev løst uden urimelige skattebyrder for de berørte aktionærer og banker.

Sammenslutningerne tog herefter fart, således at antallet af banker og sparekasser i løbet af blot 10 år fra slutningen af 1964 til slutningen af 1974 reduceredes fra 582 til 279, altså mere end halveredes, jf. tabel 9.1.

Strukturændringerne fulgte hovedsagelig tre linjer: store pengeinstitutters overtagelse af mindre, dannelse af regionale enheder og fusioner på lokalt plan, jf. tabel 9.2. Det er vanskeligt statistisk at sondre mellem de to sidstnævnte grupper. Resultatet vil afhænge af, hvordan man definerer, hvad der er lokalt, og hvad der er regionalt. En granskning af de konkrete tilfælde tyder imidlertid på, at de i tabellen anførte 30 fusioner „regionalt og lokalt" på bankområdet ganske overvejende endte op i regionale enheder, mens de 142

[1]) Finansministeriets bekendtgørelse af 27. maj 1964 om beskatning og afgiftsberigtigelse ved sammenslutning af banker.

sparekassesammenslutninger fordelte sig nogenlunde ligeligt på større sammenslutninger og mindre lokale sammenlægninger.

Det dominerende træk var således store bankers overtagelse af mindre samt dannelsen af regionalbanker. Billedet var det samme i sparekassesektoren, men her var der samtidig et stort antal små sparekasser, der gik sammen, men alligevel forblev små sparekasser. Koncentrationen var formentlig endnu større, hvis man tager hensyn til størrelsen af balancerne for de pengeinstitutter, der blev overtaget.

Visse pengeinstitutter kom ud for et forløb, der endte op i den helt store sammenslutning. F.eks. blev Vestsjællands Bank senere til Sjællandske Bank, som pr. 1. januar 1983 omdannedes til Kronebanken ved fusion med Frederiksborg Bank, der oprindelig var en sammenslutning af banker i Nordsjælland, og som senere fusioneredes med Universalbanken. Kronebanken blev i 1985 overtaget af Provinsbanken, som i 1990 sammensluttedes med Den Danske Bank og Handelsbanken under navnet Den Danske Bank.

Et andet eksempel er SDS, der også gradvis opbyggedes af en række sparekasser i hovedstadsområdet og provinsen, og som i 1990 sammensluttedes med Privatbanken og Andelsbanken til Unibank.

Nævnes kan også Jyske Bank, der startede som en sammenslutning af banker i Silkeborg-området, og som senere overtog Finansbanken, Vendelbobanken og en række andre banker.

Det kom således også til at tynde ud i de nydannede regionale enheder.

Fusioner på tværs af grænserne forekom, men var forholdsvis sjældne. Mest kendt var Privatbankens og Sparekassen Nordjyllands forsøg på sammenslutning i januar 1973. Det mislykkedes som følge af modstand fra funktionærside. Derimod kom Bikubens overtagelse af JAK-banken i Middelfart pr. 1. januar 1973 til at foregå uden sværdslag. Senere blev overtagelser og sammenslutninger på tværs af grænserne mere almindelige.

Antallet af fusioner blev efterhånden færre, men fik til gengæld større vægt. Koncentrationstendensen kulminerede i 1990 med dannelsen af Den Danske Bank i ny skikkelse samt Unibank. Disse to banker fik en markedsandel, der målt på balance respektive indlån og udlån udgjorde omkring 60 pct. af de tilsvarende poster for pengeinstitutterne som helhed, jf. tabel 9.3. Indtil da havde koncentrationsgraden målt fra toppen og nedefter været nogenlunde uændret i en snes år. De seks største havde tilsammen igennem disse år dækket en markedsandel af tilsvarende størrelse.

Konkurrencefladen blev således indsnævret ganske betydeligt. Konsekvensen blev en vis reduktion af handelen over Københavns Fondsbørs og navnlig af omsætningen på pengemarkedet, mens valutaområdet, der efter sin karakter er meget internationalt orienteret, ikke blev særlig berørt[1]).

[1]) Nationalbankens årsberetning 1990, side 48-50.

Tabel 9.3 Bankers og sparekassers størrelsesforhold

Ultimo 1990	Balance	Indlån	Udlån
	Procent		
2 største banker	60,8	59,1	57,7
12 store og landsdækkende banker og sparekasser	29,1	29,3	31,4
102 øvrige banker og sparekasser	9,6	11,4	10,4
6 filialer af udenlandske pengeinstitutter	0,5	0,2	0,5
122 pengeinstitutter	100,0	100,0	100,0

Beregninger på grundlag af Finanstilsynets beretninger.
Anm.: Ekskl. færøske og grønlandske banker og sparekasser. Endvidere er sparekasser med en arbejdende kapital på under 100 mill.kr. ikke medtaget.

Det kan undre, at der under disse forhold stadig blev oprettet nye banker. At vilkårene var barske fremgår af, at af de 14 banker, der blev etableret fra 1970 til 1985, måtte de fleste senere fusionere med andre banker eller lukke på en mere eller mindre voldsom facon. Af de banker, der siden kom til, blev de fleste oprettet af forsikringsselskaber og vekselerere. Også pensionskasser gik ind på området. Interessen skyldtes bl.a. et ønske om at få bedre fodfæste på markedet for kapitalpensioner.

Ved udgangen af 1990 var 7 banker - via holdingkonstruktioner - ejet af forsikringsselskaber. De havde tilsammen en balance på 48 mia.kr. svarende til godt og vel 4 pct. af pengeinstitutternes samlede balancesum.

En særlig begivenhed var den statsejede Postgiros overgang i 1991 til aktieselskab og status som bank.

Antallet af filialer mere end fordobledes fra 1960 til 1980, hvorefter udviklingen begyndte at gå den anden vej. Det var et af formålene med de store fusioner at fremme nedlæggelsen af filialer ud fra besparelseshensyn.

Koncentrationsgraden blev endnu mere udtalt på *realkreditområdet,* jf. tidligere om de institutionelle følger af realkreditreformen, der i begyndelsen af 1970'erne bragte antallet af realkreditinstitutter ned på 7 mod tidligere 23. Af de 7 var 4 enhedsprioriteringsinstitutter og 3 specialinstitutter, hvoraf 2 for industrien og 1 for landbruget.

I 1981 reduceredes antallet yderligere til 6 ved fusionen mellem Kreditforeningen for Industrielle Ejendomme og Industriens Hypotekfond. Det nye institut, Industriens Realkreditfond (IRF), overtog eneretten på at yde lån i særlig realkredit i større industri- og håndværksejendomme og fik samtidig eneret på at belåne maskiner. Kreditforeningernes garantistillelse ophørte, og i stedet indtrådte Industrirådet som medgarant for fondens forpligtelser.

I 1985 dannedes Nykredit (den nye danske kreditforening) ved fusion mel-

lem Forenede Kreditforeninger og Jyllands Kreditforening. Man var herefter nede på 5 institutter.

I 1990 genoptog den tidligere Provinsbankernes Reallånefond sin virksomhed under navnet TOTALKREDIT Realkreditfond med ejerboliger som udlånsområde. I begyndelsen af 1992 blev IRF en del af Tryg Nykreditkoncernen.

De fleste institutter bebudede, at de ville benytte sig af adgangen til at omdanne sig til aktieselskaber, og enkelte traf hurtigt beslutning herom.

Udviklingen på *forsikrings- og pensionskasseområdet* fremgår af tabel 9.4. Også her gik udviklingen i retning af færre og større enheder. Dette gjaldt specielt hvad angår skadesforsikringsselskaber og pensionskasser, hvis antal mere end halveredes.

Inden for livsforsikring var der en stigning i antallet af direkte tegnende danske aktieselskaber, mens antallet af gensidige selskaber og genforsikringsselskaber gik tilbage. Af de 37 selskaber i 1990 var 32 aktieselskaber, heraf 5 genforsikringsselskaber.

Det stærke fald i antallet af skadesforsikringsselskaber var koncentreret på mindre gensidige selskaber med begrænset tilsyn. Udenlandske selskaber mere end halveredes til ca. 50. Af de 214 selskaber i 1990 var ca. 60 aktieselskaber.

Koncentrationsgraden var høj set ud fra fordelingen af præmieindtægterne. Inden for livsforsikring gik næsten 80 pct. af den samlede præmieindtægt til 6 livs- og pensionsforsikringsselskaber. Spredningen var lidt større i skadesforsikringsbranchen, hvor den tilsvarende andel for de 6 største udgjorde omkring 60 pct.

Strukturforholdene blev yderligere påvirket af Statsanstaltens privatisering i 1990 og hurtige overgang til Baltica, der erhvervede 80 pct. af aktierne. Magtkampen mellem Hafnia og Baltica var ligeledes udtryk for den almindelige orientering hen imod større enheder.

Tendensen var således den samme i alle tre brancher - pengeinstitutter, realkreditinstitutter og forsikringsselskaber. To, måske tre og højst fire helt

Tabel 9.4 Antal forsikringsselskaber og pensionskasser

Ultimo	Livsforsikring	Skadesforsikring	Pensionskasser
1960	31	465	306
1970	27	395	285
1980	25	235	187
1990	37	214	133[1])

Beretninger fra Forsikringstilsynet og - for 1990 - Finanstilsynet.
[1]) Heraf 33 tværgående pensionskasser.

store foretagender med tilsammen ⅔ eller mere af omsætningen syntes at skulle blive normen. Samtidig var der stadig enkelte mellemstore og mange små virksomheder. Undtagelsen herfra var realkreditsektoren, hvor den lave fortjenstmargen stillede sig i vejen for etableringen af nye institutter og dermed for en større bredde på området uanset åbningen herfor i lovgivningen.

For pengepolitikken som sådan fik disse mange ændringer ikke større betydning. Derimod var udviklingen klart effektivitetsforbedrende, og i international sammenhæng var det vigtigt, at det finansielle system også kom til at omfatte store, konkurrencedygtige enheder.

Internationalisering

Et andet markant træk var den stigende betydning af de finansielle institutioners udlandsforretninger. Dette var en udvikling, som Danmark havde tilfælles med andre lande, og som var en naturlig følge af den øgede internationale samhandel, af betalingerne i forbindelse hermed, af långivningen på tværs af landegrænserne og af integrationen af de finansielle markeder.

Udviklingen var en gradvis proces. I 1960'erne havde man nok fået fjernet de fleste handelshindringer, men gjorde stadig brug af omfattende valutarestriktioner. Det samme var tilfældet i det følgende tiår, der var præget af Bretton Woods-systemets sammenbrud og af de problemer, der fulgte af olieprisforhøjelserne. Det var først ind i 1980'erne, at internationaliseringen for alvor tog fart. I EF fik opbygningen af det indre marked for varer og tjenesteydelser særlig betydning herfor.

De danske banker var traditionelt internationalt orienteret, men arbejdede oprindelig med hjemmebasen som udgangspunkt. Deres udlandsforretninger foregik hovedsagelig gennem et net af udenlandske korrespondentforbindelser. Det var først omkring 1980, at der kom gang i de udenlandske etableringer i form af datterselskaber eller bemandede filialer. For så vidt var udviklingen en parallel til udviklingen i det indenlandske banksamarbejde, hvor korrespondentbanksystemet ligeledes efterhånden fik mindre betydning.

Udviklingen i de økonomiske og finansielle relationer til udlandet kan illustreres i nogle få tal fra Nationalbankens registreringer af betalinger til og fra udlandet. I omstående tabel 9.5 er vist en oversigt over disse betalinger med femårs intervaller. Det fremgår heraf, at betalingerne siden 1970 stort set er blevet fordoblet hvert femte år, og at man i 1990 kom op på omkring 900 mia.kr. hver vej eller i alt 1.800 mia.kr. Beløb af denne størrelsesorden må nærmest betegnes som astromiske for et land af Danmarks størrelse.

Det fremgår endvidere, at kapitalbetalingerne, der i 1970 kun udgjorde en lille del af de samlede betalinger, siden voksede stærkt og i 1990 oversteg de

Tabel 9.5 Registrerede betalinger fra og til udlandet

	Fra udlandet			Til udlandet		
	Løbende betalinger	Kapitalbetalinger	I alt	Løbende betalinger	Kapitalbetalinger	I alt
	Milliarder kroner					
1970	37	7	44	38	5	43
1975	76	17	93	78	17	95
1980	148	69	217	165	55	220
1985	281	360	641	311	316	627
1990	383	540	923	379	498	877

Danmarks Nationalbank.
Anm.: Tallene er ekskl. valutahandlernes transaktioner for egen regning.

løbende betalinger, dvs. betalinger i forbindelse med udenrigshandelen samt skibsfart og turisme mv. Rentebetalinger indgår i disse sidste tal.

Det siger sig selv, at formidlingen af denne enorme omsætning blev en vigtig indtægtskilde for pengeinstitutterne. Deltagelsen i finansieringen af de mange års underskud på betalingsbalancen spillede også en rolle i denne forbindelse.

Pengeinstitutternes tilstedeværelse i udlandet havde i første omgang form af repræsentationskontorer og - fra 1964 - af deltagelse i udenlandske konsortialbanker ofte sammen med andre nordiske pengeinstitutter. Senere blev oprettelse af datterbanker eller filialer den foretrukne fremgangsmåde. Den første datterbank blev åbnet i Luxembourg i 1976, og i 1978 blev der givet tilladelse til åbning af den første bemandede filial med driftssted i New York.

Cayman Islands-filialer, der ligeledes oprettedes fra 1978, fik hurtigt en udbredt anvendelse med henblik på fremskaffelse af finanslån til danske virksomheder. Baggrunden var den daværende valutaregulering, der ikke tillod pengeinstitutterne at optage lån over deres hjemlige balancer med henblik på videreudlån i Danmark. Pengeinstitutterne ville i så fald komme til at stå som debitorer for udlandslånet i stedet for de låntagende danske virksomheder med det resultat, at valutastillingen, der dengang inkluderede pengeinstitutternes udenlandske position, forringedes på grund af den heraf følgende stigning i pengeinstitutternes udenlandske forpligtelser.

Dette fandt man ikke var hensigtsmæssigt, uanset at det for udlandsgælden ikke gjorde nogen forskel, om låntagningen blev posteret på den ene eller den anden facon. Dette problem kom man udenom ved at lade låntagningen foregå via Cayman Islands-filialerne, der formelt var udenlandske enheder, og derfor ikke indgik i den statistiske opgørelse af moderselskabets valutastilling, selv om deres virksomhed helt og holdent blev drevet fra ho-

Tabel 9.6 Bankers og sparekassers udenlandske datterbanker og filialer

	Ultimo		
	1980	1985	1990
Antal:			
Datterbanker	7	10	23[1])
Bemandede filialer	1	13	16[2])
Andre filialer	10	27	12
Udlån fra: (Milliarder kroner)			
Datterbanker	16	38	82
Bemandede filialer	0	23	76
Andre filialer	5	38	59
	21	99	217
Udlån til: (Milliarder kroner)			
Indlændinge	17[3])	74[3])	137
Udlændinge	4[3])	25[3])	80

Danmarks Nationalbank.
[1]) Inkl. datterselskaber i det internationale finansielle center i Dublin.
[2]) Heraf 2 underafdelinger.
[3]) Beregningen beror delvist på skøn.

vedsædet. Denne specielle begrundelse for etablering og opretholdelse af Cayman Islands-filialer bortfaldt med valutaliberaliseringen i slutningen af 1980'erne.

I tabel 9.6 er for tiåret 1980-1990 vist en oversigt over antallet af datterbanker og filialer i udlandet samt over udlånet herfra. Det fremgår heraf, at stigningen i antallet af udenlandske operative enheder samt i forretningernes omfang har været ganske betydelig. Ved udgangen af 1990 deltog danske pengeinstitutter endvidere i en halv snes konsortialbanker etc. samt opretholdt 42 repræsentationskontorer i udlandet.

Det fremgår af tabellen, at udlånet fra de udenlandske enheder ved udgangen af 1990 udgjorde 217 mia.kr. Sammenholdt med pengeinstitutternes samlede udlån pr. dette tidspunkt på 586 mia.kr. hidrørte således næsten 40 pct. fra de udenlandske datterbanker og filialer. Hovedparten var udlån til indlændinge, men en stigende del var udlån til udlændinge, herunder formentlig i et vist omfang udlån til danske virksomheders udenlandske afdelinger.

Indtjeningen i de udenlandske enheder lader sig ikke umiddelbart afgrænse fra moderbankernes indtjening, men med enkelte undtagelser har datterbankerne isoleret set haft overskud.

Udenlandske banker fandt også vej til Danmark, men havde svært ved at

opnå et tilfredsstillende forretningsomfang. Detailmarkedet, dvs. markedet for private kunder og mindre erhvervsvirksomheder, var næsten på forhånd lukket land, som det var svært at trænge ind i. De første udenlandske etableringer fandt sted i 1975. Ved udgangen af 1990 havde 6 udenlandske banker oprettet filialer i Danmark. Endvidere fandtes der 2 datterbanker af udenlandske banker. De udenlandske bankers markedsandel af udlån og indlån var mindre end 1 pct.

Af de øvrige finansielle institutioner har enkelte af de store skades- og genforsikringsselskaber ligeledes fra gammel tid ført en udadvendt tilværelse.

Markedet for disse forsikringsydelser er blevet udvidet væsentligt med opbygningen af EF's indre marked for varer og tjenesteydelser, men samtidig er også konkurrenceforholdene blevet skærpet. Det grænseoverskridende salg af skadesforsikringer blev således lettet ved tilpasningen af lovgivningen i 1990 til EF's 2. skadesforsikringsdirektiv. De lempeligere regler vedrørte især „store risici", dvs. erhvervsrisici og visse forsikringsklasser dækket af store selskaber[1]), mens der fortsat fastholdtes visse begrænsninger med hensyn til de såkaldte „masserisici", bl.a. forbrugerforsikringer.

Omfanget af den udenlandske virksomhed afspejler sig i præmieindtægternes relative fordeling. I hvert af årene 1985 og 1990 hidrørte ca. 16 pct. af de samlede præmieindtægter fra udenlandsk aktivitet mod 19 pct. i 1975. Nedgangen skyldtes afvikling - især inden for genforsikring - af udenlandske engagementer efter store tab specielt på amerikanske forretninger.

Derimod er livsforsikringsvirksomhed og ydelse af realkreditlån forblevet typiske hjemmemarkedserhverv. I forhold til størrelsen af disse institutioners samlede forretningsomfang er deres udenlandske engagementer af særdeles begrænset størrelse, selv om der også på disse områder er åbnet op for aktivitetsudøvelse af internationalt tilsnit. For livs- og pensionsforsikringsselskaberne har de danske fradragsregler hidtil ydet en vis beskyttelse, mens realrenteafgiften har virket i modsat retning.

Det må ventes, at der med vedtagelsen af tredjegenerations-direktiverne vil blive gennemført yderligere væsentlige liberaliseringer såvel på skades- som livsforsikringsområdet.

Enhedsprioriteringsinstitutterne gik uden for landets grænser fra 1985, i første omgang på basis af forsøgsordninger godkendt af boligministeren. Nationalbanken gav de fornødne valutatilladelser på betingelse af, at ordningerne var valutamæssigt neutrale i forhold til Danmark, og at de obligationer, der blev udstedt i forbindelse med finansieringen af udlånet, ikke blev aktivt

[1]) Ved udgangen af juni 1991 var 125 EF-selskaber noteret som „store-risici"-tjenesteydere i Danmark.

markedsført her i landet. Med den ny realkreditlov i 1989 blev det gjort frit at operere i udlandet.

Det er først og fremmest England og Tyskland, der har været målet for disse aktiviteter. Ved udgangen af 1990 var man kommet op på et samlet udlån i udlandet på 6 mia.kr., et beskedent beløb sammenlignet med det totale udlån på godt og vel 750 mia.kr. De udenlandske lån viste sig imidlertid at være meget tabsgivende, og således belært af erfaringen foretog institutterne - indtil videre - en betydelig indskrænkning af denne del af deres virksomhed.

Internationaliseringen omfattede også større bevægelighed for opsparingen og fik dermed en væsentligt større bredde ud over den, der er forbundet med direkte forretningsudøvelse over grænserne. F.eks. anbragte livsforsikringsselskaber og pensionskasser en stigende del af deres midler i udenlandske værdipapirer, og omvendt fandt udenlandsk opsparing vej til danske obligationer og aktier. Ved udgangen af 1991 udgjorde beholdningerne i udlandet af danske kroneobligationer ca. 140 mia.kr. opgjort efter kursværdi, altså et meget betragteligt beløb. Heraf var ca. 25 mia.kr. anlagt i realkreditobligationer og resten i statspapirer.

Henimod slutningen af 1980'erne virkede det danske obligationsmarked i kraft af sin størrelse og effektivitet endvidere tiltrækkende på udenlandske obligationsudstedende foretagender. I juli 1989 noteredes således for første gang udenlandske obligationer denomineret i fremmed valuta på Fondsbørsen. Siden er flere kommet til. Ved udgangen af 1990 var der i alt noteret 50 udenlandske obligationsserier, heraf 34 svenske, 9 norske og 4 finske. Dette gav en omsætning i disse papirer i 1990 på 93 mia.kr. eller ca. 5 pct. af den samlede omsætning, dvs. et efter forholdene ret stort beløb. Hertil kom 13 serier i danske kroner hidrørende fra udenlandske emittenter, overvejende nordiske.

Denne udvikling førte til overvejelser - eller, om man vil, drømme - om København som regionalt finansielt center. København virkede i forvejen på mange måder tillokkende på vore naboer, jf. den følgende Bo Bojesen tegning, der samtidig minder om Manhattan, så hvorfor ikke også forsøge sig på det finansielle område.

Spørgsmålet blev drøftet på en konference arrangeret af Københavns Fondsbørs i 1989. Efterfølgende blev der af en styregruppe med repræsentanter for hele den finansielle sektor udarbejdet en handlingsplan, som blev afleveret til statsminister Poul Schlüter i maj 1990. Det blev heri bl.a. nævnt, at Københavns muligheder blev hæmmet af en række skatte- og afgiftsmæssige forhold.

Også det tværministerielle finansielle kontaktudvalg med departements-

chef Jens Thomsen i spidsen gav sit besyv med. Det skete i form af to rapporter, den ene fra september 1989 om den finansielle sektors internationale konkurrencestilling, og den anden fra september 1990 om mulighederne for at effektivisere obligationsmarkedet.

Balancestruktur

Ud over de ændringer, der skyldtes internationale engagementer, viste de finansielle institutioners balancer en række andre træk, der på såvel aktivsiden som passivsiden afspejlede ret så markante ændringer i placeringsmønstret og i sædvanerne for opsparingen, herunder drejningen af husholdningernes opsparing over mod pensionsopsparing.

Tabel 9.7 Udlån og værdipapirbeholdninger i finansielle institutioner

Ultimo	Udlån og værdipapirer i alt[1])	Relativ fordeling					
		Udlån[2])		Værdipapirer			I alt
				Danske		Udenlandske	
		Indenlandske	Udenlandske[3])	Obligationer	Aktier[4])		
	Milliarder kroner	Procent					
Banker og sparekasser							
1960	19,9	81	0	17	2	0	100
1970	55,3	83	0	16	1	0	100
1980	179,2	66	4	27	2	1	100
1990	717,3	49	21	19	3	8	100
Forsikringsselskaber og pensionskasser[5])							
1960	7,6	17	0	76	3	4	100
1970	18,9	21	0	73	5	1	100
1980	91,0	20	0	75	4	1	100
1990	378,7	5	0	73[6])	18	4	100
ATP, LD og investeringsforeninger							
1970[7])	2,9	3	0	90	7	0	100
1980	25,6	6	0	82	12	0	100
1990	137,3	2	0	68[8])	21[9])	9[10])	100

Danmarks Nationalbank, Finanstilsynet, Danmarks Statistik samt fondes og investeringsforeningers årsberetninger, etc.

[1]) Inkl. unoterede obligationer og aktier. Børsnoterede papirer er opgjort til kursværdi.
[2]) Inkl. pantebreve.
[3]) Danske bankers og sparekassers udlån til valutaudlændinge samt danske bankers og sparekassers udenlandske filialers udlån til valutaindlændinge og valutaudlændinge.
[4]) Inkl. konvertible obligationer.
[5]) Omfatter stort set samtlige forsikringsselskaber og pensionskasser.
[6]) Heraf udgør indeksobligationer 9 procentpoint.
[7]) Kun ATP.
[8]) Heraf udgør indeksobligationer 11 procentpoint.
[9]) Heraf 1 procentpoint i investeringsforeninger.
[10]) Så godt som udelukkende beholdning i investeringsforeninger.

Baggrunden herfor var dels lempelser i lovgivningen, der gav institutionerne større frihed ved valg af investeringsobjekt, dels skattereglerne, herunder realrenteafgiften, der trak investeringerne i retning af ikke-skattebelagte aktiver, f.eks. aktier og indeksobligationer, hvis afkast henholdsvis rente og indekstillæg var undtaget fra denne afgift.

Placeringsvalget blev således langtfra altid truffet ud fra rene rente- og risikoovervejelser.

Denne udvikling kan klart spores i oversigten i tabel 9.7, der viser de fi-

Tabel 9.8 Indlån i banker og sparekasser

Ultimo	Indlån i alt	Relativ fordeling						
		Indenlandske indlån					Udenlandske indlån	I alt
		Anfordring	Almindelig opsigelse[1])	Aftaleindskud	Særlige indlånsformer	I alt		
	Milliarder kroner	Procent						
1960	18	40	60	•	...	100	...	100
1970	50	45	48	—	6	99	1	100
1980	160	34	26	19[2])	18	97	3	100
1990	526	35	7	23	20	85	15	100

Danmarks Nationalbank.
[1]) Inkl. særlige indlånsformer i 1960 og udstedte obligationer mv. i 1990.
[2]) Ultimo juni 1981.

nansielle institutioners udlån og beholdninger af såvel noterede som unoterede værdipapirer med tiårs intervaller siden 1960.

For så vidt angår banker og sparekasser afspejler tallene den tidligere omtalte internationalisering på udlånssiden og herudover en kraftig stigning i beholdningen af udenlandske værdipapirer.

Den relative betydning af forsikringsselskabers og pensionskassers direkte udlån faldt kraftigt fra 1980 til 1990. Omvendt viste beholdningen af aktier, herunder forsikringsselskabers beholdning af unoterede aktier i datterselskaber mv., en lige så kraftig forøgelse.

Fondenes og investeringsforeningernes aktiebesiddelser udvidedes ligeledes betydeligt, herunder placeringen i udenlandske aktier, der var koncentreret på investeringsforeningerne.

Endelig indtog indeksobligationer en fremtrædende plads, jf. note 6 og 8 til tabellen, mens den relative andel for almindelige obligationer gik stærkt tilbage.

En del af disse forskydninger havde for pengeinstitutternes vedkommende forbindelse med ændringer på indlånssiden, hvor indlån på særlige vilkår, der rummer den balanceførte pensionsopsparing, viste særlig kraftig fremgang, jf. tabel 9.8. Denne opsparing blev i vidt omfang anbragt i værdipapirer i form af puljeordninger.

Det fremgår endvidere, at den relative andel af opsigelsesindskud, der tidligere var en af husholdningerne meget anvendt opsparingsform, gik markant tilbage. Den fortsat relativt store betydning af anfordringsindskud skyldtes den udbredte anvendelse af lønmodtagerkonti. Det er endelig værd at bemærke, at ved udgangen af 1990 udgjorde aftaleindskud 23 pct. af den totale indlånsmasse og indskud fra udlandet 15 pct.

Tabel 9.9 Pensionsopsparing i banker og sparekasser

Ultimo	Indeks-konti	Kapital-pensions-konti	Rate-pensions-konti	Selv-pensio-neringS-konti	I alt	Indivi-duelle depoter
	Milliarder kroner					
1960[1])	0,2	0,1	•	0,0	0,3	0,0
1970	1,6	0,5	•	0,0	2,1	0,1
1980	9,5	4,9	•	2,8	17,2	4,5
1990	16,5	38,2	2,7	10,8	68,2	27,6

Betænkning nr. 1178 fra udvalget vedrørende fremme af den private opsparing (august 1989) samt Finansrådet.
[1]) Delvis skøn.

Den stærke stigning i pensionsopsparingen i banker og sparekasser fremgår af tabel 9.9. Pengeinstitutternes fremgang på dette område skyldes formentlig, at de i modsætning til forsikringsselskaberne ikke skal og heller ikke må knytte risikodækning sammen med kapitalpension etc., medmindre der oprettes særskilte forsikringspolicer i konkrete tilfælde. Pengeinstitutterne vil herved kunne tilbyde ordninger, der forekommer enklere og lettere gennemskuelige.

I den tidligere omtalte betænkning fra brancheglidningsudvalget blev det anbefalet, at puljeordningerne fjernedes fra pengeinstitutternes balancer, og at de i stedet blev betragtet som en slags investeringsforeninger. Individuelle depoter bogføres derimod ikke over pengeinstitutternes balancer.

Den kraftige stigning i formuen i forsikringsselskaber, pensionskasser og fonde har sin baggrund i den stærkt øgede betydning af pensionsopsparingen. Man har talt om, at opsparingen er blevet „institutionaliseret". Det har derfor særlig interesse, hvor stor en del af de børsnoterede obligationer og aktier, der er placeret institutionelt. I USA, f.eks., er pensionskasser etc. storaktionærer i amerikansk industri.

Det fremgår af den følgende tabel 9.10, der også omfatter pengeinstitutter samt Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning, at udviklingen synes at gå i samme retning i Danmark. Mens den andel af obligationsmassen, der er placeret institutionelt, har været nogenlunde stabil, er institutionernes andel af de udestående aktiebeløb forøget betydeligt - fra 7,5 pct. i 1960 til næsten 31 pct. i 1990.

Det må understreges, at beregningen af aktiemassens kursværdi er forbundet med usikkerhed, og at sammenlægningen af institutionernes værdipapirbeholdninger ligeledes indeholder usikkerhedsmomenter, men selv dette taget i betragtning er der næppe tvivl om den retningstendens, der fremgår af tallene.

Tabel 9.10 Placering af danske børsnoterede værdipapirer mv. i finansielle institutioner[1])

Ultimo	Obligationer			Aktier[2])		
	Beregnet kursværdi af børsnoterede papirer	Placeret i finansielle institutioner[3])		Beregnet kursværdi af børsnoterede papirer	Placeret i finansielle institutioner[4])	
	Milliarder kroner		Procent	Milliarder kroner		Procent
1960	16,6	9,1	54,8	5,3	0,4	7,5
1970	52,4	25,0	47,7	10,3	1,4	13,6
1980	269,3	168,4	62,5	33,8	8,5	25,1
1990	1.128,2	602,0	53,4	264,3	81,3	30,8

Beregninger på grundlag af oplysninger fra Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik samt fondes og investeringsforeningers årsregnskaber.

[1]) Banker, sparekasser, forsikringsselskaber, pensionskasser, fonde og investeringsforeninger. Fonde omfatter foruden ATP og LD tillige Den Sociale Pensionsfond, der pr. ultimo 1980 og 1990 lå inde med en obligationsbeholdning på henholdsvis 29,8 mia.kr. og 96,9 mia.kr.

[2]) Inkl. investeringsforeningsbeviser.

[3]) Omfatter tillige beholdninger af unoterede obligationer.

[4]) Tallene for 1960 og 1970 er skønsmæssigt renset for unoterede aktier.

Endelig er i tabel 9.11 vist en oversigt over realkreditinstitutternes udlån fordelt på ejendomskategorier og udlånsformål. Det fremgår heraf, at nyudlånet toppede i 1985-86, hvorefter der indtraf et drastisk fald. Det er bemærkelsesværdigt, at andelen af lån i erhvervsejendomme har holdt sig nogenlunde uændret i niveauet 30-40 pct. om end med visse udsving. Det mest markante træk var den større vægt for ejerskiftelån efter liberaliseringen i begyndelsen af 1980'erne. Udlån til finansiering af nyt boligbyggeri mv. viste relativ tilbagegang.

Ud over virkningen af lovrevisionerne var disse ændringer naturligvis nært knyttet til ændringerne i byggeaktiviteten og i ejendomsomsætningen.

Brancheglidning

En overgang i 1980'erne var brancheglidning, forstået som nedbrydning af brancheskel mellem de forskellige grupper af finansielle institutioner, et livligt diskuteret emne.

Anledningen var den interesse, som store forsikringsselskaber viste i midten af 1980'erne for via holdingselskaber at oprette banker. De efterhånden mere og mere omfattende samarbejdsaftaler på tværs af grænserne blev også taget som tegn på opbrud i det finansielle system. Den såkaldte produktudvikling gav ligeledes næring til fantasien. Det vakte endvidere opmærksomhed, at ved koncernforbindelser mellem forsikringsselskaber og

Tabel 9.11 Realkreditinstitutternes udlånsvirksomhed

	Gennemsnitligt årligt nyudlån[1])	Relativ fordeling				
		Beboelsesejendomme		Erhvervsejendomme	Andre ejendomme	I alt
		Nybyggeri og om- og tilbygning	Ejerskifter mv.			
	Milliarder kroner	Procent				
1973-74	25,1	63	6	25	6	100
1975-76	23,2	52	13	30	5	100
1977-78	23,2	52	9	34	5	100
1979-80	26,5	54	8	34	4	100
1981-82	22,4	49	25	23	3	100
1983-84	46,9	40	39	17	4	100
1985-86	83,2	35	27	34	4	100
1987-88	67,3	34	22	41	3	100
1989-90	39,5	34	27	36	3	100

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Bruttolån minus overførsler, dvs. de restgældsbeløb til instituttet, der indfries i forbindelse med effektueringen af nye lån. Fra og med 1987 også minus ekstraordinære indfrielser, der for ,,Beboelsesejendomme'' er fordelt forholdsmæssigt i de 2 kolonner ,,Nybyggeri og om- og tilbygning'' respektive ,,Ejerskifter mv.''.

[1]) 1973-74 omregnet til 10 pct. lån. Derefter opgjort som kontantværdier.

banker mv. blev markedsføringen og salgskanalerne fælles under ét og samme logo.

Realiteten var imidlertid, at der ikke blev flyttet væsentligt om på den sektormæssige fordeling af arbejdsopgaverne.

Som dybereliggende årsag blev der peget på den forøgelse af konkurrencen, der fulgte af afviklingen af den direkte kreditregulering og af valutarestriktionerne. Også dette var en sandhed med modifikationer. Trangen til at prøve noget nyt var også udtalt i 1970'erne. Den direkte regulering var ikke en afgørende hindring for, at konkurrencen kunne udfolde sig. Dette kom bl.a. til udtryk inden for pengeinstitutsektoren, hvor konkurrencen om aftaleindskud og dermed på aftalerenten fik et sådant omfang, at politikerne slog bremsen i. Valutaliberaliseringen var blot ensbetydende med, at man fik flere valgmuligheder.

Brancheglidning i juridisk forstand, forstået på den måde, at et institut giver sig i kast med arbejdsopgaver, der ligger uden for dets lovbestemte arbejdsområde, eller som andre institutter har eneret på, kan i princippet ikke forekomme. I så fald ville der foreligge lovbrud og opstå konflikt i forhold til tilsynsmyndigheden. Der skal med andre ord lovændring til.

Bank- og sparekasseloven af 2. april 1974 var et eksempel på flytning af

grænser efter pres fra en bestemt sektors side. Sparekasserne fik ved denne lejlighed adgang til at udføre samme forretninger som bankerne. Senere blev også andre love, f.eks. forsikringslovgivningen, tilpasset, således at de pågældende institutioner fik friere udfoldelsesmuligheder end før.

Problemet bestod snarere i, at de lovbestemte arbejdsområder ikke var klart defineret, og heller ikke bør være det i et moderne finansielt system. Der er vide grænseområder, som man er fælles om.

F.eks. er der nære substitutionsmuligheder mellem bank- og sparekasselån på den ene side og realkreditlån på den anden side. Pengeinstitutterne kan trække kapital til sig ved emission af obligationer, der ellers har været betragtet som realkreditinstitutternes domæne. Endvidere har livs- og pensionsforsikringsselskaberne i mange år været nære konkurrenter til pengeinstitutterne. Visse af deres serviceydelser ligger tæt op ad hinanden, og begge grupper appellerer til opsparingen. Dette gjaldt således oprettelsen af indekskontrakter i årene 1956-71 og siden adgangen til at tilbyde kapitalpension.

Pengeinstitutternes succes med kapitalpension var én blandt flere årsager til, at forsikringsselskaberne gik ind på bankområdet. Pengeinstitutterne har også vist en vis interesse for direkte deltagelse i forsikringsbranchen. Først holdingkonstruktioner og senere oprettelse af datterselskaber har gjort dette muligt. Realkreditinstitutterne fik ikke så frie hænder. De havde hos politikerne fået ry for at være „de uartige drenge i klassen".

En gruppe socialdemokratiske folketingsmedlemmer med Tove Lindbo Larsen i spidsen fremsatte den 19. marts 1986 forslag til folketingsbeslutning „om modernisering af lovgivningen om penge- og kapitalformidlende institutioner og virksomheder"[1]). Formålet var, med baggrund i brancheglidningen mv., at samle de eksisterende love på det finansielle område i en enkelt hovedlov suppleret med speciallove rettet mod arten af de forretninger, som virksomheder og institutioner på det finansielle område påtog sig, uafhængig af, hvad virksomhederne og institutionerne kaldte sig. Det var tillige tanken med forslaget, at der skulle etableres et fælles tilsyn med samtlige foretagender, der beskæftigede sig med penge- og kapitalformidling.

Under behandlingen af forslaget i Folketinget den 29. april 1986 stillede industriminister Nils Wilhjelm sig afvisende over for opdelingen i en fælles lov og en række speciallove, men var mindre kritisk over for muligheden af et fælles tilsyn. Han bebudede at ville nedsætte en embedsmandsgruppe med det formål at gennemføre et hurtigt udredningsarbejde på området[2]).

I erhvervsudvalgets beretning om forslaget blev dette suppleret med et ønske fra et flertal i udvalget, bestående af Socialdemokratiets, Socialistisk Fol-

---

[1]) Beslutningsforslag nr. B 129, Folketingstidende 1985-86, Tillæg A IV, sp. 5257-5262.
[2]) Folketingstidende 1985-86 VII, sp. 10308-10329.

kepartis og Det Radikale Venstres medlemmer, om at anmode Det Økonomiske Råd om at foretage en gennemgang af de pengepolitiske aspekter ved brancheglidning[1]).

Denne gennemgang indgik som en del af Rådets redegørelse „Dansk Økonomi" i november 1986.

Det hed heri bl.a.: „Under en politik, der støtter sig på markedskræfterne, har Nationalbanken større sikkerhed end under kreditrationeringspolitik for, at pengepolitiske ændringer hurtigt og sikkert viser sig i form af en tilsvarende ændring i pengeinstitutternes ud- og indlånsvilkår. En forudsætning herfor er dog, at konkurrencen i den finansielle sektor er så intens som muligt. Den finansielle brancheglidning mv. må bl.a. anskues i dette lys, idet den giver mulighed for at understøtte og udbygge konkurrencen i den finansielle sektor og dermed for at forøge pengepolitikkens effektivitet".

Om tilsynsfunktionen blev det bl.a udtalt: „I mange lande varetages dele af tilsynsopgaverne af centralbanken, og udviklingen i forbindelse med den finansielle innovationsproces og globaliseringen af finansmarkederne trækker formentlig snarest i retning af at styrke denne side af centralbankfunktionerne. Der er ikke nogen præcis skillelinje mellem likviditets- og soliditetsproblemer i den finansielle sektor, og i tilfælde af både likviditets- og solvenskriser vil Nationalbanken ofte træde til som „lender of last resort". Meget kunne derfor tale for at overveje også at inddrage Danmarks Nationalbank i tilsynsfunktionerne".

Begge konklusioner lå helt på linje med de overvejelser, man gjorde sig i Nationalbanken om disse spørgsmål.

Betænkningen fra embedsmandsudvalget - det tidligere omtalte Duborgudvalg eller brancheglidningsudvalg - forelå i juni 1987. Det fremgik heraf, at brancheglidningen hidtil kun havde haft et beskedent omfang og i alt væsentligt bestået i dannelsen af tre finansielle koncerner, alle etableret af forsikringsselskaber. Udvalget fandt ikke, at der var samfundsmæssige betænkeligheder forbundet hermed, men foreslog dog udvidet oplysningspligt fra sådanne foretagender samt en opstramning af reglerne for revision og tilsyn.

Udvalget gik ind for opretholdelsen af den eksisterende arbejdsdeling på penge- og kapitalmarkedet og fandt ikke, at der var behov for en ændret opbygning af lovgivningen om de finansielle institutioner, herunder af indretningen vedrørende tilsynsvirksomheden.

Endelig viste udvalgets undersøgelser, at det uregulerede marked, om end det var vokset, kun havde et begrænset omfang i forhold til f.eks. pengeinstitutternes aktivitet.

Betænkningen blev af industriministeren forelagt i Folketinget den 4. no-

[1]) Folketingstidende 1985-86, Tillæg B II, sp. 2299-2300.

vember 1987 ved en skriftlig redegørelse[1]), der den 10. november 1987 blev sat til forhandling i Tinget[2]).

Fhv. boligminister Erling Olsen uddybede herunder det året før fremsatte forslag til folketingsbeslutning ved at udtale, „at brancheglidning bør imødegås ved at bløde op for arbejdsdelingen og erstatte et institutionelt tilsyn med et funktionelt. ... Det betyder f.eks., at Socialdemokratiet vil tillade Den Danske Bank at sælge forsikringer og Baltica at modtage indskud, men til gengæld forlanger, at Baltica i sine indskudsforretninger følger bankernes spilleregler, og Den Danske Bank følger reglerne for forsikringsselskaber".

Det var der dog ikke flertal for. Den senere lovgivning fulgte regeringens oplæg om at bevare den traditionelle arbejdsdeling mellem de forskellige grupper af finansielle institutioner dog med en vis opblødning hvad angik „tilgrænsende serviceydelser" også kaldet accessorisk virksomhed.

Der opstod efterhånden adskillige tilfælde af grænseoverskridende nydannelser, f.eks. den strategiske alliance i 1990 mellem Unibank, Nykredit og Tryg Forsikring med henblik på senere fusion. En mindre vidtgående aftale blev indgået mellem Kreditforeningen Danmark og fire store sparekasser. I 1991 begyndte Den Danske Bank under navnet Danske Kredit at tilbyde realkreditlignende boliglån, og senere på året gik banken ind i konkurrencen på livsforsikrings- og pensionsområdet ved oprettelsen af Danske Liv & Pension. Også store tværgående pensionskasser interesserede sig for etablering af banker, og enkelte af dem gik ligeledes ind i livsforsikringsvirksomhed.

Realkreditinstitutternes samarbejde med kæder af ejendomsformidlere gennem franchiseordninger blev umiddelbart et dyrt bekendtskab og samtidig endnu et stormfuldt kapitel i deres historie.

Nationalbanken var ikke særlig optaget af hele denne problemstilling, som man fandt var pustet lovlig meget op i den offentlige og politiske debat.

Holdingkonstruktioner og koncerndannelser kunne give tilsynsmæssige problemer, f.eks. ved omflytning af risici mellem de forskellige dele af koncernen, og også påføre pengepolitikken vanskeligheder i tilfælde af stærke og konkurrencebegrænsende koncentrationer inden for pengeinstitutsektoren.

Nationalbanken var dog generelt af den opfattelse, at de ændringer i ejerforholdet, der fulgte af koncernforbindelser, var underordnede, så længe skodderne mellem de forskellige finansielle sektorer blev nogenlunde opretholdt. For banken var det afgørende, at institutionerne på penge- og kapitalmarkedet var solide foretagender, og at pengeinstitutternes rolle som formidlere af pengepolitikken ikke blev svækket.

Som påpeget af Det Økonomiske Råds formandskab var den øgede kon-

---

[1]) Folketingstidende 1987-88, 1. samling I, sp. 1170-1177.
[2]) Anf.st., sp. 1513-1535.

kurrence også en fordel for pengepolitikken. Der fremkom som følge heraf et pres på rentemarginalen, således at Nationalbanken fik bedre mulighed for at påvirke pengeinstitutternes adfærd ved selv små ændringer i de officielle rentesatser.

Betalingsformidling

Den efterhånden meget omfattende rationalisering af betalingsformidlingen tog sin begyndelse i 1960'erne. Før den tid anvendtes hovedsagelig kontanter, checks og postgirooverførsler. Kontanter blev brugt i de fleste betalingssituationer, herunder ved udbetaling af lønninger, og var dermed den altdominerende betalingsform set ud fra antallet af betalinger. Checks og postgirooverførsler vejede tungest til målt på beløbsstørrelser.

Introduktionen af lønmodtagerkonti blev en slags gennembrud. Herved erstattedes kontante lønudbetalinger med overførsler fra arbejdsgivernes til lønmodtagernes konti. I 1963 blev der indgået en overenskomst om fælles „køreregler" for sådanne konti mellem Danmarks Sparekasseforening og Danske Bankers Fællesrepræsentation.

Det var særlig vigtigt, at lønmodtagerne herigennem blev frit stillet med hensyn til valg af pengeinstitut. De blev med andre ord ikke henvist til at skulle oprette konti i arbejdsgiverens pengeinstitut. Ordningen fik således en multilateral karakter, der skulle blive af stor betydning for det videre samarbejde om betalingsformidlingen.

Ordningen fik hurtigt et betydeligt omfang og bidrog dermed til den kraftige stigning i mængden af checks. Brugen af checks blev yderligere understøttet af pengeinstitutternes checkindløsningsaftale fra 1965, der lettede adgangen til - inden for visse beløbsgrænser - at få checks indløst i et andet pengeinstitut end den bank eller sparekasse, hvorpå checken var trukket.

Mængden af checks gav imidlertid problemer. Det var naturligvis en fordel for pengeinstitutterne at få knyttet lønmodtagerne nærmere til sig som kunder, men de mange checks var omkostningstunge. Det blev derfor vigtigt at få reduceret udgifterne ved checkbehandlingen, og det første store skridt hertil blev taget i 1979 ved overgangen til den dokumentløse checkclearing. Indtil da var clearingen i Nationalbanken foregået ved, at de deltagende pengeinstitutter rent fysisk udvekslede checks trukket på hinanden, hvorefter nettoresultatet for det enkelte pengeinstitut blev bogført på instituttets konto i Nationalbanken.

Den dokumentløse clearing foregik ved, at det indløsende pengeinstitut beholdt de checks, der var trukket på andre pengeinstitutter, hvorefter der udvekslede magnetbånd, som indeholdt de nødvendige tekniske oplysninger om hver enkelt af disse checks (datafangst). Udligningen via pengeinstitutternes konti i Nationalbanken forblev den samme. Den store fordel lå i, at

magnetbåndene umiddelbart kunne anvendes ved bogføringen i de respektive pengeinstitutter.

Ordningen rationaliseredes yderligere i 1984. Opgørelsen over de indløste checks indgik herefter direkte fra clearingdeltagernes edb-centraler til den af Nationalbanken anvendte bogføringscentral, således at også udveksling af magnetbånd ved dagligt fremmøde i Nationalbanken blev overflødiggjort.

Ved disse foranstaltninger blev omkostningerne pr. behandlet check stort set halveret til 2-3 kr. pr. styk.

Sideløbende hermed arbejdede pengeinstitutternes organisationer på at udvikle mere avancerede betalingsformer baseret på moderne elektronik. Med dette formål for øje oprettede Danmarks Sparekasseforening og Danske Bankers Fællesrepræsentation i april 1971 Pengeinstitutternes Betalingsformidlingscenter (PBC), der blev grundlaget for Bankers og Sparekassers Betalings-Service, som påbegyndte sin virksomhed i januar 1974. Formålet var at lette og billiggøre betalingsformidlingen. Betalings-Service blev efterhånden en betydelig faktor på området og dermed også en nærgående konkurrent til Postgiroen.

I september 1979 oprettedes Pengeinstitutternes Købe- og Kreditkort-aktieselskab (PKK) med den opgave at udvikle og introducere et kreditkortsystem. Overvejelserne herom havde været længe undervejs. De blev påbegyndt allerede i 1960'erne, og det var oprindelig tanken, at PBC skulle spille en rolle i denne forbindelse. Dette blev opgivet, og i stedet for oprettedes et selvstændigt selskab til at tage sig af denne opgave. Som følge af kritik bl.a. fra forbrugerside og fra detailhandelens organisationer fjernedes kreditelementet fra kortet, der i stedet for blev til et købekort benævnt Dankortet.

På baggrund af den almene interesse for dette projekt besluttede daværende industriminister Erling Jensen at lade foretage en undersøgelse af udviklingen på købe- og kreditkortområdet og af elektronisk betalingsformidling ved forbrugerkøb. Denne undersøgelse[1]) og en senere debat i Folketinget[2]) førte i sommeren 1984 til lovgivning på området[3]). Formålet hermed var registrering af betalingssystemer af denne art samt gennemførelse af offentlig kontrol og indseende med sådanne systemer. Tilsynsbeføjelsen blev overdraget til Forbrugerombudsmanden.

Dankortet introduceredes i praksis i 1983, og samme år stiftedes pengeautomatselskabet PPA, der stod for oprettelsen af hæveautomater (Kontanten) og dermed for en yderligere forbedring af kortets anvendelsesmuligheder. Rent organisatorisk styrkedes koordineringen af de forskellige initiativer ved

---

[1]) Rapport om betalingskort - betænkning nr. 965, Industriministeriet, december 1982.

[2]) Rapporten om betalingskort blev forelagt i Folketinget den 2. marts 1983 af industriminister Ib Stetter, Folketingstidende 1982-83 V, sp. 6620-6632. Folketingsdebatten fandt sted den 15. marts 1983, Folketingstidende 1982-83 VI, sp. 7570-7642.

[3]) Lov nr. 284 af 6. juni 1984 om betalingskort mv.

Tabel 9.12 Betalingsformidling

	Giro-overførsler	Indløste checks	Betalingstransaktioner i Pengeinstitutternes BetalingsSystemer			
			Lønoverførsler mv.[1])	Betalingsservice mv.[2])	Dankort mv.	I alt
Antal (mill.)						
1960	76	...	...	•	•	•
1965	99	...	...	•	•	•
1970	133	...	...	•	•	•
1975	164	...	...	1	•	•
1980	185	220	39	27	•	66
1985	208	211	55	37	2	94
1990	250	156	58	56	97	211
Beløb (mia.kr.)						
1960	82	...	...	•	•	•
1965	174	...	...	•	•	•
1970	435	...	...	•	•	•
1975	956	...	...	2	•	•
1980	1.633	1.961[3])	112[4])	33	•	145
1985	3.034	2.279	206	74	0	280
1990	3.718	2.158	262	190	47	499

Statistisk Årbog, Finansrådet og PBS.

Anm.: Opgørelsen, der må tages med et vist forbehold bl.a. for dobbeltregning, omfatter ikke afvikling af interbankmellemværender, herunder afvikling af fondsforretninger.

[1]) Omfatter transaktioner i PBS's Overførselsservice.

[2]) Omfatter tillige Leverandørservice og Erhvervsservice.

[3]) 1982.

[4]) 1981.

i 1986 at samle visse af fællesselskaberne i det nyetablerede Pengeinstitutternes BetalingsSystemer (PBS).

Dankortet fik en langsom opstart, men vandt efterhånden betydelig tilslutning, således at antallet af kortholdere i 1990 nåede op på omkring 2 millioner. Endvidere var antallet af Dankort-terminaler inden for detailhandelen stærkt stigende.

En ny udvikling tog sin begyndelse i 1991 med omdannelsen af Postgiro til et bankaktieselskab. Hermed forsvandt Postgiros fortrinsstilling ved formidlingen af statslige betalinger, og der etableredes et nyt fælles indbetalingssystem med indbetalingskort, der blev brugbare på såvel posthuse som i pengeinstitutter.

I tabel 9.12 er vist en oversigt over betalingsformidlingen gennem forskellige betalingsformer. Det umiddelbare indtryk er det store antal transaktioner og de voldsomt store beløb, der er tale om. Brugen af checks kulminerede i de første år af 1980'erne, hvorefter det blev de elektroniske, med tiden

mere og mere papirløse betalingsinstrumenter, der slog igennem. Girooverførsler har fortsat haft et betydeligt omfang både hvad angår antal transaktioner og beløb. Den store omsætning ved girooverførsler og checkanvendelse skyldes forretningsmæssige dispositioner, mens transaktioner via PBS i væsentlig grad afspejler privat betalingsformidling.

Et tilbagevendende spørgsmål var betalingen for anvendelsen af den ny teknologi. Der var ingen tvivl om, at moderniseringen indebar betydelige samfundsmæssige gevinster, men den forudsatte store investeringer såvel i pengeinstitutterne som hos detailhandelen. Brugerbetaling kom herved ind i billedet, men fik vanskeligt ved at vinde indpas. Omkostningerne blev derfor fortsat - hovedsagelig - dækket på traditionel vis, dvs. via pengeinstitutternes renteberegninger i form af valideringsregler, der indebar en tidsmæssig forskydning mellem debiterings- og krediteringstidspunktet, og lav forrentning af indeståender på betalingsformidlingskonti.

Det spørgsmål blev rejst, om den moderne teknik var et anslag mod Nationalbankens seddelmonopol. Det mente Nationalbanken ikke var tilfældet. Tværtimod støttede banken udviklingen hen imod mere rationelle betalingsformer og deltog selv på flere måder aktivt i denne udvikling. Dette var en naturlig konsekvens af det i nationalbanklovens pgf. 1 nævnte formål, at lette og regulere pengeomsætningen.

Nationalbankens holdning kom til udtryk i en skrivelse til Økonomiministeriet af 15. oktober 1981, foranlediget af en forespørgsel fra Folketingets Politisk-Økonomiske udvalg. Det blev heri nævnt, at Dankortet ikke i nævneværdig grad ville forringe mulighederne for at styre pengemængden. Kortet måtte ses som et trin i en fortsat udvikling i retning af at lette og rationalisere pengeomsætningen, og det måtte antages, at Dankortet først og fremmest ville erstatte brugen af checks og desuden i et vist omfang afløse købekort udstedt af benzinselskaber og stormagasiner mv. Det blev anført som en samfundsøkonomisk fordel, at pengeinstitutterne gik sammen om denne opgave.

Brugen af plastickort vandt også vid udbredelse i den internationale rejsetrafik. VISA/Dankort og Eurocard blev eksempler herpå.

Internationale betalinger mellem pengeinstitutter indbyrdes rationaliseredes betydeligt gennem det såkaldte S.W.I.F.T.-system[1]), der blev indført i 1973. Det blev herved muligt at undgå de fejlkilder, der er knyttet til papirbundne overførselsmetoder, som f.eks. postforsendelser og telex-kommunikationer. Samtidig forøgedes overførselshastigheden væsentligt.

Inden for EF etablerede en række store banker (med dansk deltagelse) en ECU-clearing, som fra 1. oktober 1986 fik Den Internationale Betalingsbank i Basel (BIS) som teknisk mellemled. Bankerne fik herigennem mulighed for at anmelde tilgodehavender og forpligtelser i ECU, men således at de netto-

[1]) Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.

saldi, der blev resultatet af clearingen, ikke som ved nationale systemer gik over en centralbankkonto, men forudsattes udlignet bankerne imellem.

Under overvejelserne om etableringen af EF's indre marked for finansielle tjenesteydelser nåede man hurtigt til den erkendelse, at betalingsformidlingen var et centralt led heri. Betalingerne udgjorde infrastrukturen bag de grænseoverskridende finansielle tjenester og måtte derfor nødvendigvis have EF's bevågenhed.

Spørgsmålet blev berørt i Delors-rapporten, der som en af opgaverne for en fremtidig europæisk centralbank nævnte ansvaret for opretholdelsen af et hensigtsmæssigt fungerende betalingssystem[1]). EF's Centralbankchefkomité indledte i begyndelsen af 1990'erne et udredningsarbejde om EF-landenes betalingssystemer som forløber for en tættere koordination på dette område.

Det var tidstypisk, at der også blev peget på de farer, som udviklingen kunne føre med sig, f.eks. misbrug og systemrisici. Ville pengeinstitutter f.eks. kunne udnytte betalingssystemerne på en sådan måde, at de blev i stand til at fortsætte driften, uanset at de likviditetsmæssigt var hårdt presset? Eller var systemet i kraft af sin kompleksitet blevet så sårbart, at der var fare for systemsammenbrud?

Problemer af denne art optog især det amerikanske centralbanksystem på baggrund af de astronomiske tal for pengeomsætningen på de amerikanske markeder. Disse spørgsmål blev tillige drøftet inden for rammerne af BIS i Basel.

Indtjening, tab og ressourceforbrug

Også ændringerne i de finansielle institutioners regnskabsforhold viste træk af strukturel karakter.

I *banker* og *sparekasser* blev basisresultatet, dvs. nettoindtjeningen før skat, afskrivninger og kursreguleringer, således forringet fra omkring 1980. Den udslagsgivende faktor var rentemarginalen, der for bankernes vedkommende var høj i 1970'erne, men herefter faldt til et niveau, der svarede til niveauet i 1960-69.

I sparekasserne var udviklingen stort set den samme, men først efter 1975, hvor sparekasserne fik mulighed for at udføre samme forretninger som bankerne. Indtil da var sparekassernes rentemarginal lav, i de første år af 1960'erne endda så lav som 1½ pct.

Afskrivninger og hensættelser syntes kun at kunne gå én vej, nemlig opad. I 1960'erne var afskrivningerne beskedne. I de næste ti år tredobledes de, og i 1980'erne skete der yderligere en tredobling. Afskrivningerne mv. kom her-

[1]) Side 22 i den danske oversættelse af rapporten.

Tabel 9.13 Regnskabstal for banker og sparekasser

	Årsgennemsnit			1990
	1960-69	1970-79	1980-89	
	Procent			
I procent af egenkapitalen primo året				
Drift mv.	17,7	20,8	15,1	15,1
Afskrivninger og hensættelser på debitorer	- 1,3	- 3,4	- 11,9	- 16,3
Kursregulering af værdipapirer[1])	- 1,2	1,7	17,4	- 3,0
Resultat før skat	15,2	19,1	20,6	- 4,2
Afskrivninger og hensættelser i procent af udestående udlån og garantier	0,1	0,4	1,4	1,8
Rentemarginal i procent				
Banker	4,7	6,3	4,8	•
Sparekasser	1,8	4,8	5,7	•
Tilsammen	3,7	5,8	5,1	4,3

Anm.: Beregninger i Nationalbanken på grundlag af Finanstilsynets beretninger.
[1]) Til og med 1986 inkl. kursregulering af værdipapirer knyttet til puljeordninger.

ved op på næsten 12 pct. beregnet i forhold til egenkapitalen og på 1½ pct. beregnet i forhold til de samlede udlån og garantier. Afskrivninger af denne størrelse var ensbetydende med et kraftigt indhug i rentefortjenesten på udlån.

Kursreguleringen af værdipapirer viste et uensartet forløb afhængig af bevægelserne i renteforholdene.

Denne udvikling er i sammentrængt form vist i tabel 9.13, der tillige indeholder tal for året 1990. Tabellens gennemsnitstal dækker over betydelige variationer inden for de anførte tiår. F.eks. blev resultatet af driften mv. i årene fra 1970 til 1979 trukket op af en særlig høj basisindtjening i 1973 og 1974. Omvendt blev resultatet i 1980-89 trukket ned af to svage år, 1983 og 1985, dog delvis som følge af beregningstekniske forhold, idet kursreguleringen af værdipapirer indtil 1987 tillige omfattede kursregulering af værdipapirer knyttet til pensionspuljer.

De niveauforskydninger, der fremgår af tallene, var uanset disse udsving nogenlunde typiske for de pågældende perioder som helhed.

Oversigten peger tydeligt i retning af et fald i pengeinstitutternes indtjeningsevne. For årene 1980-89 var det alene opskrivningen af fondsbeholdningen, der muliggjorde et resultat før skat på linje med eller i overkanten af resultatet i de forudgående år.

Nedpresningen af rentemarginalen havde sammenhæng med den voldsomme balancevækst og den bagved liggende øgede konkurrence, der især førte til stigning i forrentningen af indlånsmassen mv., dvs. de såkaldte fun-

dingomkostninger. Forøgelsen af udlånet i form af lavtforrentede lån til erhvervslivet i fremmed valuta spillede også en rolle.

Tabene var store i årene 1981-83 som følge af svage eller negative vækstrater. Bl.a. boligbyggeriet faldt kraftigt. Hertil kom fra 1983 opbremsningen af inflationen, der tidligere havde mindsket risikoen for tab.

Senere i 1980'erne og i 1990 opstod der - ud over virksomhedstabene - store tab på udlån til private kunder, bl.a. på baggrund af reduktionen af skatteværdien af fradrag for renteudgifter. Kartoffelkuren gjorde også sit hertil. Der blev ligeledes ymtet en del om svækket betalingsmoral.

Derimod var der ikke tegn på, at ophævelsen af udlånsloftet mv. - den såkaldte deregulering - gjorde banker og sparekasser mere dristige i deres udlånsadfærd. Selv om man forsøgte at udvide de private kundeforbindelser på en måde, der gav bagslag, og selv om visse institutter vovede sig for langt ud i engagementer med kredse, de skulle have holdt sig langt fra, var branchen som helhed næppe mindre agtpågivende i kreditvurderingen end tidligere.

Soliditeten i systemet blev ikke truet. Tabene var heller ikke belastende set fra et samfundsøkonomisk synspunkt, og de var - i årene indtil 1991 - forholdsmæssigt lavere end de tabstal, der fremkom i andre nordiske lande. Billedet formørkedes i 1992, hvor bl.a. Unibank måtte foretage store afskrivninger og hensættelser.

Tab kan formindskes, men ikke undgås. Det er en naturlig bankmæssig opgave at løbe en risiko. Det indtjeningsmæssige problem består i, at risikoen ikke prisfastsættes tilstrækkeligt.

Herudover har det vist sig svært at rette op på andre fundamentale skævheder i indtjeningen. Bedre „funding" spiller en stor rolle i denne forbindelse, men den skarpe konkurrence sætter snævre grænser for, hvad der kan opnås ad denne vej.

Pengeinstitutternes ledelser har derfor haft blikket rettet mod omkostningerne. De mange fusioner, herunder de store, må ses i denne sammenhæng. Der skal med andre ord en strukturtilpasning til, jf. også den følgende omtale af ressourceforbruget i den finansielle sektor.

Udviklingen i *realkreditinstitutternes driftsforhold* var i mange år rolig og udramatisk.

I 1960'erne var der ikke større konkurrence på området. Kredit- og hypotekforeningerne havde oven i købet ord for at være overforsigtige. Tredjeprioritetsinstitutterne havde eneret på de felter, de dækkede, og var derfor ikke tilskyndet til at give større lån end højst nødvendigt.

I 1970'erne ændredes konkurrencesituationen, men långivningen blev holdt på plads, først af institutternes selvjustits og senere af aftalerne med Nationalbanken. Sidst men ikke mindst blev kun få lån nødlidende på grund af de stærkt stigende ejendomspriser. Under disse forhold var institutterne i

Tabel 9.14 Regnskabstal for realkreditinstitutter

	1981	1982	1983	1984	1987	1988	1989	1990
	Milliarder kroner				Milliarder kroner			
Nettodrifts-indtægter[1])	2,5	2,6	2,9	3,0	3,4	3,5	3,7	4,0
Tab på debitorer ..	- 0,9	- 0,9	- 1,0	- 0,8	- 0,8	- 1,7	- 3,5[2])	- 9,9[3])
Kursregulering af værdipapirer[4])	- 0,1	0,5	4,5	0,2	- 0,1	2,8	- 0,6	- 0,4
Resultat før skat[5]) .	1,5	2,2	6,4	2,4	2,5	4,6	- 0,4	- 6,3[6])
Tab og hensættelser i procent af cirkulerende obligationsmasse ultimo	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,5	1,3[7])
Beholdning af overtagne ejendomme, ultimo (1000)	1,8	2,9	2,7	1,8	1,6	3,5	6,1	6,8
Rentemarginal procent[8])	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4

Realkreditinstitutternes årsregnskaber og Realkreditrådets årsberetninger.

Anm.: Omfatter Kreditforeningen Danmark, Nykredit (tidligere Jyllands Kreditforening og Forenede Kreditforeninger), BRFkredit, Industriens Realkreditfond (IRF) samt Dansk Landbrugs Realkreditfond (DLR).

[1]) Residualt bestemt.

[2]) Heraf skyldes 1,4 mia.kr. forskydning i hensættelser.

[3]) Heraf blev 3,1 mia.kr. udgiftsført under reserver, mens i alt 4,6 mia.kr. var ekstraordinære hensættelser som følge af ændret hensættelsespraksis.

[4]) Til og med regnskabsåret 1986 var realkreditinstitutter ikke skattepligtige og benyttede således en anden regnskabsopstilling. Kursreguleringen er indtil da beregnet på basis af noterne i institutternes regnskaber.

[5]) Til og med 1984 er benyttet ,,resultat henlagt til reservefonde'' plus kursregulering af værdipapirer.

[6]) Heraf udgør 4,6 mia.kr. ekstraordinære hensættelser, jf. note 3.

[7]) Konstaterede tab på panter udgjorde 0,5 pct.

[8]) Rentemarginal som oplyst af Realkreditrådet til og med 1988, derefter beregnede tal.

stand til fortsat at operere med den meget lave rentemarginal, der var realkredittens bannermærke.

I 1980'erne opstod der problemer. Efter ophævelsen af aftalerne med Nationalbanken blev der på politisk foranledning gennemført en række lempelser, der hurtigt bragte de faktiske lånegrænser på højde med lovgivningens maksimalgrænser. Dette gav vanskeligheder, da renten faldt, og stigningen i ejendomspriserne ophørte.

Realkreditinstitutterne blev således ramt af de samme konjunkturbestemte forhold som banker og sparekasser og blev særlig berørt af stramningen af

rentefradragsretten. Herudover blev institutterne, som led i skattereformen fra 1986, gjort skattepligtige, og med den nye realkreditlov fra 1989 blev opgørelsen af solvenskravet bragt på linje med reglerne for pengeinstitutterne, hvorved kravet til egenkapitalen blev forøget med 20-30 pct. Det blev samtidig bestemt, at egenkapitalkravet skulle opfyldes af hver enkelt seriereservefond. Det blev herefter ikke længere muligt at lade overdækning i en serie garantere for underdækning i en anden.

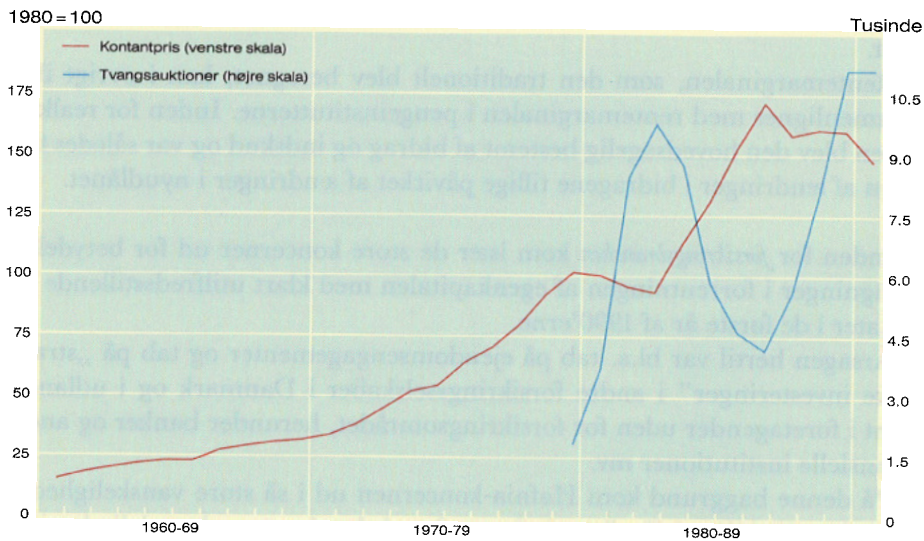
Endelig skærpedes hensættelseskravet. Indtil 1989 blev tabskontoen stort set kun belastet med de faktisk konstaterede tab og hensættelser vedrørende overtagne, men endnu ikke solgte ejendomme. I 1990 forlangte Tilsynet, at der tillige blev foretaget hensættelser til imødegåelse af sandsynliggjorte tab på ikke overtagne ejendomme etc., således at hensættelsesreglerne herefter svarede til de for pengeinstitutterne gældende.

Alt dette var klart en voldsom mundfuld for institutterne, der ud over at skulle løse de heraf følgende problemer tillige måtte værge for sig på grund af den skarpe offentlige kritik, der opstod i kølvandet på nogle fejlslagne dispositioner, herunder tab på visse store låneengagementer.

Tabene kom i to bølger koncentreret om årene 1981-84 og 1987-90, jf. tabel 9.14.

I den første periode måtte institutterne ligesom senere overtage mange panter, men dels var de pågældende ejendomme ikke særlig højt belånt som

Figur 9.1 Kontantpris for ejerboliger 1960-1990 og kundgjorte tvangsauktioner 1979-1990



Danmarks Statistik.

følge af de forudgående års kreditrestriktioner, dels vendte ejendomsmarkedet forholdsvis hurtigt med fornyede prisstigninger, jf. figur 9.1, således at institutterne blev i stand til rimelig hurtigt at slippe af med de overtagne ejendomme igen. Tabene blev derfor væsentligt lavere end i perioden fra 1987 og fremefter, hvor situationen blev særlig ondartet, således som det bl.a. fremgår af figurens kurve over kundgjorte tvangsauktioner.

Undersøgelser foretaget i et af Boligministeriet nedsat udvalg viste, at det især var boligejere, der havde købt ejendomme i 1986-87, der var kommet i klemme. Ejendommene var højt belånt, og de var som følge af det meget svage ejendomsmarked svære at sælge. Under disse forhold steg tabene kraftigt. I 1990 kom tab og hensættelser op på 10 mia.kr., hvilket var et uhørt højt tal sammenlignet med tidligere år. Selv bortset fra de skærpede krav til hensættelser var tabstallet meget højt.

Diskussionen i offentligheden koncentreredes om visse enkeltsager, f.eks. lån i hoteller og kontor- og forretningsejendomme, hvor lånet viste sig at være højt sammenlignet med de efterfølgende handelspriser. At der blev begået dumheder, var åbenbart, men tabene var i disse tilfælde langt mindre end de generelle tab på udlånsmassen som helhed.

Der rejste sig også kritik af institutternes fremstød i udlandet, der viste sig at blive en bekostelig affære. Det samme blev tilfældet med institutternes køb af ejendomsmæglerfirmaer eller rettere sagt franchising af sådanne firmaer.

Som følge af disse forhold indtraf der en meget betydelig forringelse af resultatet før skat, således som det fremgår af tabel 9.14. Ud over omkostningsbesparelser blev det derfor nødvendigt at søge indtægterne forøget, især ved forhøjelse af låntagernes bidrag. Rentemarginalen kom herefter i skred opefter.

Rentemarginalen, som den traditionelt blev beregnet, kan i øvrigt ikke sammenlignes med rentemarginalen i pengeinstitutterne. Inden for realkreditten blev den hovedsagelig bestemt af bidrag og indskud og var således foruden af ændringer i bidragene tillige påvirket af ændringer i nyudlånet.

Inden for *forsikringsbranchen* kom især de store koncerner ud for betydelige svingninger i forrentningen af egenkapitalen med klart utilfredsstillende resultater i de første år af 1990'erne.

Årsagen hertil var bl.a. tab på ejendomsengagementer og tab på „strategiske investeringer" i andre forsikringsselskaber i Danmark og i udlandet samt i foretagender uden for forsikringsområdet, herunder banker og andre finansielle institutioner mv.

På denne baggrund kom Hafnia-koncernen ud i så store vanskeligheder, at Hafnia Holding A/S, til trods for en forudgående meget betydelig kapitaludvidelse, måtte træde i betalingsstandsning i august 1992.

Tabel 9.15 Ressourceforbrug i den finansielle sektor

	Bruttoinvesteringer		Antal lønmodtagere[1])		Omkostninger bortset fra renteudgifter	
	I alt	I procent af øvrige erhverv	I alt	I procent af øvrige erhverv	I alt	I procent af bruttonationalproduktet
	Milliarder kroner	Procent	1000 personer	Procent	Milliarder kroner	Procent
1971	0,6	4,2	57,4	4,2	3,8	2,9
1972	0,6	3,8	61,1	4,4	4,3	2,9
1973	0,9	4,6	63,7	4,6	5,1	2,9
1974	1,0	4,3	66,4	4,9	6,2	3,2
1975	1,2	5,3	69,0	5,3	7,3	3,4
1976	0,8	2,9	69,0	5,2	8,0	3,2
1977	1,1	3,4	70,6	5,3	9,1	3,3
1978	1,5	4,3	75,2	5,7	10,3	3,3
1979	1,7	4,9	81,2	6,1	12,1	3,5
1980	2,2	6,1	85,6	6,6	13,8	3,7
1981	2,0	6,2	87,8	7,0	15,7	3,8
1982	1,2	2,8	87,2	7,0	17,7	3,8
1983	2,0	4,2	87,6	7,0	20,1	3,9
1984	2,3	4,0	91,6	7,0	22,1	3,9
1985	2,6	3,6	96,7	7,1	25,1	4,1
1986	3,0	3,4	101,1	7,1	28,4	4,3
1987	3,8	4,4	108,0	7,5	32,9	4,7
1988	4,2	5,4	110,2	7,8	34,8	4,8
1989	2,4	2,8	109,5	7,8	37,1	4,8
1990	3,2	3,5	106,0	7,6	38,8	4,8

Nationalregnskabstal for ,,finansielle institutioner'' og ,,forsikringsselskaber og pensionskasser'' samt indsamling af primærdata for visse andre finansielle institutioner.

Anm.: Omfatter Nationalbanken, pengeinstitutter, Postgiro, obligationsudstedende institutter, visse finansieringsselskaber, forsikringsselskaber og pensionskasser, Fondsbørsen samt Pengeinstitutternes BetalingsSystemer mfl.

[1]) Antal personer uanset arbejdstid.

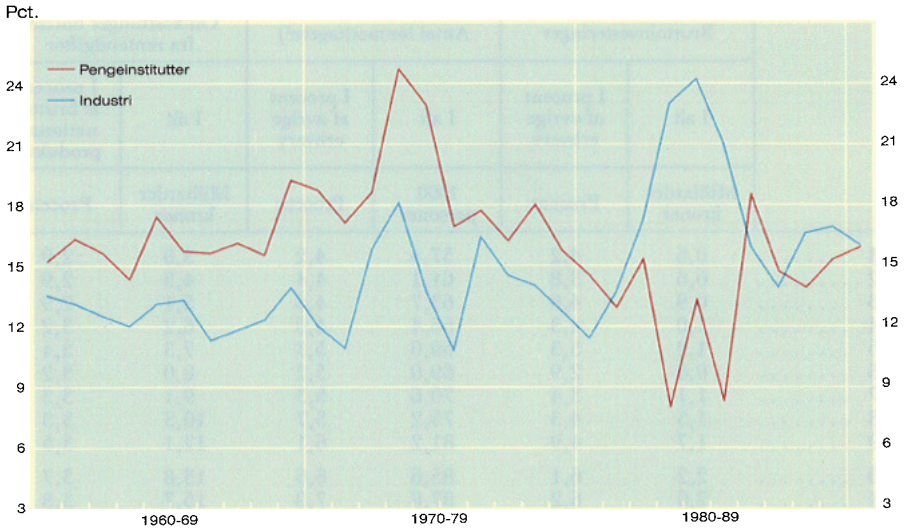
Til sidst nogle tal vedrørende ressourceforbruget i den finansielle sektor som helhed[1]).

I tabel 9.15 er i de to første kolonner vist en oversigt over bruttoinvesteringerne sammenholdt med bruttoinvesteringerne i de øvrige erhverv. Det fremgår heraf, at investeringerne på det finansielle område typisk androg 4-5 pct. af investeringerne i erhvervslivet i øvrigt uden nogen klar tendens i den ene eller anden retning.

Investeringerne vedrørte bl.a. udbygningen af filialnettet samt anskaffelse af edb-maskinel til effektivisering af værdipapirbehandlingen, betalingsformidlingen, kontosystemerne og bogføringsfunktionerne. Dvs. investeringer,

[1]) Udviklingen i 1980'erne er belyst i Industriministeriets pjece fra oktober 1991 „Den finansielle sektors indtjeningsevne".

Figur 9.2 Egenkapitalforrentning i pengeinstitutterne og industrien 1960-1990



Beregning i Nationalbanken på basis af Finanstilsynets beretninger. For industrien 1961-75: „Industriens indtjening og finansiering", Industrirådet, 1977. 1967-90: „Regnskabsstatistik for industrien" kombineret med „Regnskaber for aktie- og anpartsselskaber", „Driftsregnskabsstatistik for industrien" og „Statusstatistik for industrien".
I pengeinstitutterne overskud før skat, afskrivninger, hensættelser på debitorer samt kursregulering. Overskuddet er ligesom for industrien sat i forhold til egenkapitalen ultimo året. For industrien, der er inkl. råstofudvinding, er der databrud mellem 1975 og 1976.

som ud over at give en bedre kundeservice, også – hvad maskinellet angår – skulle være produktivitetsfremmende.

På denne baggrund er det særligt iøjnefaldende, at antallet af beskæftigede steg betydeligt stærkere end antallet af beskæftigede i andre erhverv. Forklaringen må søges i den finansielle sektors karakter af serviceerhverv, men indtjeningstallene tyder samtidig på et overforbrug af ressourcer, i hvert fald inden for dele af området. Det var først i 1990, at der viste sig en svag vending i modsat retning.

Den forholdsvis stærke forøgelse af personaleforbruget afspejlede sig også i omkostningerne, der tydeligt var stigende i forhold til bruttonationalproduktet og dermed givetvis også i forhold til omkostningerne i andre dele af erhvervslivet. Også her skete der en opbremsning op imod 1990.

Endelig er i figur 9.2 vist en sammenstilling vedrørende pengeinstitutterne alene, nemlig forrentningen af egenkapitalen i pengeinstitutterne før skat, hensættelse på debitorer og kursregulering sammenholdt med forrentningen af egenkapitalen i industrien.

Forrentningen i pengeinstitutterne toppede i 1973 og 1974 og faldt herefter til et niveau, der ikke var meget forskelligt fra niveauet de forudgående år.

Den lave forrentning i 1983 og 1985 skyldtes foruden det forannævnte beregningstekniske forhold tillige et kraftigt fald i rentemarginalen fra 1983 og fremefter. Årsagen var måske de ekstraordinært store kursgevinster på værdipapirer i disse to år, der kan have udløst et særlig hårdt konkurrenceklima.

Det var typisk, at forrentningen i pengeinstitutterne oversteg forrentningen i industrien i årene til og med 1980, hvorefter billedet ændredes, specielt i årene 1983-85, hvor forrentningen i industrien - som følge af opgangskonjunkturen og omsætningsfremgangen - var særlig høj med forrentningsprocenter på 21-24 pct.

Også disse sammenligninger underbygger pengeinstitutternes egne vurderinger, nemlig at basisindtjeningen først og fremmest skal forbedres gennem omkostningsreduktioner.

Tillæg I

Nationalbankens balance og vigtigste rentesatser 1960-1990

Tabel I.1 Nationalbankens balance, aktiver (fortsættes)

Ultimo	Guld[1])	Fordringer på udlandet	Europæiske valutaenheder (ECU)	Særlige trækningsrettigheder i Den Internationale Valutafond (SDR)	Kvote i Den Internationale Valutafond[2])	Udlån	Staten		
							Løbende konto	Statsforskrivning iht. lov af 19. dec. 1959	Postgiromidler[3])
	Millioner								
1959 dec.	68	1.948	•	•	•	522	—	2.876	•
1960 juni	68	1.524	•	•	•	660	—	2.800	•
dec.	68	1.601	•	•	•	590	—	2.800	•
1961 juni	68	1.484	•	•	•	850	—	2.750	•
dec.	68	1.534	•	•	•	688	—	2.750	•
1962 juni	68	1.486	•	•	•	756	—	2.700	•
dec.	68	1.345	•	•	•	1.092	—	2.700	•
1963 juni	68	1.775	•	•	•	708	—	2.150	•
dec.	68	2.841	•	•	•	474	—	2.150	•
1964 juni	68	3.139	•	•	•	1.234	—	2.100	•
dec.	68	4.049	•	•	•	813	—	2.100	•
1965 juni	68	2.924	•	•	•	1.357	—	2.050	•
dec.	68	3.454	•	•	•	970	—	2.050	•
1966 juni	68	3.396	•	•	•	1.451	—	2.000	•
dec.	68	3.462	•	•	•	1.686	—	2.000	•
1967 juni	68	3.093	•	•	•	1.973	—	1.950	•
dec.	68	3.323	•	•	•	1.357	—	1.950	•
1968 juni	68	2.683	•	•	•	1.140	—	1.900	•
dec.	68	2.495	•	•	•	1.141	—	1.900	•
1969 juni	666	2.128	•	•	1.223	2.405	—	1.850	•
dec.	666	2.683	•	•	1.223	1.825	—	1.850	•
1970 juni	666	1.694	•	205	1.223	2.654	—	1.800	•
dec.	484	2.817	•	130	1.950	2.436	—	1.800	•
1971 juni	484	2.172	•	338	1.950	2.291	—	•	•
dec.	476	3.871	•	336	1.950	2.146	—	•	•
1972 juni	476	4.014	•	541	1.950	3.198	—	•	•
dec.	481	4.346	•	547	1.970	3.360	—	•	•
1973 juni	481	5.470	•	649	1.970	3.895	—	•	—
dec.	481	6.030	•	904	1.970	4.267	—	•	—
1974 juni	481	3.265	•	659	1.970	7.999	—	•	—
dec.	481	3.709	•	633	1.798	5.229	—	•	466
1975 juni	481	3.428	•	568	1.798	1.503	983	•	—
dec.	481	3.921	•	593	1.880	1.196	2.587	•	806
1976 juni	481	4.659	•	592	1.880	1.741	7.059	•	368
dec.	501	3.871	•	551	1.748	2.099	7.119	•	736
1977 juni	516	10.742	•	656	1.748	3.160	5.649	•	441
dec.	577	7.987	•	681	1.825	4.552	10.267	•	425

Danmarks Nationalbank.

[1]) Guldbeholdningen omfatter fra og med juni 1969 guld, der i balancen tidligere var bogført under „Fordringer på udlandet".

[2]) Danmarks kvote i Den Internationale Valutafond overførtes ved udgangen af juni 1969 fra Finansministeriet til Nationalbanken.

[3]) Postgiromidler er til og med maj 1971 posteret under „Statens løbende konto" og i perio-

Obligationer og aktier	Skillemønt	Statens garanti for møntomløb[4])	Garantier	Forskellige debitorer	Balancesum	Ultimo
kroner						
482	10	•	31	84	6.021	.... dec. 1959
450	16	•	28	74	5.620	.... juni 1960
489	27	•	31	98	5.704	.... dec.
523	13	•	43	45	5.776	.... juni 1961
522	15	•	41	118	5.736	.... dec.
404	34	•	39	69	5.556	.... juni 1962
850	26	•	38	118	6.237	.... dec.
864	29	•	39	76	5.709	.... juni 1963
969	29	•	39	110	6.680	.... dec.
1.142	36	•	37	156	7.912	.... juni 1964
1.477	21	•	38	289	8.855	.... dec.
1.719	25	•	49	287	8.479	.... juni 1965
2.664	20	•	58	351	9.635	.... dec.
2.845	32	•	64	321	10.177	.... juni 1966
3.420	18	•	62	401	11.117	.... dec.
2.694	34	•	65	402	10.279	.... juni 1967
3.757	25	•	63	425	10.968	.... dec.
3.652	32	•	64	365	9.904	.... juni 1968
5.901	24	•	64	607	12.200	.... dec.
7.712	32	•	64	507	16.587	.... juni 1969
7.832	24	•	64	881	17.048	.... dec.
6.798	32	•	113	626	15.811	.... juni 1970
7.249	14	•	170	922	17.972	.... dec.
7.809	22	•	185	716	15.967	.... juni 1971
7.950	12	•	215	817	17.773	.... dec.
8.233	23	•	215	763	19.413	.... juni 1972
8.451	16	•	215	1.024	20.410	.... dec.
8.767	38	•	215	1.289	22.774	.... juni 1973
8.993	14	•	215	1.135	24.009	.... dec.
10.880	32	•	215	850	26.351	.... juni 1974
10.751	24	•	165	1.034	24.290	.... dec.
10.681	•	639	205	1.273	21.559	.... juni 1975
11.742	•	639	261	1.798	25.904	.... dec.
16.058	•	639	261	1.889	35.627	.... juni 1976
17.757	•	639	263	2.186	37.470	.... dec.
14.923	•	639	263	2.094	40.831	.... juni 1977
14.075	•	639	266	2.464	43.758	.... dec.

den juni 1971 - marts 1973 under „Kontokurant". Fra og med januar 1989 er postgiromidler igen posteret under „Statens løbende konto".

[4]) Statens garanti for møntomløb dækker statens eventuelle indløsningsforpligtelse for den cirkulerende mønt pr. 1. januar 1975, hvor Nationalbanken overtog forvaltningen af Den Kgl. Mønt fra Finansministeriet.

Tabel I.1 Nationalbankens balance, aktiver (fortsat)

Ultimo	Guld[1])	Fordringer på udlandet	Europæiske valutaenheder (ECU)	Særlige trækningsrettigheder i Den Internationale Valutafond (SDR)	Kvote i Den Internationale Valutafond[2])	Udlån	Staten		
							Løbende konto	Statsforskrivning iht. lov af 19. dec. 1959	Postgiromidler[3])
	Millioner								
1978 juni	577	14.079	•	687	2.175	3.555	12.491	•	—
dec.	594	14.830	•	649	2.056	5.095	11.453	•	—
1979 juni	475	14.964	3.669	914	2.056	5.573	11.685	•	—
dec.	491	11.906	2.904	914	2.056	5.085	23.361	•	—
1980 juni	3.258	9.912	1.512	1.247	2.191	9.323	26.253	•	—
dec.	3.258	14.528	2.492	947	3.390	2.516	35.229	•	—
1981 juni	5.741	12.486	2.863	1.327	3.567	5.569	36.776	•	—
dec.	5.741	11.153	2.043	1.327	3.567	2.796	54.895	•	—
1982 juni	4.759	11.858	1.666	1.505	3.965	2.100	60.987	•	—
dec.	4.759	12.327	2.074	1.505	3.965	8.150	73.907	•	—
1983 juni	5.663	21.249	2.814	1.657	4.301	975	83.152	•	—
dec.	5.663	24.214	4.624	1.051	6.767	7.973	86.607	•	—
1984 juni	6.137	24.025	4.125	1.390	7.351	4.438	89.864	•	—
dec.	6.137	24.719	3.322	1.644	7.351	11.581	89.320	•	—
1985 juni	5.661	43.295	3.259	1.837	7.854	8.695	—	•	—
dec.	5.661	43.080	4.343	1.967	7.854	26.203	—	•	—
1986 juni	4.772	27.677	2.875	1.881	6.993	35.970	—	•	656
dec.	4.772	33.844	412	2.022	6.993	42.863	—	•	—
1987 juni	4.675	57.262	1.458	1.865	6.390	15.311	—	•	1.117
dec.	4.675	55.749	3.722	1.185	6.390	18.178	—	•	—
1988 juni	4.891	67.258	4.545	1.912	6.147	1.839	—	•	—
dec.	4.903	55.057	10.394	1.431	6.147	1.755	—	•	6.246
1989 juni	4.628	45.477	8.499	1.773	6.566	2.106	—	•	•
dec.	4.699	36.185	4.820	1.964	6.566	19.541	—	•	•
1990 juni	4.463	50.004	5.858	1.335	6.173	5.721	—	•	•
dec.	4.505	55.045	5.041	1.317	6.173	6.290	—	•	•

Obligationer og aktier	Skillemønt	Statens garanti for møntomløb[4])	Garantier	Forskellige debitorer	Balancesum	Ultimo
kroner						
12.121	•	639	265	2.198	48.787	.....juni 1978
12.015	•	639	265	3.557	51.153	.... dec.
11.142	•	639	278	2.177	53.572	.....juni 1979
11.502	•	639	277	3.458	62.593	.... dec.
11.785	•	639	277	2.277	68.674	.....juni 1980
12.385	•	639	277	3.557	79.218	.... dec.
12.042	•	639	310	2.504	83.824	.....juni 1981
12.264	•	639	370	3.480	98.275	.... dec.
11.004	•	639	328	2.020	100.831	.....juni 1982
12.466	•	639	325	2.609	122.726	.... dec.
11.992	•	639	351	1.614	134.407	.....juni 1983
12.053	•	639	401	2.445	152.437	.... dec.
12.762	•	639	501	1.803	153.035	.....juni 1984
13.111	•	639	818	11.039	169.681	.... dec.
11.649	•	639	893	4.868	88.650	.....juni 1985
11.270	•	639	988	11.055	113.060	.... dec.
14.151	•	639	990	8.729	105.333	.....juni 1986
25.709	•	639	1.169	10.772	129.195	.... dec.
23.897	•	639	1.169	16.087	129.870	.....juni 1987
23.879	•	639	1.120	17.375	132.912	.... dec.
24.181	•	639	1.148	30.488	143.048	.....juni 1988
24.173	•	639	1.059	30.042	141.846	.... dec.
26.958	•	639	989	18.440	116.075	.....juni 1989
33.193	•	639	795	14.418	122.820	.... dec.
35.489	•	639	795	22.517	132.994	.....juni 1990
38.133	•	639	569	17.321	135.033	.... dec.

Tabel I.2 Nationalbankens balance, passiver (fortsættes)

Ultimo	Seddel-omløb	Mønt-omløb	Forpligtelser over for udlandet	Den Internationale Valutafond[1])	Tildelte særlige trækningsrettigheder (SDR)	Indlån	Indlånsbeviser og kreditbeviser	Kassebinding og særlige indskud
								Millioner
1959 dec.	2.892	•	705	•	•	404	450	•
1960 juni	2.814	•	535	•	•	283	360	•
dec.	3.005	•	168	•	•	369	245	•
1961 juni	3.072	•	120	•	•	244	331	•
dec.	3.318	•	116	•	•	343	381	•
1962 juni	3.376	•	99	•	•	237	628	•
dec.	3.504	•	105	•	•	343	589	•
1963 juni	3.546	•	56	•	•	273	415	•
dec.	3.835	•	98	•	•	350	592	•
1964 juni	3.867	•	125	•	•	368	637	•
dec.	4.117	•	148	•	•	396	618	•
1965 juni	4.179	•	126	•	•	376	631	•
dec.	4.442	•	145	•	•	424	674	•
1966 juni	4.651	•	167	•	•	597	854	•
dec.	4.906	•	143	•	•	532	512	•
1967 juni	5.061	•	135	•	•	569	574	•
dec.	5.084	•	261	•	•	660	481	•
1968 juni	5.129	•	416	•	•	533	780	•
dec.	5.444	•	191	•	•	634	1.711	•
1969 juni	5.471	•	617	1.220	•	415	3.110	•
dec.	5.816	•	163	1.216	•	698	1.742	•
1970 juni	5.272	•	165	1.216	205	503	2.037	•
dec.	5.387	•	167	1.752	205	499	1.552	•
1971 juni	5.289	•	165	1.754	414	1.076	522	•
dec.	5.382	•	289	1.558	414	571	1.899	•
1972 juni	5.675	•	434	1.481	621	855	1.548	•
dec.	5.874	•	296	1.481	627	883	1.755	•
1973 juni	6.162	•	579	1.288	627	275	1.364	•
dec.	6.523	•	272	1.074	627	691	1.011	•
1974 juni	6.363	•	297	1.431	627	785	133	•
dec.	6.732	•	226	1.294	573	551	1.463	•
1975 juni	7.175	637	742	1.352	573	646	123	•
dec.	8.206	698	186	1.438	599	389	1.176	2.170
1976 juni	8.304	711	3.494	1.438	599	1.056	939	3.007
dec.	8.939	743	820	1.298	557	599	53	3.007
1977 juni	9.507	756	174	1.206	557	879	39	1.503
dec.	10.245	799	385	1.314	581	692	30	•
1978 juni	10.566	823	504	1.693	581	1.577	20	•
dec.	11.150	866	337	1.601	549	1.600	14	•
1979 juni	11.525	888	263	1.599	763	905	7	•
dec.	12.317	937	403	1.545	763	1.547	4	•

Danmarks Nationalbank.

[1]) Den Internationale Valutafond omfatter Finansministeriets forpligtelser over for Fonden, der overførtes til Nationalbanken ved udgangen af juni 1969, samt Nationalbankens medlemværende med Fonden, der i balancen tidligere var bogført under „Forpligtelser over for udlandet".

[2]) Statens konsolideringskonto er oprettet ved udgangen af juni 1971 ved overførsel fra „Statens løbende konto". Saldoen modsvarer statens udenlandske gæld. Fra og med januar 1985 er statens konsolideringskonto overført til „Statens løbende konto".

Staten				Garantier	Forskellige kreditorer	Egenkapital[4])	Balancesum	Ultimo
Konsolideringskonto[2])	Løbende konto	Andre konti	Postgiromidler[3])					
kroner								
•	249	946	•	31	119	225	6.021	.... dec. 1959
•	1.295	•	•	28	79	226	5.620	.....juni 1960
•	1.527	•	•	31	133	226	5.704	.... dec.
•	1.638	•	•	43	81	247	5.776	.....juni 1961
•	1.164	•	•	41	126	247	5.736	.... dec.
•	863	•	•	39	83	231	5.556	.....juni 1962
•	1.294	•	•	38	133	231	6.237	.... dec.
•	1.030	•	•	39	90	260	5.709	.....juni 1963
•	1.268	62	•	39	176	260	6.680	.... dec.
•	2.276	93	•	37	109	400	7.912	.....juni 1964
•	2.683	166	•	38	289	400	8.855	.... dec.
•	2.416	216	•	49	136	350	8.479	.....juni 1965
•	2.985	216	•	58	341	350	9.635	.... dec.
•	2.954	216	•	64	254	420	10.177	.....juni 1966
•	3.828	216	•	62	498	420	11.117	.... dec.
•	2.777	216	•	65	302	580	10.279	.....juni 1967
•	2.897	216	•	63	726	580	10.968	.... dec.
•	1.625	216	•	64	381	760	9.904	.....juni 1968
•	2.481	216	•	64	699	760	12.200	.... dec.
•	3.691	216	•	64	650	1.133	16.587	.....juni 1969
•	4.736	216	•	64	1.264	1.133	17.048	.... dec.
•	4.637	216	•	113	622	825	15.811	.....juni 1970
•	6.247	216	•	170	952	825	17.972	.... dec.
3.866	1.182	•	•	185	619	895	15.967	.....juni 1971
5.242	175	•	•	215	1.133	895	17.773	.... dec.
5.414	1.382	•	•	215	633	1.155	19.413	.....juni 1972
6.283	588	•	•	215	1.253	1.155	20.410	.... dec.
6.253	3.392	•	441	215	763	1.415	22.774	.....juni 1973
6.327	3.899	•	518	215	1.437	1.415	24.009	.... dec.
7.294	6.786	•	15	215	990	1.415	26.351	.....juni 1974
7.280	2.750	•	—	165	1.841	1.415	24.290	.... dec.
7.180	—	•	269	205	1.132	1.525	21.559	.....juni 1975
7.204	—	•	—	261	2.052	1.525	25.904	.... dec.
12.252	—	•	—	261	1.231	2.335	35.627	.....juni 1976
16.455	—	•	—	263	2.401	2.335	37.470	.... dec.
22.170	—	•	—	263	1.774	2.003	40.831	.....juni 1977
24.410	—	•	—	266	3.033	2.003	43.758	.... dec.
27.700	—	•	754	265	1.802	2.502	48.787	.....juni 1978
29.139	—	•	768	265	2.362	2.502	51.153	.... dec.
31.844	—	•	384	278	2.585	2.531	53.572	.....juni 1979
35.744	—	•	2.234	277	4.291	2.531	62.593	.... dec.

[3]) Postgiromidler er til og med maj 1971 posteret under „Statens løbende konto" og i perioden juni 1971 - marts 1973 under „Kontokurant". Fra og med januar 1989 er postgiromidler igen posteret under „Statens løbende konto".

[4]) Ekskl. fornyelses- og afskrivningsfond, der til og med februar 1978 bogførtes under „Forskellige kreditorer", samt ekskl. fortjeneste ved salg af guld efter 2. verdenskrig, der til og med maj 1969 bogførtes under „Indlån" (kontokurant) og til og med februar 1970 under „Forskellige kreditorer".

Tabel I.2 Nationalbankens balance, passiver (fortsat)

Ultimo	Seddel-omløb	Mønt-omløb	Forpligtelser over for udlandet	Den Internationale Valutafond[1])	Tildelte særlige trækningsrettigheder (SDR)	Indlån	Indlånsbeviser og kreditbeviser	Kassebinding og særlige indskud
	Millioner							
1980 juni	11.957	1.132	547	1.633	1.041	1.053	2	•
dec.	12.949	1.202	479	2.581	1.041	1.271	•	•
1981 juni	12.992	1.200	332	2.779	1.372	864	•	•
dec.	14.018	1.270	350	2.816	1.372	1.653	•	•
1982 juni	13.866	1.278	439	3.097	1.525	1.584	•	•
dec.	14.601	1.338	698	3.118	1.525	944	•	•
1983 juni	14.961	1.344	186	3.396	1.654	4.024	•	•
dec.	15.644	1.401	588	4.788	1.654	573	•	•
1984 juni	16.010	1.412	415	5.267	1.849	1.739	•	•
dec.	17.237	1.479	570	5.128	1.849	2.502	•	•
1985 juni	18.246	1.485	258	5.600	1.976	3.089	•	•
dec.	18.599	1.556	603	5.565	1.976	2.562	23.816	3.263
1986 juni	19.011	1.589	1.439	4.920	1.759	1.975	27.749	6.402
dec.	19.702	1.637	5.900	5.690	1.759	750	7.907	2.038
1987 juni	19.964	1.668	383	5.606	1.608	1.248	9.187	707
dec.	21.093	1.716	798	5.097	1.608	1.427	—	756
1988 juni	21.459	1.741	447	4.279	1.547	7.748	•	•
dec.	22.094	1.776	1.574	4.077	1.547	7.822	•	•
1989 juni	22.976	1.705	492	4.239	1.652	2.926	•	•
dec.	23.290	1.755	1.446	4.209	1.652	8.976	•	•
1990 juni	24.155	2.305	1.481	4.170	1.553	11.528	•	•
dec.	24.453	2.530	1.360	4.255	1.553	13.170	•	•

Staten				Garantier	Forskellige kreditorer	Egenkapital[4])	Balancesum	Ultimo
Konsolideringskonto[2])	Løbende konto	Andre konti	Postgiromidler[3])					
kroner								
39.387	—	•	1.130	277	3.431	7.084	68.674	.....juni 1980
45.346	—	•	1.826	277	5.162	7.084	79.218	.... dec.
47.734	—	•	1.343	310	2.514	12.384	83.824	.....juni 1981
57.521	—	•	1.887	370	4.634	12.384	98.275	.... dec.
60.703	—	•	1.746	328	1.781	14.484	100.831	.....juni 1982
79.142	—	•	2.325	325	4.226	14.484	122.726	.... dec.
86.579	—	•	2.711	351	1.727	17.474	134.407	.....juni 1983
102.514	—	•	2.872	401	4.528	17.474	152.437	.... dec.
98.050	—	•	1.141	501	2.967	23.684	153.035	.....juni 1984
98.592	—	•	4.329	818	13.493	23.684	169.681	.... dec.
•	23.634	•	2.266	893	6.651	24.552	88.650	.....juni 1985
•	13.184	•	5.142	988	11.254	24.552	113.060	.... dec.
•	8.534	•	—	990	6.413	24.552	105.333	.....juni 1986
•	48.424	•	1.491	1.169	8.176	24.552	129.195	.... dec.
•	50.284	•	—	1.169	13.494	24.552	129.870	.....juni 1987
•	55.819	•	1.032	1.120	17.894	24.552	132.912	.... dec.
•	45.141	•	5.133	1.148	29.853	24.552	143.048	.....juni 1988
•	45.321	•	—	1.059	32.024	24.552	141.846	.... dec.
•	31.439	•	•	989	20.547	29.110	116.075	.....juni 1989
•	32.215	•	•	795	19.372	29.110	122.820	.... dec.
•	34.714	•	•	795	23.183	29.110	132.994	.....juni 1990
•	38.405	•	•	569	19.628	29.110	135.033	.... dec.

Tabel I.3 Specifikation af udlån (fortsættes)

Ultimo	I alt	Veksler på indlandet	Lån på værdipapirer	Lån mod statens garanti	Kontokurant	Lån under lånerammerne	Lån over pengemarkedet	Lån på indlånsbeviser	Træk på folio	Udlån vedr. kontantdepoter	Andre udlån
	Millioner kroner										
1959 dec.	522	37	185	16	284	•	•	•	•	•	•
1960 juni	660	60	148	15	437	•	•	•	•	•	•
dec.	590	63	182	15	330	•	•	•	•	•	•
1961 juni	850	117	246	15	472	•	•	•	•	•	•
dec.	688	103	250	14	321	•	•	•	•	•	•
1962 juni	756	120	249	13	374	•	•	•	•	•	•
dec.	1.092	176	489	13	414	•	•	•	•	•	•
1963 juni	708	152	250	13	293	•	•	•	•	•	•
dec.	474	62	126	13	273	•	•	•	•	•	•
1964 juni	1.234	184	664	12	374	•	•	•	•	•	•
dec.	813	154	302	12	345	•	•	•	•	•	•
1965 juni	1.357	120	652	12	573	•	•	•	•	•	•
dec.	970	56	388	12	514	•	•	•	•	•	•
1966 juni	1.451	58	667	13	713	•	•	•	•	•	•
dec.	1.686	147	759	13	767	•	•	•	•	•	•
1967 juni	1.973	83	968	13	909	•	•	•	•	•	•
dec.	1.357	32	971	14	340	•	•	•	•	•	•
1968 juni	1.140	34	394	15	697	•	•	•	•	•	•
dec.	1.141	12	612	15	502	•	•	•	•	•	•
1969 juni	2.405	29	1.729	17	630	•	•	•	•	•	•
dec.	1.825	190	891	18	726	•	•	•	•	•	•
1970 juni	2.654	360	1.253	20	1.021	•	•	•	•	•	•
dec.	2.436	96	1.439	20	881	•	•	•	•	•	•
1971 juni	2.291	512	848	19	912	•	•	•	•	•	•
dec.	2.146	53	991	20	1.082	•	•	•	•	•	•
1972 juni	3.198	430	1.650	19	1.099	•	•	•	•	•	•
dec.	3.360	626	1.084	18	1.632	•	•	•	•	•	•
1973 juni	3.895	299	1.783	17	1.796	•	•	•	•	•	•
dec.	4.267	347	2.235	15	1.670	•	•	•	•	•	•
1974 juni	7.999	561	3.443	13	3.982	•	•	•	•	•	•
dec.	5.229	489	3.202	12	1.526	•	•	•	•	•	•
1975 juni	1.503	•	•	•	•	1.401	•	•	•	•	102
dec.	1.196	•	•	•	•	1.013	•	•	•	•	183
1976 juni	1.741	•	•	•	•	1.467	•	•	•	•	274
dec.	2.099	•	•	•	•	175	1.432	•	•	•	492
1977 juni	3.160	•	•	•	•	2.836	—	•	•	•	324
dec.	4.552	•	•	•	•	4.139	—	•	•	•	413

Danmarks Nationalbank.

Anm.: I Nationalbankens månedsbalancer er posterne „Veksler på indlandet", „Lån på værdipapirer", „Lån mod statens garanti" og „Kontokurant" fra og med maj 1975 slået sammen til balanceposten „Udlån".

Tabel I.3 Specifikation af udlån (fortsat)

Ultimo	I alt	Veksler på indlandet	Lån på værdipapirer	Lån mod statens garanti	Kontokurant	Lån under lånerammerne	Lån over pengemarkedet	Lån på indlånsbeviser	Træk på folio	Udlån vedr. kontantdepoter	Andre udlån
	Millioner kroner										
1978 juni	3.555	•	•	•	•	3.106	—	•	•	•	449
dec.	5.095	•	•	•	•	4.499	—	•	•	•	596
1979 juni	5.573	•	•	•	•	5.169	—	•	•	•	404
dec.	5.085	•	•	•	•	4.447	59	•	•	•	579
1980 juni	9.323	•	•	•	•	8.525	—	•	•	•	798
dec.	2.516	•	•	•	•	1.754	—	•	•	•	762
1981 juni	5.569	•	•	•	•	3.991	—	•	•	•	1.578
dec.	2.796	•	•	•	•	1.273	—	•	•	•	1.523
1982 juni	2.100	•	•	•	•	908	—	•	•	•	1.192
dec.	8.150	•	•	•	•	3.368	2.808	•	•	•	1.974
1983 juni	975	•	•	•	•	124	—	•	•	•	851
dec.	7.973	•	•	•	•	2.853	2.567	•	•	•	2.553
1984 juni	4.438	•	•	•	•	2.998	57	•	•	•	1.383
dec.	11.581	•	•	•	•	9.712	—	•	•	•	1.869
1985 juni	8.695	•	•	•	•	6.568	—	•	•	•	2.127
dec.	26.203	•	•	•	•	•	8.231	14.403	•	•	3.569
1986 juni	35.970	•	•	•	•	•	8.995	24.125	•	•	2.850
dec.	42.863	•	•	•	•	•	35.514	6.905	•	•	444
1987 juni	15.311	•	•	•	•	•	8.192	6.817	•	•	302
dec.	18.178	•	•	•	•	•	—	•	17.696	•	482
1988 juni	1.839	•	•	•	•	•	—	•	1.377	•	462
dec.	1.755	•	•	•	•	•	—	•	1.324	•	431
1989 juni	2.106	•	•	•	•	•	—	•	1.533	•	573
dec.	19.541	•	•	•	•	•	475	•	17.915	20	1.131
1990 juni	5.721	•	•	•	•	•	—	•	3.592	517	1.612
dec.	6.290	•	•	•	•	•	—	•	3.055	1.013	2.222

Tabel I.4 Danmarks internationale likviditet (officiel likviditet) (fortsættes)

Ultimo	Guldbeholdning	Fordringer på udlandet	Europæiske valutaenheder (ECU)	Særlige trækningsrettigheder i Den Internationale Valutafond (SDR)	Reservestilling over for Den Internationale Valutafond	Danmarks internationale likviditet (brutto)	Forpligtelser over for udlandet	Danmarks internationale likviditet (netto)[1]
	Millioner kroner							
1959 dec. . . .	•	1.948	•	•	•	1.948	705	1.243
1960 juni . . .	•	1.524	•	•	•	1.524	535	989
dec. . . .	•	1.601	•	•	•	1.601	168	1.433
1961 juni . . .	•	1.484	•	•	•	1.484	120	1.364
dec. . . .	•	1.534	•	•	•	1.534	116	1.418
1962 juni . . .	•	1.486	•	•	•	1.486	99	1.387
dec. . . .	•	1.345	•	•	•	1.345	105	1.240
1963 juni . . .	•	1.775	•	•	•	1.775	56	1.719
dec. . . .	•	2.841	•	•	•	2.841	98	2.743
1964 juni . . .	•	3.139	•	•	•	3.139	125	3.014
dec. . . .	•	4.049	•	•	•	4.049	148	3.901
1965 juni . . .	•	2.924	•	•	•	2.924	126	2.798
dec. . . .	•	3.454	•	•	•	3.454	145	3.309
1966 juni . . .	•	3.396	•	•	•	3.396	167	3.229
dec. . . .	•	3.462	•	•	•	3.462	143	3.319
1967 juni . . .	•	3.093	•	•	•	3.093	135	2.958
dec. . . .	•	3.323	•	•	•	3.323	261	3.062
1968 juni . . .	•	2.683	•	•	•	2.683	416	2.267
dec. . . .	•	2.495	•	•	•	2.495	191	2.304
1969 juni . . .	666	2.128	•	•	3	2.797	617	2.180
dec. . . .	666	2.683	•	•	7	3.356	163	3.193
1970 juni . . .	666	1.694	•	205	7	2.572	165	2.407
dec. . . .	484	2.817	•	130	198	3.629	167	3.462
1971 juni . . .	484	2.172	•	338	196	3.190	165	3.025
dec. . . .	476	3.871	•	336	392	5.075	289	4.786
1972 juni . . .	476	4.014	•	541	469	5.500	434	5.066
dec. . . .	481	4.346	•	547	489	5.863	296	5.567
1973 juni . . .	481	5.470	•	649	682	7.282	579	6.703
dec. . . .	481	6.030	•	904	896	8.311	272	8.039
1974 juni . . .	481	3.265	•	659	539	4.944	297	4.647
dec. . . .	481	3.709	•	633	504	5.327	226	5.101
1975 juni . . .	481	3.428	•	568	446	4.923	742	4.181
dec. . . .	481	3.921	•	593	442	5.437	186	5.251
1976 juni . . .	481	4.659	•	592	442	6.174	3.494	2.680
dec. . . .	501	3.871	•	551	450	5.373	820	4.553
1977 juni . . .	516	10.742	•	656	542	12.456	174	12.282
dec. . . .	577	7.987	•	681	511	9.756	385	9.371

Danmarks Nationalbank.

[1]) Til og med december 1968 dækker opgørelsen Nationalbankens Valutastilling beregnet som Nationalbankens nettofordringer på udlandet. Den del af Nationalbankens guldbeholdning, som var posteret særskilt på balancen, indgik ikke i valutastillingen.

Tabel I.4 Danmarks internationale likviditet (officiel likviditet) (fortsat)

Ultimo	Guldbeholdning	Fordringer på udlandet	Europæiske valutaenheder (ECU)	Særlige trækningsrettigheder i Den Internationale Valutafond (SDR)	Reservestilling over for Den Internationale Valutafond	Danmarks internationale likviditet (brutto)	Forpligtelser over for udlandet	Danmarks internationale likviditet (netto)[1]
	Millioner kroner							
1978 juni . . .	577	14.079	•	687	482	15.825	504	15.321
dec. . . .	594	14.830	•	649	455	16.528	337	16.191
1979 juni . . .	475	14.964	3.669	914	457	20.479	263	20.216
dec. . . .	491	11.906	2.904	914	511	16.726	403	16.323
1980 juni . . .	3.258	9.912	1.512	1.247	558	16.487	547	15.940
dec. . . .	3.258	14.528	2.492	947	809	22.034	479	21.555
1981 juni . . .	5.741	12.486	2.863	1.327	788	23.205	332	22.873
dec. . . .	5.741	11.153	2.043	1.327	751	21.015	350	20.665
1982 juni . . .	4.759	11.858	1.666	1.505	868	20.656	439	20.217
dec. . . .	4.759	12.327	2.074	1.505	847	21.512	698	20.814
1983 juni . . .	5.663	21.249	2.814	1.657	905	32.288	186	32.102
dec. . . .	5.663	24.214	4.624	1.051	1.979	37.531	588	36.943
1984 juni . . .	6.137	24.025	4.125	1.390	2.084	37.761	415	37.346
dec. . . .	6.137	24.719	3.322	1.644	2.223	38.045	570	37.475
1985 juni . . .	5.661	43.295	3.259	1.837	2.254	56.306	258	56.048
dec. . . .	5.661	43.080	4.343	1.967	2.289	57.340	603	56.737
1986 juni . . .	4.772	27.677	2.875	1.881	2.073	39.278	1.439	37.839
dec. . . .	4.772	33.844	412	2.022	1.303	42.353	5.900	36.453
1987 juni . . .	4.675	57.262	1.458	1.865	784	66.044	383	65.661
dec. . . .	4.675	55.749	3.722	1.185	1.293	66.624	798	65.826
1988 juni . . .	4.891	67.258	4.545	1.912	1.868	80.474	447	80.027
dec. . . .	4.903	55.057	10.394	1.431	2.070	73.855	1.574	72.281
1989 juni . . .	4.628	45.477	8.499	1.773	2.327	62.704	492	62.212
dec. . . .	4.699	36.185	4.820	1.964	2.357	50.025	1.446	48.579
1990 juni . . .	4.463	50.004	5.858	1.335	2.003	63.663	1.481	62.182
dec. . . .	4.505	55.045	5.041	1.317	1.918	67.826	1.360	66.466

Tabel I.5 Nationalbankens mellemværender med staten (fortsættes)

Ultimo	Statens gæld til Nationalbanken			
	Løbende konto	Statsforskrivning iht. lov af 19. dec. 1959	Postgiromidler[1])	I alt
	Millioner			
1959 dec.	—	2.876	•	2.876
1960 juni	—	2.800	•	2.800
dec.	—	2.800	•	2.800
1961 juni	—	2.750	•	2.750
dec.	—	2.750	•	2.750
1962 juni	—	2.700	•	2.700
dec.	—	2.700	•	2.700
1963 juni	—	2.150	•	2.150
dec.	—	2.150	•	2.150
1964 juni	—	2.100	•	2.100
dec.	—	2.100	•	2.100
1965 juni	—	2.050	•	2.050
dec.	—	2.050	•	2.050
1966 juni	—	2.000	•	2.000
dec.	—	2.000	•	2.000
1967 juni	—	1.950	•	1.950
dec.	—	1.950	•	1.950
1968 juni	—	1.900	•	1.900
dec.	—	1.900	•	1.900
1969 juni	—	1.850	•	1.850
dec.	—	1.850	•	1.850
1970 juni	—	1.800	•	1.800
dec.	—	1.800	•	1.800
1971 juni	—	•	•	—
dec.	—	•	•	—
1972 juni	—	•	•	—
dec.	—	•	•	—
1973 juni	—	•	—	—
dec.	—	•	—	—
1974 juni	—	•	—	—
dec.	—	•	466	466
1975 juni	983	•	—	983
dec.	2.587	•	806	3.393
1976 juni	7.059	•	368	7.427
dec.	7.119	•	736	7.855
1977 juni	5.649	•	441	6.090
dec.	10.267	•	425	10.692

Danmarks Nationalbank.

[1]) Se note 3 til tabel I.1.

Statens tilgodehavende i Nationalbanken						Statens nettotilgodehavende	Ultimo
		Andre konti					
Konsolideringskonto	Løbende konto	Finansministeriets konti iht. særlige love	Konto vedr. invalide- og folkepension	Postgiromidler[1])	I alt		
kroner							
•	249	946	•	•	1.195	- 1.681	dec. 1959
•	1.295	•	•	•	1.295	- 1.505	juni 1960
•	1.527	•	•	•	1.527	- 1.273	dec.
•	1.638	•	•	•	1.638	- 1.112	juni 1961
•	1.164	•	•	•	1.164	- 1.586	dec.
•	863	•	•	•	863	- 1.837	juni 1962
•	1.294	•	•	•	1.294	- 1.406	dec.
•	1.030	•	•	•	1.030	- 1.120	juni 1963
•	1.268	•	62	•	1.330	- 820	dec.
•	2.276	•	93	•	2.369	269	juni 1964
•	2.683	•	166	•	2.849	749	dec.
•	2.416	•	216	•	2.632	582	juni 1965
•	2.985	•	216	•	3.201	1.151	dec.
•	2.954	•	216	•	3.170	1.170	juni 1966
•	3.828	•	216	•	4.044	2.044	dec.
•	2.777	•	216	•	2.993	1.043	juni 1967
•	2.897	•	216	•	3.113	1.163	dec.
•	1.625	•	216	•	1.841	- 59	juni 1968
•	2.481	•	216	•	2.697	797	dec.
•	3.691	•	216	•	3.907	2.057	juni 1969
•	4.736	•	216	•	4.952	3.102	dec.
•	4.637	•	216	•	4.853	3.053	juni 1970
•	6.247	•	216	•	6.463	4.663	dec.
3.866	1.182	•	•	•	5.048	5.048	juni 1971
5.242	175	•	•	•	5.417	5.417	dec.
5.414	1.382	•	•	•	6.796	6.796	juni 1972
6.283	588	•	•	•	6.871	6.871	dec.
6.253	3.392	•	•	441	10.086	10.086	juni 1973
6.327	3.899	•	•	518	10.744	10.744	dec.
7.294	6.786	•	•	15	14.095	14.095	juni 1974
7.280	2.750	•	•	—	10.030	9.564	dec.
7.180	—	•	•	269	7.449	6.466	juni 1975
7.204	—	•	•	—	7.204	3.811	dec.
12.252	—	•	•	—	12.252	4.825	juni 1976
16.455	—	•	•	—	16.455	8.600	dec.
22.170	—	•	•	—	22.170	16.080	juni 1977
24.410	—	•	•	—	24.410	13.718	dec.

Tabel I.5 Nationalbankens mellemværender med staten (fortsat)

Ultimo	Statens gæld til Nationalbanken			
	Løbende konto	Statsforskrivning iht. lov af 19. dec. 1959	Postgiromidler[1])	I alt
	Millioner			
1978 juni	12.491	•	—	12.491
dec.	11.453	•	—	11.453
1979 juni	11.685	•	—	11.685
dec.	23.361	•	—	23.361
1980 juni	26.253	•	—	26.253
dec.	35.229	•	—	35.229
1981 juni	36.776	•	—	36.776
dec.	54.895	•	—	54.895
1982 juni	60.987	•	—	60.987
dec.	73.907	•	—	73.907
1983 juni	83.152	•	—	83.152
dec.	86.607	•	—	86.607
1984 juni	89.864	•	—	89.864
dec.	89.320	•	—	89.320
1985 juni	—	•	—	—
dec.	—	•	—	—
1986 juni	—	•	656	656
dec.	—	•	—	—
1987 juni	—	•	1.117	1.117
dec.	—	•	—	—
1988 juni	—	•	—	—
dec.	—	•	6.246	6.246
1989 juni	—	•	•	—
dec.	—	•	•	—
1990 juni	—	•	•	—
dec.	—	•	•	—

Statens tilgodehavende i Nationalbanken						Statens nettotilgodehavende	Ultimo
		Andre konti					
Konsolideringskonto	Løbende konto	Finansministeriets konti iht. særlige love	Konto vedr. invalide- og folkepension	Postgiromidler[1])	I alt		
kroner							
27.700	—	•	•	754	28.454	15.963	..... juni 1978
29.139	—	•	•	768	29.907	18.454	..... dec.
31.844	—	•	•	384	32.228	20.543	..... juni 1979
35.744	—	•	•	2.234	37.978	14.617	..... dec.
39.387	—	•	•	1.130	40.517	14.264	..... juni 1980
45.346	—	•	•	1.826	47.172	11.943	..... dec.
47.734	—	•	•	1.343	49.077	12.301	..... juni 1981
57.521	—	•	•	1.887	59.408	4.513	..... dec.
60.703	—	•	•	1.746	62.449	1.462	..... juni 1982
79.142	—	•	•	2.325	81.467	7.560	..... dec.
86.579	—	•	•	2.711	89.290	6.138	..... juni 1983
102.514	—	•	•	2.872	105.386	18.779	..... dec.
98.050	—	•	•	1.141	99.191	9.327	..... juni 1984
98.592	—	•	•	4.329	102.921	13.601	..... dec.
•	23.634	•	•	2.266	25.900	25.900	..... juni 1985
•	13.184	•	•	5.142	18.326	18.326	..... dec.
•	8.534	•	•	—	8.534	7.878	..... juni 1986
•	48.424	•	•	1.491	49.915	49.915	..... dec.
•	50.284	•	•	—	50.284	49.167	..... juni 1987
•	55.819	•	•	1.032	56.851	56.851	..... dec.
•	45.141	•	•	5.133	50.274	50.274	..... juni 1988
•	45.321	•	•	—	45.321	39.075	..... dec.
•	31.439	•	•	•	31.439	31.439	..... juni 1989
•	32.215	•	•	•	32.215	32.215	..... dec.
•	34.714	•	•	•	34.714	34.714	..... juni 1990
•	38.405	•	•	•	38.405	38.405	..... dec.

Tabel I.6 Specifikation af indlån (fortsættes)

Ultimo	I alt	Folio	Kontokurant[1])	Depone-rings-konti	Genkøbs-konti	Andre indlån
	Millioner kroner					
1959 dec.	404	301	103	•	•	•
1960 juni.....	283	217	66	•	•	•
dec.	369	306	63	•	•	•
1961 juni.....	244	171	73	•	•	•
dec.	343	282	61	•	•	•
1962 juni.....	237	171	66	•	•	•
dec.	343	281	62	•	•	•
1963 juni.....	273	186	87	•	•	•
dec.	350	287	63	•	•	•
1964 juni.....	368	216	152	•	•	•
dec.	396	280	116	•	•	•
1965 juni.....	376	204	133	39	•	•
dec.	424	227	113	84	•	•
1966 juni.....	597	225	127	245	•	•
dec.	532	151	72	309	•	•
1967 juni.....	569	159	96	314	•	•
dec.	660	299	66	295	•	•
1968 juni.....	533	235	85	213	•	•
dec.	634	348	132	154	•	•
1969 juni.....	415	130	13	272	•	•
dec.	698	286	183	229	•	•
1970 juni.....	503	119	186	198	•	•
dec.	499	175	193	131	•	•
1971 juni.....	1.076	66	953	57	•	•
dec.	571	76	495	•	•	•
1972 juni.....	855	69	786	•	•	•
dec.	883	96	787	•	•	•
1973 juni.....	275	190	85	•	•	•
dec.	691	338	277	76	•	•
1974 juni.....	785	69	631	85	•	•
dec.	551	157	382	12	•	•
1975 juni.....	646	13	•	3	•	630
dec.	389	35	•	43	•	311
1976 juni.....	1.056	18	•	464	•	574
dec.	599	39	•	66	•	494
1977 juni.....	879	17	•	307	•	555
dec.	692	13	•	129	•	550

Danmarks Nationalbank.

Anm.: I Nationalbankens månedsbalancer er posterne „Folio" og „Kontokurant" fra og med maj 1975 slået sammen til balanceposten „Indlån".

[1]) Til og med maj 1969 inkl. 59,6 mill.kr. vedrørende fortjeneste ved salg af guld efter 2. verdenskrig, jf. i øvrigt note 4 til tabel I.2.

Tabel I.6 Specifikation af indlån (fortsat)

Ultimo	I alt	Folio	Konto-kurant[1])	Depone-rings-konti	Genkøbs-konti	Andre indlån
	Millioner kroner					
1978 juni	1.577	17	•	425	•	1.135
dec.	1.600	20	•	27	•	1.553
1979 juni	905	28	•	141	•	736
dec.	1.547	34	•	418	•	1.095
1980 juni	1.053	25	•	12	•	1.016
dec.	1.271	163	•	•	•	1.108
1981 juni	864	9	•	•	•	855
dec.	1.653	290	•	•	•	1.363
1982 juni	1.584	118	•	•	•	1.466
dec.	944	33	•	•	•	911
1983 juni	4.024	3.011	•	•	•	1.013
dec.	573	69	•	•	•	504
1984 juni	1.739	71	•	•	•	1.668
dec.	2.502	129	•	•	•	2.373
1985 juni	3.089	83	•	•	•	3.006
dec.	2.562	8	•	•	•	2.554
1986 juni	1.975	44	•	•	•	1.931
dec.	750	33	•	•	•	717
1987 juni	1.248	1.184	•	•	•	1.064
dec.	1.427	183	•	•	•	1.244
1988 juni	7.748	6.967	•	•	•	781
dec.	7.822	5.879	•	•	•	1.943
1989 juni	2.926	754	•	•	•	2.172
dec.	8.976	370	•	•	6.376	2.230
1990 juni	11.528	287	•	•	8.730	2.511
dec.	13.170	1.769	•	•	8.764	2.637

Tabel I.7 Specifikation af egenkapital

Ultimo	I alt	Grundfond	Reservefond	Sikringskonto for obligationer og aktier	Sikringskonto for andre aktiver	Danmarks Nationalbanks obligationer af 1936
	Millioner kroner					
1959 dec.	225	50	65	72	30	8
1960 —	226	50	75	55	40	6
1961 —	247	50	85	48	60	4
1962 —	231	50	95	24	60	2
1963 —	260	50	105	40	65	•
1964 —	400	50	120	115	115	•
1965 —	350	50	130	35	135	•
1966 —	420	50	140	75	155	•
1967 —	580	50	150	175	205	•
1968 —	760	50	160	200	350	•
1969 —	1.133	50	170	483	430	•
1970 —	825	50	180	—	595	•
1971 —	895	50	190	—	655	•
1972 —	1.155	50	200	250	655	•
1973 —	1.415	50	210	500	655	•
1974 —	1.415	50	210	500	655	•
1975 —	1.525	50	220	600	655	•
1976 —	2.335	50	230	1.100	955	•
1977 —	2.003	50	230	748	975	•
1978 —	2.502	50	240	1.148	1.064	•
1979 —	2.531	50	250	1.167	1.064	•
1980 —	7.084	50	250	1.446	5.338	•
1981 —	12.384	50	250	1.946	10.138	•
1982 —	14.484	50	250	1.946	12.238	•
1983 —	17.474	50	250	1.946	15.228	•
1984 —	23 684	50	250	4.539	18.845	•
1985 —	24.552	50	250	4.539	19.713	•
1986 —	24.552	50	250	24.252		•
1987 —	24.552	50	250	24.252		•
1988 —	24.552	50	250	24.252		•
1989 —	29.110	50	250	28.810		•
1990 —	29.110	50	250	28.810		•

Danmarks Nationalbank.

Tabel I.8 Nationalbankens vigtigste rentesatser (fortsættes)

Gældende fra	Diskonto og rediskonto	Almindelig udlånsrente[1])	Rente ved belåning af indlånsbeviser	Rente ved træk på folio	Rente ved dag-til-dag udlån i pengemarkedet	Marginal udlånsrente[2])	Rente ved salg af indlånsbeviser[3])	Rente af indestående på folio
	Procent p.a.							
(1960 1. jan.)	5,00	6,00	5,00	•	•	6,00	3,25	•
26. —	5,50	6,50	5,50	•	•	6,50	3,25	•
27. —	5,50	6,50	5,50	•	•	6,50	3,50	•
3. feb.	5,50	6,50	5,50	•	•	6,50	3,625	•
17. —	5,50	6,50	5,50	•	•	6,50	3,75	•
13. april	5,50	6,50	5,50	•	•	6,50	3,875	•
18. maj	5,50	6,50	5,50	•	•	6,50	4,00	•
1961 20. april	5,50	7,00	5,50	•	•	7,00	4,00	•
23. maj	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	4,00	•
24. —	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	4,75	•
2. aug.	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	4,875	•
1962 1. aug.	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	4,75	•
5. sept.	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	4,50	•
17. okt.	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	4,25	•
7. nov.	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	4,00	•
1963 9. jan.	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	3,75	•
6. feb.	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	3,50	•
19. aug.	6,00	7,00	6,00	•	•	7,00	3,50	•
28. —	6,00	7,00	6,00	•	•	7,00	3,625	•
13. nov.	5,50	6,50	5,50	•	•	6,50	3,625	•
1964 8. jan.	5,50	6,50	5,50	•	•	6,50	3,75	•
4. marts	5,50	6,50	5,50	•	•	6,50	4,00	•
13. maj	5,50	6,50	5,50	•	•	6,50	4,25	•
11. juni	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	4,25	•
17. —	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	4,625	•
18. nov.	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	4,875	•

Danmarks Nationalbank.

[1]) Indtil 14. december 1972 benævnt højeste udlånsrente. Almindelig udlånsrente har været anvendt ved:
1. jan. 1960 - 11. maj 1960: Lån på aktier.
12. maj 1960 - 30. april 1975: Lån på obligationer og aktier.
1. maj 1975 - 4. okt. 1976: Lån i 2. tranche under lånerammesystemet.
1. april 1979 - 14. juni 1979 og
1. jan. 1980 - 16. okt. 1983: Lån i 1. tranche under lånerammesystemet.

[2]) Marginal udlånsrente er anvendt som betegnelse for Nationalbankens til enhver tid højeste udlånsrente, dog er dag-til-dag renten anvendt i de perioder, hvor Nationalbanken har interveneret i pengemarkedet.
1. jan. 1960 - 11. maj 1960: Lån på aktier.
12. maj 1960 - 30. april 1975: Lån på obligationer og aktier.
1. maj 1975 - 31. okt. 1985: Højeste rente ved lån under lånerammesystemet eller rente ved dag-til-dag lån i pengemarkedet.
1. nov. 1985 - 2. aug. 1987: Rente ved belåning af indlånsbeviser eller dag-til-dag lån i pengemarkedet.
3. aug. 1987 - 29. marts 1989: Rente ved træk på folio.
30. marts 1989 - 31. juli 1989: Basisrente under genkøbsordningen.
1. aug. 1989 - 31. dec. 1990: Rente ved træk på folio (frem til 31. okt. 1989 indtil 5 pct. af egenkapitalen) eller dag-til-dag lån i pengemarkedet.

[3]) Indlånsbeviser med en løbetid på 91 dage.

Tabel I.8 Nationalbankens vigtigste rentesatser (fortsat)

Gældende fra	Diskonto og rediskonto	Almindelig udlånsrente[1])	Rente ved belåning af indlånsbeviser	Rente ved træk på folio	Rente ved dag-til-dag udlån i pengemarkedet	Marginal udlånsrente[2])	Rente ved salg af indlånsbeviser[3])	Rente af indestående på folio
	Procent p.a.							
1966 24. aug.	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	5,125	•
1967 19. dec.	7,50	8,50	7,50	•	•	8,50	5,125	•
20. —	7,50	8,50	7,50	•	•	8,50	6,00	•
1968 19. marts	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	6,00	•
27. —	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	5,50	•
13. juni	6,50	7,50	6,50	•	•	7,50	5,50	•
29. aug.	6,00	7,00	6,00	•	•	7,00	5,50	•
1969 19. feb.	6,00	7,00	6,00	•	•	7,00	5,75	•
31. marts	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	5,75	•
2. april	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	6,75	•
12. maj	9,00	10,00	9,00	•	•	10,00	6,75	•
14. —	9,00	10,00	9,00	•	•	10,00	8,00	•
1971 20. jan.	8,00	9,00	8,00	•	•	9,00	8,00	•
27. —	8,00	9,00	8,00	•	•	9,00	6,50	•
15. april	7,50	8,50	7,50	•	•	8,50	6,50	•
21. —	7,50	8,50	7,50	•	•	8,50	6,25	•
3. nov.	7,50	8,50	7,50	•	•	8,50	6,00	•
1972 10. jan.	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	6,00	•
12. —	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	5,75	•
2. feb.	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	5,50	•
28. juni	8,00	9,00	8,00	•	•	9,00	6,00	•
3. okt.	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	6,00	•
4. —	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	5,50	•
25. —	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	5,75	•
8. nov.	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	5,875	•
13. dec.	7,00	8,00	7,00	•	•	8,00	6,00	•
15. —	7,00	8,00	7,00	•	•	11,00	6,00	•
1973 1. jan.	7,00	8,00	7,00	•	•	11,50	6,00	•
31. —	7,00	8,00	7,00	•	•	11,50	6,25	•
28. feb.	7,00	8,00	7,00	•	•	11,50	6,50	•
1. marts	7,00	8,00	7,00	•	•	12,00	6,50	•
1. april	7,00	8,00	7,00	•	•	12,50	6,50	•
18. —	7,00	8,00	7,00	•	•	12,50	6,75	•
1. maj	7,00	8,00	7,00	•	•	12,00	6,75	•
2. —	7,00	8,00	7,00	•	•	12,00	7,00	•
11. juli	8,00	9,00	8,00	•	•	12,00	7,50	•
1. aug.	8,00	9,00	8,00	•	•	12,50	7,50	•
1. sept.	8,00	9,00	8,00	•	•	13,50	7,50	•
21. dec.	9,00	10,00	9,00	•	•	13,50	7,50	•
27. —	9,00	10,00	9,00	•	•	13,50	8,50	•
1974 1. jan.	9,00	10,00	9,00	•	•	14,00	8,50	•
23. —	10,00	11,00	10,00	•	•	14,00	9,50	•
14. okt.	10,00	11,00	10,00	•	•	16,00	9,50	•
1. nov.	10,00	11,00	10,00	•	•	15,50	9,50	•
1. dec.	10,00	11,00	10,00	•	•	15,00	9,50	•

Tabel I.8 Nationalbankens vigtigste rentesatser (fortsat)

Gældende fra	Diskonto og rediskonto	Almindelig udlånsrente[1])	Rente ved belåning af indlånsbeviser	Rente ved træk på folio	Rente ved dag-til-dag udlån i pengemarkedet	Marginal udlånsrente[2])	Rente ved salg af indlånsbeviser[3])	Rente af indestående på folio
	Procent p.a.							
1975 14. jan.	9,00	10,00	9,00	•	•	15,00	9,50	•
15. —	9,00	10,00	9,00	•	•	15,00	8,50	•
1. feb.	9,00	10,00	9,00	•	•	13,50	8,50	•
26. —	9,00	10,00	9,00	•	•	13,50	8,25	•
1. april	9,00	10,00	9,00	•	•	13,00	8,25	•
7. —	8,00	9,00	8,00	•	•	13,00	8,25	•
9. —	8,00	9,00	8,00	•	•	13,00	7,75	•
23. —	8,00	9,00	8,00	•	•	13,00	7,50	•
1. maj	8,00	9,00	•	•	•	13,50	•	•
1. juni	8,00	9,00	•	•	•	13,00	•	•
18. aug.	7,50	8,50	•	•	•	13,00	•	•
1. sept.	7,50	8,50	•	•	•	12,50	•	•
1976 1. feb.	7,50	8,50	•	•	•	13,00	•	•
1. marts	7,50	8,50	•	•	•	14,00	•	•
18. —	8,50	9,50	•	•	•	14,00	•	•
1. april	8,50	9,50	•	•	•	14,50	•	•
1. maj	8,50	9,50	•	•	•	15,00	•	•
1. sept.	8,50	9,50	•	•	•	15,50	•	•
22. —	8,50	9,50	•	•	22,00	22,00	•	•
23. —	8,50	9,50	•	•	20,25	20,25	•	•
1. okt.	8,50	9,50	•	•	—	16,50	•	•
5. —	11,00	12,00	•	•	—	16,50	•	•
6. —	11,00	12,00	•	•	25,00	25,00	•	•
8. —	11,00	12,00	•	•	22,50	22,50	•	•
13. —	11,00	12,00	•	•	23,25	23,25	•	•
15. —	11,00	12,00	•	•	24,50	24,50	•	•
18. —	11,00	12,00	•	•	22,00	22,00	•	•
19. —	11,00	12,00	•	•	21,00	21,00	•	•
20. —	11,00	12,00	•	•	20,25	20,25	•	•
21. —	11,00	12,00	•	•	20,50	20,50	•	•
22. —	11,00	12,00	•	•	20,75	20,75	•	•
1. nov.	11,00	12,00	•	•	—	16,00	•	•
15. —	11,00	12,00	•	•	14,00	14,00	•	•
18. —	11,00	12,00	•	•	—	16,00	•	•
25. —	11,00	12,00	•	•	14,00	14,00	•	•
7. dec.	10,00	11,00	•	•	13,50	13,50	•	•
1977 3. jan.	10,00	11,00	•	•	—	16,00	•	•
6. —	10,00	11,00	•	•	13,50	13,50	•	•
13. —	10,00	11,00	•	•	—	16,00	•	•
14. —	10,00	11,00	•	•	13,50	13,50	•	•
18. —	10,00	11,00	•	•	—	16,00	•	•
19. —	10,00	11,00	•	•	13,50	13,50	•	•
3. marts	9,00	10,00	•	•	13,50	13,50	•	•
1. april	9,00	10,00	•	•	—	16,50	•	•
1. maj	9,00	10,00	•	•	—	15,50	•	•
1. juni	9,00	10,00	•	•	—	16,00	•	•
1. aug.	9,00	10,00	•	•	—	17,00	•	•
10. —	9,00	10,00	•	•	18,00	18,00	•	•

Tabel I.8 Nationalbankens vigtigste rentesatser (fortsat)

Gældende fra	Diskonto og rediskonto	Almindelig udlånsrente[1])	Rente ved belåning af indlånsbeviser	Rente ved træk på folio	Rente ved dag-til-dag udlån i pengemarkedet	Marginal udlånsrente[2])	Rente ved salg af indlånsbeviser[3])	Rente af indestående på folio
	Procent p.a.							
1977 11. aug.	9,00	10,00	•	•	—	16,50	•	•
1. okt.	9,00	10,00	•	•	—	16,50	•	•
1. nov.	9,00	10,00	•	•	—	17,00	•	•
1. dec.	9,00	10,00	•	•	—	16,50	•	•
23. —	9,00	10,00	•	•	24,00	24,00	•	•
28. —	9,00	10,00	•	•	—	16,50	•	•
1978 2. jan.	9,00	10,00	•	•	—	17,00	•	•
18. —	9,00	10,00	•	•	20,00	20,00	•	•
25. —	9,00	10,00	•	•	—	17,00	•	•
27. —	9,00	10,00	•	•	20,00	20,00	•	•
30. —	9,00	10,00	•	•	—	17,00	•	•
1. feb.	9,00	10,00	•	•	17,00	17,00	•	•
3. —	9,00	10,00	•	•	16,00	16,00	•	•
31. marts	9,00	10,00	•	•	—	16,00	•	•
1. april	9,00	10,00	•	•	—	15,50	•	•
18. maj	9,00	10,00	•	•	15,75	15,75	•	•
22. —	9,00	10,00	•	•	—	15,50	•	•
6. juni	9,00	10,00	•	•	—	15,00	•	•
25. juli	8,00	9,00	•	•	—	14,00	•	•
7. sept.	8,00	9,00	•	•	14,25	14,25	•	•
21. —	8,00	9,00	•	•	—	14,00	•	•
22. —	8,00	9,00	•	•	14,25	14,25	•	•
2. okt.	8,00	9,00	•	•	—	14,00	•	•
1979 1. april	8,00	9,00	•	•	—	17,00	•	•
1. maj	8,00	9,00	•	•	—	16,50	•	•
1. juni	8,00	9,00	•	•	—	17,50	•	•
15. —	9,00	10,00	•	•	—	17,50	•	•
11. juli	9,00	10,00	•	•	14,50	14,50	•	•
1. aug.	9,00	10,00	•	•	—	17,50	•	•
16. —	9,00	10,00	•	•	15,50	15,50	•	•
17. —	9,00	10,00	•	•	—	17,50	•	•
1. sept.	9,00	10,00	•	•	—	18,00	•	•
4. —	9,00	10,00	•	•	15,50	15,50	•	•
10. —	9,00	10,00	•	•	16,50	16,50	•	•
14. —	9,00	10,00	•	•	—	18,00	•	•
17. —	11,00	12,00	•	•	19,00	19,00	•	•
1. okt.	11,00	12,00	•	•	—	13,00	•	•
15. nov.	11,00	12,00	•	•	17,00	17,00	•	•
3. dec.	11,00	12,00	•	•	—	13,00	•	•
14. —	11,00	12,00	•	•	17,00	17,00	•	•
1980 2. jan.	11,00	12,00	•	•	—	18,00	•	•
18. feb.	13,00	14,00	•	•	—	18,00	•	•
21. —	13,00	14,00	•	•	19,50	19,50	•	•
27. —	13,00	14,00	•	•	—	18,00	•	•
29. —	13,00	14,00	•	•	19,00	19,00	•	•
3. marts	13,00	14,00	•	•	—	19,00	•	•
1. april	13,00	14,00	•	•	—	20,00	•	•

Tabel I.8 Nationalbankens vigtigste rentesatser (fortsat)

Gældende fra	Diskonto og rediskonto	Almindelig udlånsrente[1])	Rente ved belåning af indlånsbeviser	Rente ved træk på folio	Rente ved dag-til-dag udlån i pengemarkedet	Marginal udlånsrente[2])	Rente ved salg af indlånsbeviser[3])	Rente af indestående på folio
	Procent p.a.							
1980 14. maj	13,00	14,00	•	•	19,50	19,50	•	•
2. juni	13,00	14,00	•	•	—	19,00	•	•
1. aug.	13,00	14,00	•	•	—	18,50	•	•
1. sept.	13,00	14,00	•	•	—	19,00	•	•
19. —	12,00	13,00	•	•	—	18,00	•	•
27. okt.	11,00	12,00	•	•	—	18,00	•	•
1. dec.	11,00	12,00	•	•	—	18,50	•	•
1981 1. feb.	11,00	12,00	•	•	—	18,00	•	•
1. april	11,00	12,00	•	•	—	18,50	•	•
1. maj	11,00	12,00	•	•	—	19,00	•	•
1. juli	11,00	12,00	•	•	—	20,50	•	•
1. sept.	11,00	12,00	•	•	—	21,00	•	•
1. okt.	11,00	12,00	•	•	—	21,50	•	•
1. nov.	11,00	12,00	•	•	—	20,00	•	•
1982 1. jan.	11,00	12,00	•	•	—	12,00	•	•
16. feb.	11,00	12,00	•	•	15,00	15,00	•	•
17. —	11,00	12,00	•	•	—	12,00	•	•
25. feb.	11,00	12,00	•	•	15,00	15,00	•	•
1. april	11,00	12,00	•	•	—	21,00	•	•
1. maj	11,00	12,00	•	•	—	21,50	•	•
1. aug.	11,00	12,00	•	•	—	21,00	•	•
1. sept.	11,00	12,00	•	•	—	21,50	•	•
10. —	11,00	12,00	•	•	28,00	28,00	•	•
13. —	11,00	12,00	•	•	22,00	22,00	•	•
24. —	11,00	12,00	•	•	21,50	21,50	•	•
5. okt.	11,00	12,00	•	•	—	12,00	•	•
6. —	11,00	12,00	•	•	21,50	21,50	•	•
8. —	11,00	12,00	•	•	30,00	30,00	•	•
11. —	11,00	12,00	•	•	22,00	22,00	•	•
15. —	11,00	12,00	•	•	30,00	30,00	•	•
18. —	11,00	12,00	•	•	20,00	20,00	•	•
22. —	11,00	12,00	•	•	19,00	19,00	•	•
26. —	11,00	12,00	•	•	18,00	18,00	•	•
1. nov.	11,00	12,00	•	•	—	15,00	•	•
30. —	10,00	11,00	•	•	—	14,00	•	•
16. dec.	10,00	11,00	•	•	17,50	17,50	•	•
1983 1. jan.	10,00	11,00	•	•	—	14,00	•	•
1. marts	10,00	11,00	•	•	15,50	15,50	•	•
11. —	10,00	11,00	•	•	20,00	20,00	•	•
14. —	10,00	11,00	•	•	25,00	25,00	•	•
22. —	8,50	9,50	•	•	15,50	15,50	•	•
5. april	8,50	9,50	•	•	—	15,50	•	•
22. —	7,50	8,50	•	•	—	15,50	•	•
2. maj	7,50	8,50	•	•	—	14,50	•	•
1. juni	7,50	8,50	•	•	—	15,00	•	•
1. juli	7,50	8,50	•	•	—	15,50	•	•
1. aug.	7,50	8,50	•	•	—	16,00	•	•

Tabel I.8 Nationalbankens vigtigste rentesatser (fortsat)

Gældende fra	Diskonto og rediskonto	Almindelig udlånsrente[1])	Rente ved belåning af indlånsbeviser	Rente ved træk på folio	Rente ved dag-til-dag udlån i pengemarkedet	Marginal udlånsrente[2])	Rente ved salg af indlånsbeviser[3])	Rente af indestående på folio
	Procent p.a.							
1983 1. sept.	7,50	8,50	•	•	—	15,00	•	•
1. okt.	7,50	8,50	•	•	—	14,50	•	•
17. —	7,50	8,50	•	•	—	11,50	•	•
18. —	7,50	8,50	•	•	11,50	11,50	•	•
20. —	7,50	8,50	•	•	—	11,50	•	•
27. —	7,00	8,00	•	•	—	11,00	•	•
31. —	7,00	8,00	•	•	12,00	12,00	•	•
1. nov.	7,00	8,00	•	•	—	11,00	•	•
21. dec.	7,00	8,00	•	•	14,50	14,50	•	•
1984 1. jan.	7,00	8,00	•	•	—	11,00	•	•
18. april	7,00	8,00	•	•	14,50	14,50	•	•
1. maj	7,00	8,00	•	•	—	11,00	•	•
19. juni	7,00	8,00	•	•	13,00	13,00	•	•
2. juli	7,00	8,00	•	•	—	11,00	•	•
1. nov.	7,00	8,00	•	•	—	12,00	•	•
1985 3. april	7,00	8,00	•	•	—	10,00	•	•
16. —	7,00	8,00	•	•	10,25	10,25	•	•
1. maj	7,00	8,00	•	•	—	10,00	•	•
1. aug.	7,00	8,00	9,00	•	—	9,50	•	•
15. okt.	7,00	8,00	9,00	•	10,50	10,50	•	•
16. —	7,00	8,00	9,00	•	10,375	10,375	•	•
30. —	7,00	8,00	9,00	•	—	9,50	•	•
1. nov.	7,00	8,00	9,00	•	—	9,00	•	•
14. —	7,00	8,00	9,00	•	9,75	9,75	•	•
15. —	7,00	8,00	9,00	•	—	9,00	•	•
25. —	7,00	8,00	9,00	•	9,75	9,75	•	•
2. dec.	7,00	8,00	9,00	•	—	9,00	•	•
5. —	7,00	8,00	9,00	•	9,75	9,75	•	•
19. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	•	•
1986 15. jan.	7,00	8,00	8,50	•	—	8,50	•	•
22. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	•	•
27. —	7,00	8,00	8,50	•	—	8,50	•	•
13. feb.	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	•	•
17. —	7,00	8,00	8,50	•	—	8,50	•	•
3. marts	7,00	8,00	8,50	•	—	8,50	8,50	•
12. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	8,50	•
21. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	8,45	•
1. april	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	8,50	•
14. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	8,45	•
23. —	7,00	8,00	8,50	•	—	8,50	8,45	•
24. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	8,45	•
1. maj	7,00	8,00	8,50	•	—	8,50	8,50	•
5. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	8,50	•
15. —	7,00	8,00	8,50	•	—	8,50	8,50	•
23. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	8,50	•
2. juni	7,00	8,00	8,50	•	—	8,50	8,50	•
12. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	8,50	•

Tabel I.8 Nationalbankens vigtigste rentesatser (fortsat)

Gældende fra	Diskonto og rediskonto	Almindelig udlånsrente[1])	Rente ved belåning af indlånsbeviser	Rente ved træk på folio	Rente ved dag-til-dag udlån i pengemarkedet	Marginal udlånsrente[2])	Rente ved salg af indlånsbeviser[3])	Rente af indestående på folio
	Procent p.a.							
1986 1. aug.	7,00	8,00	8,50	•	—	8,50	8,50	•
5. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	8,50	•
20. —	7,00	8,00	8,50	•	—	8,50	8,50	•
22. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	8,50	•
1. sept.	7,00	8,00	8,50	•	—	8,50	8,50	•
4. —	7,00	8,00	8,50	•	9,25	9,25	8,50	•
1987 6. jan.	7,00	8,00	9,75	•	10,25	10,25	9,75	•
8. —	7,00	8,00	9,75	•	12,00	12,00	9,75	•
9. —	7,00	8,00	9,75	•	14,00	14,00	9,75	•
12. —	7,00	8,00	9,75	•	11,00	11,00	9,75	•
2. feb.	7,00	8,00	10,50	•	11,00	11,00	10,50	•
17. marts	7,00	8,00	10,00	•	10,50	10,50	10,00	•
26. —	7,00	8,00	9,50	•	10,00	10,00	9,50	•
9. juni	7,00	8,00	9,00	•	9,50	9,50	9,00	•
1. juli	7,00	8,00	9,00	•	9,50	9,50	8,95	•
3. aug.	7,00	8,00	9,00	9,50	—	9,50	9,25	8,75
15. sept.	7,00	8,00	•	9,50	—	9,50	9,25	8,75
9. dec.	7,00	8,00	•	9,00	—	9,00	8,75	8,25
1988 4. jan.	7,00	8,00	•	9,00	—	9,00	•	8,25
1. marts	7,00	8,00	•	9,00	—	9,00	•	8,25
13. april	7,00	8,00	•	9,00	—	9,00	•	8,25
15. —	7,00	8,00	•	9,00	—	9,00	•	8,25
16. juni	7,00	8,00	•	8,75	—	8,75	•	8,00
8. juli	7,00	8,00	•	8,50	—	8,50	•	7,75
1989 30. marts	7,00	8,00	•	8,50	—	9,00	•	8,00
24. april	7,00	8,00	•	9,00	—	9,50	•	8,50
30. juni	7,00	8,00	•	9,50	—	10,00	•	9,00
1. aug.	7,00	8,00	•	9,50	—	9,50	•	9,00
6. okt.	7,00	8,00	•	10,50	—	10,50	•	10,00
17. —	7,00	8,00	•	10,50	13,00	13,00	•	10,00
20. —	7,00	8,00	•	10,50	12,50	12,50	•	10,00
1. nov.	7,00	8,00	•	12,00	—	12,00	•	11,00
23. —	7,00	8,00	•	12,00	12,00	12,00	•	11,00
1. dec.	7,00	8,00	•	12,00	—	12,00	•	11,00
14. —	7,00	8,00	•	12,00	12,00	12,00	•	11,00
15. —	7,00	8,00	•	12,00	—	12,00	•	11,00
1990 23. marts	8,00	9,00	•	11,50	—	11,50	•	10,50
18. april	8,00	9,00	•	11,50	11,50	11,50	•	10,50
23. —	8,00	9,00	•	11,50	—	11,50	•	10,50
27. —	8,00	9,00	•	11,00	—	11,00	•	10,00
22. juni	8,50	9,50	•	10,50	—	10,50	•	9,50
(31. dec.)	8,50	9,50	•	10,50	—	10,50	•	9,50

Tillæg II

Tabeller 1960-1990

Tabel II.1 Realøkonomiske indikatorer

	Stigning i faste priser			Påbegyndt boligbyggeri	Stigning i		Ledighed i forhold til arbejdsstyrken
	Bruttonationalprodukt	Privatforbrug	Faste bruttoinvesteringer		Forbrugerpriser	Timeløn	
	Procent			1000 lejligheder	Procent		
1960	6,1	4,4	7,1	30,0	2,8	6,3	1,8
1961	5,6	7,5	14,8	34,8	3,6	12,0	1,4
1962	5,5	6,2	4,0	36,5	6,0	9,9	1,3
1963	- 1,1	- 0,1	- 3,9	34,1	5,5	8,2	1,8
1964	11,0	8,2	24,8	45,9	3,6	8,2	1,0
1965	4,5	3,5	5,0	41,5	5,9	11,3	0,9
1966	2,4	5,4	2,9	50,1	6,3	13,3	1,0
1967	3,4	2,9	5,4	45,5	7,4	11,0	1,2
1968	4,0	1,9	1,9	44,4	7,1	10,5	2,1
1969	6,3	6,3	11,8	53,9	4,6	12,4	1,7
1970	2,0	3,5	2,2	44,4	6,6	12,2	1,3
1971	2,7	- 0,8	1,9	47,2	8,3	14,6	1,6
1972	5,3	1,7	9,3	63,8	8,2	12,4	1,6
1973	3,6	4,8	3,5	50,4	11,7	18,6	1,0
1974	- 0,9	- 2,9	- 8,9	25,7	15,0	21,7	2,3
1975	- 0,7	3,7	- 12,4	33,6	9,9	19,1	5,3
1976	6,5	7,9	17,1	35,9	9,9	12,7	5,3
1977	1,6	1,1	- 2,4	34,7	10,6	10,3	6,4
1978	1,5	0,7	1,1	33,9	9,2	10,4	7,3
1979	3,5	1,4	- 0,4	31,0	10,4	11,3	6,2
1980	- 0,4	- 3,7	- 12,6	22,8	10,7	11,1	7,0
1981	- 0,9	- 2,3	- 19,2	19,0	12,0	9,7	9,2
1982	3,0	1,4	7,1	18,0	10,2	9,9	9,8
1983	2,5	2,6	1,9	25,5	6,8	6,4	10,4
1984	4,4	3,4	12,9	27,1	6,4	4,4	10,1
1985	4,3	5,0	12,6	28,8	4,3	4,7	9,0
1986	3,6	5,7	17,1	30,6	2,9	5,0	7,8
1987	0,3	- 1,5	- 3,8	27,0	4,6	9,1	7,8
1988	1,2	- 1,0	- 6,6	24,4	4,0	6,5	8,6
1989	0,8	- 0,4	- 0,6	25,8	5,0	4,5	9,3
1990	1,7	0,4	- 0,5	19,7	2,1	4,4	9,5

Danmarks Statistik.

Anm.: Forbrugerpriser er opgjort som nationalregnskabets forbrugsdeflator. Timeløn er timelønsindeks for industrien.

Tabel II.2 Statsfinanser

	Drifts- og anlægs-budget i procent af BNP	Statsgæld ultimo året			
		Indenlandsk	Udenlandsk	I alt	I alt i procent af BNP
		Milliarder kroner			
1960	2,8	6,5	1,0	7,5	18,6
1961	0,6	6,7	1,1	7,8	17,2
1962	1,5	5,9	1,4	7,3	14,4
1963	1,8	5,2	1,5	6,7	12,4
1964	2,1	3,8	1,6	5,5	8,8
1965	2,0	3,2	1,5	4,7	6,8
1966	2,3	2,0	1,4	3,5	4,5
1967	0,7	2,8	1,7	4,5	5,3
1968	1,2	2,5	1,8	4,3	4,5
1969	0,9	0,4	3,2	3,6	3,3
1970	2,6	- 3,2	3,7	0,5	0,4
1971	2,7	- 5,4	5,3	- 0,1	- 0,1
1972	2,8	- 8,5	6,1	- 2,4	- 1,6
1973	3,5	- 12,8	6,5	- 6,2	- 3,6
1974	0,7	- 10,5	7,2	- 3,3	- 1,7
1975	- 2,1	- 0,6	10,4	9,8	4,5
1976	- 0,5	2,1	19,0	21,1	8,4
1977	- 1,8	9,9	27,0	36,9	13,2
1978	- 2,1	22,0	29,1	51,2	16,4
1979	- 2,9	41,3	35,7	77,1	22,2
1980	- 4,0	77,4	45,3	122,7	32,8
1981	- 7,4	129,6	57,5	187,1	45,9
1982	- 9,7	194,9	79,1	274,0	59,0
1983	- 9,5	252,7	102,5	355,2	69,3
1984	- 6,6	317,0	98,5	415,6	73,5
1985	- 3,1	340,5	92,9	433,4	70,5
1986	2,2	301,1	119,9	421,0	63,2
1987	2,1	288,5	127,6	416,2	59,5
1988	0,2	315,1	124,3	439,5	60,0
1989	- 0,8	341,9	116,0	457,9	59,5
1990	- 2,2	361,3	119,1	480,4	60,0

Danmarks Statistik, Det Økonomiske Sekretariat, Statsfinanserne samt Finansministeriet, Statens låntagning og gæld.

Anm.: Drifts- og anlægsbudget svarer til drifts- og kapitaloverskud iflg. nationalregnskabet. Til og med 1975 vedrører drifts- og anlægsbudgettet det gamle finansår (1. april til 31. marts det følgende år), og gældsposterne vedrører til og med 1977 ultimo marts det følgende år.

Tabel II.3 Betalingsbalance og udlandsgæld

	Betalingsbalancens løbende poster		Udlandsgæld ultimo året			
			Privat	Offentlig	I alt	I alt i procent af BNP
	Milliarder kroner	Procent af BNP	Milliarder kroner			
1960	- 0,4	- 1,0	1,0	- 0,6	0,4	1,0
1961	- 0,8	- 1,7	1,6	- 0,5	1,1	2,4
1962	- 1,7	- 3,3	2,8	- 0,1	2,6	5,2
1963	0,2	0,3	3,3	- 1,0	2,3	4,3
1964	- 1,4	- 2,2	4,3	- 0,8	3,6	5,7
1965	- 1,2	- 1,7	4,8	- 0,3	4,5	6,4
1966	- 1,5	- 1,9	6,1	- 0,3	5,7	7,4
1967	- 2,0	- 2,4	7,4	0,4	7,8	9,2
1968	- 1,6	- 1,7	7,3	1,5	8,8	9,3
1969	- 3,1	- 2,9	9,4	2,3	11,6	10,8
1970	- 4,1	- 3,4	12,3	2,6	14,9	12,6
1971	- 3,2	- 2,4	13,7	3,4	17,1	13,0
1972	- 0,5	- 0,3	12,7	4,1	16,8	11,2
1973	- 2,9	- 1,7	16,6	2,1	18,7	10,8
1974	- 5,8	- 3,0	18,3	5,4	23,7	12,2
1975	- 3,2	- 1,5	20,1	6,8	26,8	12,4
1976	- 13,1	- 5,2	23,2	17,3	40,6	16,1
1977	- 12,1	- 4,3	33,9	23,4	57,3	20,5
1978	- 8,3	- 2,7	42,2	23,3	65,5	21,0
1979	- 16,1	- 4,6	59,3	26,3	85,6	24,7
1980	- 13,4	- 3,6	64,1	35,6	99,7	26,7
1981	- 12,3	- 3,0	69,4	54,8	124,2	30,5
1982	- 19,2	- 4,1	69,2	90,9	160,1	34,5
1983	- 12,8	- 2,5	84,8	108,1	192,9	37,6
1984	- 17,8	- 3,1	109,5	114,8	224,3	39,7
1985	- 28,8	- 4,7	153,0	90,5	243,5	39,6
1986	- 36,3	- 5,4	127,5	134,5	262,0	39,3
1987	- 20,3	- 2,9	148,0	128,0	276,0	39,4
1988	- 8,9	- 1,2	123,5	173,0	296,5	40,5
1989	- 8,1	- 1,1	103,0	187,0	290,0	37,7
1990	8,1	1,0	84,0	198,0	282,0	35,2

Danmarks Statistik.

Tabel II.4 Danmarks internationale likviditet

Ultimo	Nationalbankens udenlandske nettomellemværender (officiel likviditet)	Bankers og sparekassers nettovalutastilling[1])	I alt
	Milliarder kroner		
1959	1,7	0,3	2,0
1960	1,9	0,0	1,9
1961	1,9	- 0,2	1,7
1962	1,7	- 0,5	1,2
1963	3,2	- 0,3	2,9
1964	4,4	- 0,7	3,7
1965	3,9	- 0,2	3,7
1966	4,0	- 0,1	3,9
1967	3,8	0,0	3,8
1968	3,2	0,6	3,8
1969	3,2	0,0	3,2
1970	3,5	0,0	3,5
1971	4,8	- 0,3	4,5
1972	5,6	0,4	6,0
1973	8,0	0,2	8,2
1974	5,1	2,4	7,5
1975	5,3	0,8	6,1
1976	4,6	2,0	6,6
1977	9,4	3,2	12,6
1978	16,2	0,8	17,0
1979	20,2	2,2	22,4
1980	25,4	0,3	25,7
1981	23,2	0,4	23,6
1982	24,4	0,8	25,2
1983	41,2	- 3,9	37,3
1984	39,6	- 3,0	36,6
1985	53,5	- 5,5	48,0
1986	35,8	- 2,5	33,3
1987	64,4	3,6	68,0
1988	76,2	•	76,2
1989	44,9	•	44,9
1990	63,3	•	63,3

Danmarks Nationalbank.
[1]) Årene 1959-71 omfatter kun banker.

Tabel II.5 Registrerede private kapitalbevægelser (netto)

	Pengeinstitutternes udlandsstilling (stigning=-)[1]	Udenlandske direkte investeringer i Danmark	Danske direkte investeringer i udlandet	Udlændinges køb af danske værdipapirer	Indlændinges køb af udenlandske værdipapirer	Erhvervsmæssig låntagning	Andre registrerede kapitalbevægelser	I alt
	Milliarder kroner							
1960	0,3	0,1	- 0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,4
1961	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	- 0,1	0,6
1962	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,7
1963	- 0,2	0,2	- 0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3
1964	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,7
1965	- 0,4	0,2	- 0,1	0,0	0,0	0,6	0,0	0,3
1966	- 0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,5
1967	- 0,1	0,3	- 0,1	0,0	0,0	0,5	0,0	0,6
1968	- 0,6	0,1	- 0,1	0,0	0,0	0,5	0,0	- 0,1
1969	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	1,1
1970	0,0	0,8	- 0,2	0,0	0,0	1,4	- 0,6	1,4
1971	0,3	0,5	- 0,3	0,0	0,0	1,1	0,2	1,8
1972	- 0,7	0,8	- 0,4	0,3	- 0,1	1,2	- 0,3	0,9
1973	0,2	0,5	- 0,3	0,5	0,0	3,3	- 0,1	4,1
1974	- 2,2	0,5	- 0,3	- 0,1	0,0	4,2	- 0,3	1,8
1975	1,5	0,5	- 0,4	0,0	- 0,1	0,7	- 1,1	1,1
1976	- 1,2	0,7	- 0,3	0,1	- 0,1	2,0	- 0,7	0,5
1977	- 1,2	0,5	- 0,7	1,2	0,0	9,1	- 1,2	7,6
1978	2,4	0,6	- 0,5	2,3	- 0,3	3,5	0,4	8,4
1979	- 1,5	1,1	- 0,9	3,1	0,0	7,7	0,8	10,2
1980	2,0	0,8	- 1,0	- 0,4	- 0,1	4,8	- 0,1	6,0
1981	1,1	0,8	- 1,1	0,6	- 0,1	0,4	- 1,2	0,5
1982	- 0,5	1,2	- 0,6	- 0,4	- 0,8	- 2,7	- 2,1	- 6,0
1983	4,3	0,9	- 0,8	3,5	- 0,6	5,4	- 3,1	9,4
1984	0,3	0,1	- 2,6	8,9	- 1,5	21,8	- 3,0	24,1
1985	4,7	1,3	- 2,2	17,1	- 2,8	30,7	- 3,5	45,2
1986	- 1,7	1,3	- 4,4	1,0	- 18,0	11,4	- 1,6	- 12,0
1987	- 6,5	0,6	- 4,1	19,8	5,0	16,9	- 2,5	29,1
1988	1,5	3,4	- 4,8	11,6	- 4,5	21,7	- 3,4	25,7
1989	6,9	7,9	- 14,8	- 8,4	- 11,1	11,5	- 3,8	- 11,8
1990	- 9,5	7,5	- 9,3	25,4	- 8,1	22,5	- 4,6	23,9

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Som følge af afrundinger kan der være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

[1]) Inkl. kursregulering. Til og med 1980 bankers og sparekassers nettovalutastilling - dog ekskl. sparekasser til og med 1971.

Tabel II.6 Specifikation af udenlandske direkte investeringer i Danmark

	Brancheforde ling					Landefordeling				
	Industri	Handel og transport mv.	Finansiel virksomhed	Øvrige erhverv	I alt	EF-lande	Nordiske lande	USA	Andre lande	I alt
	Milliarder kroner									
1977 ...	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
1978 ...	•	•	•	•	•	0,4	0,1	0,2	- 0,1	0,6
1979 ...	•	•	•	•	•	0,4	0,2	0,2	0,2	1,1
1980 ...	•	•	•	•	•	0,4	0,4	0,0	0,1	0,8
1981 ...	•	•	•	•	•	0,7	0,2	0,0	- 0,1	0,8
1982 ...	•	•	•	•	•	0,5	0,2	0,5	0,1	1,2
1983 ...	0,1	0,7	0,1	0,1	0,9	0,0	0,6	0,4	0,0	0,9
1984 ...	0,1	0,3	0,2	- 0,4	0,1	- 0,3	0,4	0,1	0,0	0,1
1985 ...	0,0	1,2	0,2	0,0	1,3	- 0,1	1,0	0,5	- 0,1	1,3
1986 ...	0,1	0,8	0,5	- 0,1	1,3	0,0	2,7	- 1,4	0,0	1,3
1987 ...	0,9	0,5	0,5	- 1,3	0,6	- 0,6	2,6	- 1,1	- 0,2	0,6
1988 ...	1,1	0,5	1,5	0,3	3,4	0,6	1,9	1,3	- 0,4	3,4
1989 ...	1,2	3,3	2,0	1,4	7,9	3,0	4,1	0,3	0,5	7,9
1990 ...	3,4	1,9	0,5	1,7	7,5	3,1	3,6	0,3	0,5	7,5

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Opgjort på betalingsbasis.
Som følge af afrundinger kan der være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

Tabel II.7 Specifikation af danske direkte investeringer i udlandet

	Brancheforde ling					Landefordeling				
	Industri	Handel og transport mv.	Finansiel virksomhed	Øvrige erhverv	I alt	EF-lande	Nordiske lande	USA	Andre lande	I alt
	Milliarder kroner									
1977 ...	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
1978 ...	•	•	•	•	•	- 0,4	- 0,1	0,0	0,0	- 0,5
1979 ...	•	•	•	•	•	- 0,4	- 0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,9
1980 ...	•	•	•	•	•	- 0,5	0,0	- 0,2	- 0,3	- 1,0
1981 ...	•	•	•	•	•	- 0,6	- 0,1	- 0,2	- 0,3	- 1,1
1982 ...	•	•	•	•	•	- 0,1	- 0,1	- 0,2	- 0,1	- 0,6
1983 ...	- 0,2	- 0,5	- 0,1	- 0,1	- 0,9	- 0,3	0,4	- 0,8	- 0,3	- 0,9
1984 ...	- 0,8	- 0,7	- 0,4	- 0,6	- 2,5	- 0,8	- 0,1	- 1,0	- 0,6	- 2,5
1985 ...	- 1,1	- 0,7	- 0,6	- 0,3	- 2,7	- 1,4	- 0,2	- 0,6	- 0,5	- 2,7
1986 ...	- 1,7	- 1,1	- 1,1	- 1,3	- 5,2	- 2,1	- 0,7	- 1,9	- 0,5	- 5,2
1987 ...	- 0,9	- 0,9	- 0,3	- 2,1	- 4,2	- 2,4	- 0,3	- 0,6	- 0,9	- 4,2
1988 ...	- 2,2	- 0,9	- 0,9	- 1,3	- 5,3	- 3,0	- 0,5	- 1,2	- 0,5	- 5,3
1989 ...	- 2,3	- 2,6	- 5,7	- 5,4	- 16,0	- 12,5	- 0,9	- 0,7	- 2,0	- 16,0
1990 ...	- 2,0	- 2,3	- 3,8	- 1,9	- 10,0	- 6,8	- 1,4	- 0,7	- 1,2	- 10,0

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Opgjort på betalingsbasis.
Som følge af afrundinger kan der være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb. I modsætning til opgørelsen af direkte investeringer i tabel II.5 er valutahandlernes direkte investeringer i udlandet medtaget i branche- og landefordelingen af de direkte investeringer. Landefordelingen er i visse tilfælde skønsmæssig.

Tabel II.8 Specifikation af porteføljeinvesteringer (netto)

	Udlændinges køb af danske værdipapirer					Indlændinges køb af udenlandske værdipapirer		
	Aktier	Statsobligationer mv. i kroner[1])	Andre kroneobligationer	Fremmedmøntede papirer	I alt	Aktier	Obligationer	I alt
	Milliarder kroner							
1970	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1971	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1972	0,0	0,0	0,6	- 0,3	0,3	0,0	- 0,1	- 0,1
1973	0,3	0,0	0,2	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
1974	- 0,1	0,0	0,0	0,0	- 0,1	0,0	- 0,1	0,0
1975	- 0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	- 0,1	- 0,1
1976	- 0,2	0,1	0,2	- 0,1	0,1	0,0	- 0,1	- 0,1
1977	- 0,1	1,2	0,1	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
1978	- 0,1	1,9	0,5	0,0	2,3	0,0	- 0,3	- 0,3
1979	0,0	0,0	3,1	0,0	3,1	0,0	- 0,1	0,0
1980	0,6	- 1,0	0,2	- 0,1	- 0,4	0,0	- 0,1	- 0,1
1981	0,9	- 1,0	0,7	0,0	0,6	0,1	- 0,2	- 0,1
1982	0,3	- 0,6	- 0,1	0,1	- 0,4	0,4	- 1,2	- 0,8
1983	0,9	2,3	0,3	- 0,1	3,5	- 0,2	- 0,4	- 0,6
1984	- 0,3	7,2	2,1	- 0,2	8,9	- 1,2	- 0,2	- 1,5
1985	- 0,5	13,1	4,4	0,1	17,1	- 2,3	- 0,4	- 2,8
1986	1,0	1,8	- 1,2	- 0,6	1,0	- 11,1	- 7,0	- 18,0
1987	1,9	14,5	2,9	0,5	19,8	2,0	2,9	5,0
1988	- 1,1	6,8	6,0	- 0,1	11,6	- 1,9	- 2,5	- 4,5
1989	1,0	- 3,8	- 5,1	- 0,5	- 8,4	- 3,6	- 7,5	- 11,1
1990	0,3	25,1	3,5	- 3,5	25,4	- 2,1	- 6,0	- 8,1

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Som følge af afrundinger kan der være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

[1]) Inkl. skatkammerbeviser.

Tabel II.9 Bankers og sparekassers udlån, beholdning af børsnoterede obligationer og aktier, indlån samt likviditetsmæssig nettostilling over for Nationalbanken og udlandet

Ultimo	Udlån[1])	Obligationer og aktier[2])	I alt	Indlån[3])	Likviditetsmæssig nettostilling		
					Over for National banken[4])	Over for udlandet	I alt
	Milliarder kroner						
1959	14,1	3,5	17,6	17,0	0,2	0,3	0,5
1960	16,2	3,2	19,4	18,1	0,0	0,0	0,0
1961	18,0	3,3	21,3	19,8	0,0	- 0,2	- 0,2
1962	20,2	3,6	23,8	21,5	- 0,2	- 0,5	- 0,7
1963	21,8	4,3	26,1	24,4	0,4	- 0,3	0,1
1964	25,1	4,3	29,4	27,1	0,1	- 0,7	- 0,6
1965	27,4	4,5	31,9	29,8	0,0	- 0,2	- 0,2
1966	31,5	5,1	36,6	33,8	- 0,8	- 0,1	- 0,9
1967	34,3	5,3	39,6	37,3	- 0,3	0,0	- 0,3
1968	37,3	6,4	43,7	43,1	0,2	0,6	0,8
1969	42,9	6,8	49,7	47,6	- 0,4	0,0	- 0,7
1970	45,8	7,6	53,4	49,5	- 0,7	0,0	- 0,8
1971	47,8	10,5	58,3	54,6	- 0,3	- 0,3	- 0,6
1972	53,7	13,6	67,3	62,6	- 1,8	0,4	- 1,4
1973	62,2	15,4	77,6	71,0	- 3,2	0,2	- 3,0
1974	66,6	16,5	83,1	77,8	- 3,7	2,4	- 1,3
1975	68,2	34,1	102,3	97,7	- 0,9	0,8	- 0,1
1976	79,8	33,9	113,7	109,4	- 1,5	2,0	0,5
1977	89,2	39,6	128,8	119,7	- 4,1	3,2	- 0,9
1978	98,7	41,6	140,3	126,7	- 4,6	0,8	- 3,8
1979	108,5	44,9	153,4	138,8	- 4,2	2,2	- 2,0
1980	117,8	53,2	171,0	155,0	- 1,7	0,3	- 1,4
1981	128,5	60,6	189,1	171,8	- 1,0	0,4	- 0,6
1982	142,1	77,0	219,1	192,3	- 6,3	0,8	- 5,5
1983	160,0	137,1	297,1	249,2	- 5,4	- 3,9	- 9,3
1984	182,0	153,7	335,7	291,9	- 9,7	- 3,0	- 12,7
1985	212,5	198,3	410,8	347,0	1,0	- 5,5	- 4,5
1986	281,8	183,6	465,4	379,2	- 34,6	- 2,5	- 37,1
1987	310,7	149,3	460,0	392,5	- 17,7	3,6	- 14,1
1988	300,7	174,2	474,9	416,9	4,6	•	•
1989	325,3	181,1	506,4	421,6	- 18,0	•	•
1990	349,6	150,2	499,8	445,4	- 1,3	•	•

Danmarks Nationalbank.

[1]) Indenlandske udlån. Inkl. uopsigelige pantebreve til fast rente.

[2]) Indenlandske obligationer og aktier. Ekskl. statsobligationer udstedt til og med 1974. Indlånsbeviser og kreditbeviser er ikke inkluderet. Endvidere ekskl. genkøbsforretninger indgået med Nationalbanken.

[3]) Indenlandske indlån. Til og med 1971 inkl. indskud fra udlandet i sparekasser.

[4]) Til og med 1962 ekskl. sparekasser. Inkl. indlånsbeviser (bortset fra 1-5-årige) samt deponeringskonti til og med 1979.

Tabel II.10 Bankers og sparekassers mellemværender med Nationalbanken

Ultimo	Tilgodehavender		Gæld		Likviditetsmæssig nettostilling
	Indlånsbeviser[1])	Indlån[2])	Træk på folio[3])	Andre udlån[4])	
	Millioner kroner				
1959	444	259	•	460	243
1960	219	267	•	510	- 24
1961	334	244	•	616	- 38
1962	518	240	•	991	- 233
1963	563	261	•	382	442
1964	574	242	•	750	66
1965	590	283	•	897	- 24
1966	432	435	•	1.626	- 759
1967	419	564	•	1.320	- 337
1968	823	457	•	1.113	167
1969	878	489	•	1.803	- 436
1970	1.408	282	•	2.367	- 677
1971	1.741	49	•	2.111	- 321
1972	1.415	46	•	3.273	- 1.812
1973	873	154	•	4.226	- 3.199
1974	1.344	106	•	5.167	- 3.717
1975	•	77	•	1.015	- 938
1976	•	97	•	1.617	- 1.520
1977	•	138	•	4.205	- 4.067
1978	•	35	4.615	24	- 4.604
1979	•	440	4.553	71	- 4.184
1980	•	146	1.820	6	- 1.680
1981	•	279	1.307	3	- 1.031
1982	•	18	3.464	2.810	- 6.256
1983	•	57	2.886	2.567	- 5.396
1984	•	124	9.776	—	- 9.652
1985	23.777	9	14.521	8.231	1.034
1986	7.811	33	6.929	35.514	- 34.599
1987	—	160	17.116	700	- 17.656
1988	•	5.884	612	700	4.572
1989	•	351	17.913	475	- 18.037
1990	•	1.748	3.055	—	- 1.307

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Til og med 1962 ekskl. sparekasser.

[1]) Nominel værdi. Ekskl. 1-5-årige indlånsbeviser.

[2]) Inkl. deponeringskonti til og med 1979.

[3]) Omfatter lån under lånerammerne til og med 1984, lån på indlånsbeviser i 1985 og 1986 samt træk på folio fra og med 1987.

[4]) Til og med 1977 al gæld til Nationalbanken. Til og med 1988 inkl. indgåede genkøbsforretninger.

Tabel II.11 Pengemængden

Ultimo	Primær likviditet hos erhverv og husholdninger mv.[1])	Anfordringsindskud i banker og sparekasser	I alt (M_1)	Indskud på opsigelse i banker og sparekasser[2])	Ikke-banksektorens beholdning af statsgældsbeviser[3])	I alt (M_2)	Stigning i forhold til samme tidspunkt året før	
							M_1	M_2
	Milliarder kroner						Procent	
1959	3,4	7,0	10,4	9,9	•	20,3	10,9	11,5
1960	3,4	7,3	10,7	10,8	•	21,5	3,2	6,0
1961	3,9	8,0	11,9	11,7	•	23,6	11,4	9,8
1962	4,1	8,8	12,9	12,7	•	25,6	8,2	8,5
1963	4,4	10,2	14,6	14,2	•	28,8	13,8	12,5
1964	4,9	11,4	16,3	15,7	•	32,0	11,1	10,9
1965	5,2	13,0	18,2	16,8	•	35,0	11,5	9,3
1966	5,8	15,0	20,8	18,8	•	39,6	14,2	13,0
1967	6,2	16,6	22,8	20,6	•	43,4	10,0	9,9
1968	6,7	20,0	26,7	23,0	•	49,7	17,1	14,4
1969	7,3	22,6	29,9	25,0	•	54,9	12,2	10,4
1970	6,9	22,4	29,3	27,1	•	56,4	- 2,0	2,9
1971	6,9	25,0	31,9	29,6	•	61,5	8,5	8,8
1972	8,2	29,1	37,3	33,4	•	70,7	17,0	15,0
1973	8,7	32,4	41,1	38,6	•	79,7	10,2	12,7
1974	8,9	34,6	43,5	43,3	•	86,8	5,8	8,9
1975	10,8	44,0	54,8	42,6	•	97,4	•	•
1976	11,5	46,6	58,1	49,2	0,7	108,0	6,1	10,9
1977	13,1	50,3	63,4	52,8	2,5	118,7	9,0	9,9
1978	14,9	58,5	73,4	48,3	7,3	129,0	15,9	8,7
1979	16,9	63,4	80,3	51,7	11,0	143,0	9,4	10,8
1980	17,6	70,2	87,8	56,1	10,7	154,6	9,3	8,1
1981	18,7	78,6	97,3	59,3	12,9	169,5	10,9	9,6
1982	19,7	90,7	110,4	61,8	16,6	188,8	13,6	11,8
1983	21,2	115,8	137,0	80,4	19,6	237,0	24,1	25,5
1984	26,1	135,6	161,7	97,5	18,1	277,3	18,0	17,0
1985	28,6	174,5	203,1	103,3	15,5	321,9	25,7	16,1
1986	28,7	192,4	221,1	112,7	14,0	347,8	8,8	8,0
1987	31,4	209,9	241,3	102,6	20,6	364,5	9,1	4,8
1988	27,9	246,2	274,1	82,4	17,8	374,3	13,8	3,0
1989	40,5	244,0	284,5	83,5	37,6	405,6	1,0	6,3
1990	45,2	253,4	298,6	92,4	43,5	434,5	5,0	7,1

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Ved beregning af stigningstakter i 1989 er der korrigeret for databrud fra 1988 til 1989. Anfordrings- og opsigelsesindskud er inkl. indskud på aftalevilkår.

[1]) Til og med 1970 inkl. indestående på statslige og Nationalbankens postgirokonti.

[2]) Fra og med 1975 ekskl. særlige indlånsformer. I 1990 korrigeret for gevinstopsparing. Fra og med 1987 ekskl. egne obligationer og gældsbeviser med en løbetid på over 2 år.

[3]) Fra 1.oktober 1988 kan valutaudlændinge erhverve statsgældsbeviser. Da den private ikke-banksektors beholdning af sådanne beviser har vist store fluktuationer, og da statsgældsbeviser må betragtes som nære substitutter til variabelt forrentede statsobligationer, er disse beholdninger udeladt i senere opgørelser af pengemængden, jf. Nationalbankens kvartalsoversigt, maj 1991.

Tabel II.12 Realkreditinstitutternes låneeffektueringer

	Boligejendomme			Erhvervsejendomme			Andre ejendomme	I alt
	Ejerboliger	Udlejningsejendomme	I alt	Landbrugsejendomme	Industriejendomme og erhvervsejendomme i øvrigt	I alt		
	Milliarder kroner							
1971	•	•	•	•	•	•	•	•
1972	•	•	11,7	2,3	2,1	4,4	1,1	17,2
1973	•	•	16,2	3,3	2,4	5,7	1,2	23,1
1974	•	•	18,5	3,9	2,7	6,6	1,9	27,0
1975	11,4	2,5	13,9	5,0	3,1	8,1	1,4	23,4
1976	13,5	2,5	16,0	4,1	1,8	5,9	1,1	23,0
1977	11,9	2,0	13,9	4,6	2,2	6,8	1,2	21,9
1978	12,4	1,9	14,3	6,5	2,7	9,2	1,0	24,5
1979	15,1	1,8	16,9	6,9	2,8	9,7	1,1	27,7
1980	14,3	2,0	16,3	5,1	3,1	8,2	0,9	25,4
1981	12,2	2,6	14,8	2,7	3,3	6,0	0,8	21,6
1982	13,6	4,9	18,5	2,0	2,1	4,1	0,7	23,3
1983	25,9	7,5	33,4	2,9	3,9	6,8	1,6	41,8
1984	32,4	7,8	40,2	3,7	5,8	9,5	2,4	52,1
1985	43,3	9,0	52,3	7,4	15,5	22,9	3,6	78,8
1986	40,1	10,1	50,2	12,7	21,5	34,2	3,2	87,6
1987	31,5	10,8	42,3	8,1	21,5	29,6	1,9	73,8
1988	21,4	12,1	33,5	6,2	19,5	25,7	1,6	60,8
1989	13,2	12,0	25,2	5,2	11,3	16,5	1,3	43,0
1990	9,6	13,6	23,2	4,3	7,1	11,4	1,4	36,0

Danmarks Nationalbank.

Anm.: Kursværdi på effektueringstidspunktet. Bruttolån minus overførsler, dvs. de restgældsbeløb til instituttet, der indfries i forbindelse med effektueringen af nye lån. Fra og med 1987 også minus ekstraordinære indfrielser.

Tabel II.13 Nettotilgang af børsnoterede kroneobligationer til kursværdi samt aktieemissioner

	Indenlandske statspapirer[1])	Realkreditobligationer	Øvrige børsnoterede obligationer	I alt	Placeret hos				Aktieemissioner
					Nationalbanken[2])	Banker og sparekasser[3])	Forsikringsselskaber, pensionskasser og fonde mv.[4])	Erhvervsvirksomheder og private mv.[5])	
	Milliarder kroner								
1959	0,0	1,0		1,0	- 0,1	0,1	1,0		0,1
1960	- 0,3	1,4		1,1	0,0	- 0,3	1,4		0,1
1961	- 0,2	1,9		1,7	0,1	0,1	1,5		0,3
1962	- 0,2	2,3		2,1	0,4	0,2	1,5		0,1
1963	- 0,2	3,1		2,9	0,1	0,4	2,4		0,1
1964	- 0,2	3,3	0,2	3,3	0,4	0,0	0,7	2,2	0,2
1965	- 0,1	4,5	0,3	4,7	1,4	0,0	1,1	2,2	0,3
1966	- 0,2	3,4	0,8	4,0	0,8	0,5	1,2	1,5	0,2
1967	- 0,2	4,0	0,4	4,2	1,3	- 0,1	1,4	1,6	0,3
1968	- 0,1	6,1	0,7	6,7	2,2	0,7	1,7	2,1	0,1
1969	- 0,1	7,3	0,9	8,1	1,6	0,3	1,9	4,3	0,3
1970	- 0,1	5,7	1,0	6,6	0,4	0,6	1,9	3,7	0,3
1971	- 0,1	9,2	1,0	10,1	1,1	2,4	3,0	3,6	0,3
1972	- 0,2	12,2	1,0	13,0	0,4	2,4	4,6	5,6	0,4
1973	- 0,1	15,6	1,0	16,5	0,5	1,9	6,1	8,0	0,7
1974	- 0,1	15,2	1,0	16,1	2,6	1,7	7,3	4,5	0,3
1975	5,7	20,1	1,5	27,3	1,5	15,3	9,3	1,2	0,2
1976	5,8	18,6	1,8	26,2	5,6	1,5	10,7	8,4	0,6
1977	9,6	17,0	1,8	28,4	- 1,7	5,2	13,6	11,3	0,4
1978	14,0	18,7	1,4	34,1	- 1,1	1,2	17,3	16,7	0,5
1979	11,1	21,1	0,4	32,6	0,0	1,0	17,6	14,0	0,2
1980	16,9	17,1	- 0,4	33,6	1,0	5,9	18,8	7,9	0,3
1981	29,0	11,4	1,7	42,1	0,4	4,9	22,0	14,8	0,1
1982	44,7	11,3	3,2	59,2	1,7	11,3	29,1	17,1	0,6
1983	53,0	27,6	6,3	86,9	1,4	39,0	32,2	14,3	1,9
1984	45,6	35,9	3,2	84,7	- 1,6	17,3	33,4	35,6	3,9
1985	24,0	60,4	2,8	87,2	- 0,3	20,7	32,3	34,5	3,7
1986	- 10,4	62,2	2,6	54,4	12,1	- 7,4	33,1	16,6	8,3
1987	- 7,3	53,0	1,0	46,7	- 0,1	- 33,6	25,9	54,5	3,0
1988	7,9	50,9	1,1	59,9	- 0,1	15,7	26,4	17,9	4,0
1989	19,2	10,2	1,7	31,1	- 0,3	10,5	19,8	1,1	10,7
1990	23,3	15,2	5,8	44,3	2,0	- 25,4	16,0	51,7	6,1

Danmarks Nationalbank.

[1]) Til og med 1963 baseret på skøn. Inkl. skatkammerbeviser.

[2]) I 1967 købte staten obligationer af Nationalbanken til en kursværdi af 1 mia.kr. Obligationerne blev stillet til rådighed for Statens Bygge- og Boligfond i henhold til lov af 3. juni 1967.

[3]) Til og med 1972 påvirket af kursregulering. Korrigeret for genkøbsforretninger indgået mellem Nationalbanken og banker og sparekasser.

[4]) Den Sociale Pensionsfond, Arbejdsmarkedets Tillægspension (til og med 1980 ændringer i bogførte værdier, til og med 1972 inkl. aktier) og Lønmodtagernes Dyrtidsfond.

[5]) Beregnet residualt. Inkl. salg til udlandet.

Tabel II.14 Bankers og sparekassers effektive ind- og udlånsrenter samt effektiv obligationsrente

	Banker og sparekasser		Gennemsnit af effektiv obligationsrente[2])
	Effektiv indlånsrente[1])	Effektiv udlånsrente (inkl. prov.)[1])	
	Procent p.a.		
1960	3,89	6,72	6,39
1961	4,58	7,49	7,02
1962	4,74	7,74	7,16
1963	4,38	7,50	7,10
1964	4,83	7,91	7,68
1965	5,04	8,29	9,35
1966	5,06	8,50	9,52
1967	5,45	9,10	9,76
1968	4,98	8,78	9,08
1969	6,31	10,58	10,13
1970	6,83	11,82	11,82
1971	5,91	11,07	11,53
1972	5,57	11,06	11,56
1973	6,39	11,87	14,25
1974	8,79	15,03	15,07
1975	7,32	13,89	13,06
1976	8,32	15,67	16,18
1977	9,42	16,82	17,47
1978	8,62	16,00	18,15
1979	8,47	16,52	18,11
1980	11,45	20,10	18,60
1981	10,85	18,92	19,45
1982	10,97	19,66	19,38
1983	9,02	16,44	12,64
1984	8,62	15,44	14,02
1985	8,34	15,10	9,86
1986	7,08	12,83	11,61
1987	7,62	13,41	11,73
1988	7,02	13,23	9,78
1989	7,16	13,31	10,79
1990	8,23	14,02	11,01

Finanstilsynet, Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

[1]) Årsgennemsnit.

[2]) Indtil 1969 gennemsnit af 2 af følgende serier: 4½ pct. Østifternes Kreditforening 16. serie, 4. afd. samt 5 pct. 16. serie, 5. afd. og 5½ pct. Byggeriets Realkreditfond 3. serie samt 5½ pct. 6. serie. 1970-81 vejet gennemsnit af samtlige statspapirer samt alle åbne serier af almindelig og særlig realkredit. Derefter vejet gennemsnit af samtlige serier/afdelinger på kurslistens sektion I og II.

Tabel II.15 Kreditudvidelse til den private sektor og kommuner mv. fra forskellige finansieringskilder

	Nettoudlån fra			Nettolåntagning i udlandet	
	Banker og sparekasser[1])	Realkreditinstitutter mv.[2])	Andre finansieringskilder[3])	Private sektor[4])	Kommuner og koncessionerede selskaber
	Milliarder kroner				
1960	2,0	1,4	...	0,1	0,0
1961	1,8	1,9	...	0,2	0,2
1962	2,2	2,3	...	0,2	0,0
1963	1,6	3,1	...	0,3	0,4
1964	3,3	3,5	...	0,2	0,7
1965	2,3	4,8	...	0,6	0,1
1966	4,1	4,2	...	0,5	0,1
1967	2,9	4,4	...	0,5	0,3
1968	3,0	6,9	...	0,5	0,3
1969	5,6	8,2	...	0,3	0,4
1970	2,9	6,7	...	1,4	0,3
1971	2,0	10,2	...	1,3	0,5
1972	5,9	13,2	...	1,2	0,6
1973	8,5	15,8	0,9	3,2	- 0,1
1974	4,4	15,3	1,3	4,2	0,4
1975	1,8	20,2	1,5	0,6	0,9
1976	11,5	18,7	2,1	2,0	0,7
1977	9,4	17,0	2,9	8,7	1,3
1978	9,4	18,6	4,9	3,5	1,0
1979	10,1	21,2	6,3	7,8	0,6
1980	10,1	17,1	5,5	4,8	1,9
1981	11,7	11,6	6,7	0,3	2,1
1982	16,0	11,7	6,2	- 2,8	4,7
1983	19,7	29,3	5,8	5,3	2,4
1984	22,8	37,7	2,8	21,6	1,1
1985	32,0	63,0	0,8	30,5	1,8
1986	69,7	65,2	0,3	10,8	0,2
1987	30,0	54,1	- 1,5	16,5	6,2
1988	- 4,0	53,2	- 1,2	22,4	8,5
1989	30,0	13,5	- 0,1	15,7	4,8
1990	31,8	21,7	1,7	25,4	9,0

Danmarks Nationalbank.

[1]) Inkl. stigning i uopsigelige pantebreve til fast rente. Regnskabstekniske ændringer mv. medførte en stigning i pengeinstitutternes udlån i 1982 på ca. 2 mia.kr.

[2]) Til og med 1972 nettotilgang af obligationer bortset fra statsobligationer (kursværdi). Nationalbankens skøn på grundlag af bruttotilgangen til markedskurs med fradrag af indfrielser og afdrag.

[3]) Kommunekredit, kommuner (inkl. Den Danske Banks kommuneobligationer), forsikringsselskaber, pensionskasser (fra 1980 inkl. Lønmodtagernes Dyrtidsfond), Danmarks Skibskreditfond (til kursværdi), Dansk Eksportfinansieringsfond og K-lån formidlet af FIH (inkl. EM-lån), DLR og Fiskeribanken.

[4]) Omfatter alle registrerede kapitalbevægelser, der påvirker den private sektors passiver over for udlandet.

Institutionsregister

Aktivbanken 292
Aktuelt 39, 112, 138, 175
Almennyttige Danske Boligselskaber, Fællesorganisationen af 49
Andelsbanken 50, 360
Arbejderbevægelsens Erhvervsråd 51
Arbejdernes Andels-Boligforening 20
Arbejdernes Landsbank 50
Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP) 57, 174, 229, 232, 234, 261, 349ff
Assurandør-Societetet 49, 52, 213f, 225

Baltica 362, 376
Banca d'Italia 319
Bank of England 104, 108
Banken for Hobro og Omegn 49
Bankers og Sparekassers Betalings-Service 378
Banque de France 329
Bella Centret 150, 163
Berlingske Aftenavis 108
Berlingske Tidende 31, 39, 60, 82, 95, 139, 175, 226, 229, 290
Bikuben 360
BIS, se Internationale Betalingsbank, Den
Bistandsfonden for Erhvervsfinansiering 171f
Boligministeriet 49, 85, 132, 150, 156f, 210, 232f, 235, 302, 339, 386
Boligstyrelsen 157
Boss of Scandinavia 160f, 340
Bretton Woods-systemet, se Valutafonden
B.T. 39
Burmeister & Wain's Maskin- og Skibsbyggeri A/S 149
Byggeriets Realkreditfond (BRF) 49f, 52, 154, 339
Børsen, dagbladet 60, 353
Børsmæglerselskaber, Foreningen af 345
Børsmæglerselskaber, Sammenslutningen af 345

C & G Banken 275, 293, 296, 298
Centralbankchefkomiteen 167f, 250f, 253, 287, 318, 323f, 326, 332f
Centralorganisationen af Metalarbejdere i Danmark 51
Centrum-Demokraterne 127, 160, 173, 232, 236, 244, 261, 350, 353f
Cooke-komiteen 318

Danmarks Kommunistiske Parti 36
Danmarks Nationalbank, se sagregister
Danmarks Rederiforening 52
Danmarks Skibskreditfond 29, 51ff, 302ff, 340
Danmarks Sparekasseforening 16, 25, 33, 41, 47, 49, 51, 74, 79, 97, 99f, 116, 142, 159, 202, 225, 345, 377f
Danmarks Statistik 92, 143, 162
Dansk Eksportfinansieringsfond 145, 302ff
Dansk Landbrugs Grovvareselskab (DLG) 222
Dansk Landbrugs Realkreditfond (DLR) 28, 51, 74, 80, 155, 210, 215f, 220, 224f, 339f
Dansk Udviklingsfinansiering 150
Dansk-Vestindiske Nationalbank, Den 315
Danske Bank, Den 360, 376
Danske Bankers Fællesrepræsentation 16, 33, 40f, 43, 49, 51f, 73f, 78, 87, 97, 99, 116, 121, 142, 307, 377f
Danske Bankforening, Den 16, 182, 202, 225, 229, 276, 295, 345
Danske Bomuldsspinderier, De 340
Danske Børsmæglerselskaber, Foreningen af 345
Danske Husmandsforeninger, De 51, 219
Danske Kredit 376
Danske Landkreditforeningers Fælleskontor for Grundforbedringslån 87
Danske Landmandsbanks Hypotekafdeling, Den 80
Danske Liv & Pension 376
Danske Luftfartsselskab, Det 149f
Danske Provinsbankers Forening, De 16, 42, 45, 75, 77, 95f, 99, 134, 357f
Danske Realkreditfunktionærers Landsforening 50
Danske Stålvalseværk, Det 150

ECOFIN 329f, 332
Econometric Society 56
EF, se sagregister
EF-Kommissionen 257, 269, 309, 323f, 330f, 334, 342
EFTA 32
Eksportkreditrådet 308
Europæiske Centralbank, Den (ECB) 332
Europæiske Fond for Monetært Samarbejde, Den 168, 254, 326f, 333
Europæiske Monetære Institut, Det (EMI) 332f
Europæiske Råd, Det 252f, 330ff
Europæiske System af Centralbanker, Det (ESCB) 276, 292, 332f
Europæiske Union, Den 250, 333

Federal Reserve, USA 48, 58, 103f, 114f, 320
Finansbanken 360
Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk (FIH) 28, 48f, 154, 172, 215, 297, 308
Finansministeriet 15, 23f, 27, 45, 47, 66, 70, 93, 105, 108, 156, 188, 215, 233, 277, 312, 359
Finansrådet 16
Finanstidende 130
Finanstilsynet 16, 157, 271, 276, 293, 344f, 348, 385
Fiskeribanken 50f, 215
Fondsbørsen, se Københavns
Forbrugerombudsmanden 378
Forenede Kreditforeninger 154, 362
Foreningen af Jernskibs- og Maskinbyggerier i Danmark 52, 306
Forsikringsrådet 348
Forsikringstilsynet 15, 348
Frederiksborg Bank 360
Fremskridtspartiet 141, 229f, 270, 354
Fællessekretariatet for de obligationsudstedende fonde og finansieringsinsitutter 16
Færøernes Landsstyre 53
Færøernes Realkreditinstitut 28, 53

G-7 gruppen 248, 318ff
G-10 gruppen 58, 103, 106, 164, 166, 318f
Garantifonden for Danske Optioner og Futures 335, 345f
GiroBank 361
Grønlandsbanken 150

Hafnia 362, 386
Handelsbanken 315, 360
Handelsministeriet 27, 30ff, 43, 96, 100, 113, 117, 158, 161, 202, 215, 303, 306, 336, 341, 355
Handelsstandens Klub af 1841 39
Henriques jr., R. 23, 294
Husejernes Kreditkasse 155
Hypotekbanken 45, 93f, 215
Hypotekforeningernes stående Fællesudvalg 16

Incentive 150
Indenrigsministeriet 27, 43, 45, 47, 84f, 93, 95
Indskydergarantifonden 296ff
Industriens Hypotekfond 154, 210, 361
Industriens Realkreditfond (IRF) 361f
Industriforeningen 46
Industriministeriet 276, 294, 298, 303f, 309, 339, 342, 345, 387
Industrirådet 40, 49, 307f
Information 99
Internationale Betalingsbank, Den (BIS) 102, 104f, 114f, 380f
Internationale Valutafond, Den, se Valutafonden

JAK-banken 360
Jyllands Kreditforening 154, 362
Jyllands-Posten 233, 244
Jyske Bank 99, 360

Kgl. Bankkommissær, Den 11, 26ff, 30, 310
Kgl. Mønt, Den 312
Kjölbro, J. F. P/f 149
Kommunernes Landsforening 262
Konkurrencerådet 299
Konservative Folkeparti, Det 24, 35, 37f, 40, 65, 111f, 127, 130, 141, 173, 230, 350, 353f
Kreditforeningen af Kommuner i Danmark 80, 83, 85f, 93
Kreditforeningen Danmark 154, 295, 376
Kreditforeningen for Industrielle Ejendomme 154, 361
Kreditforeningernes stående Fællesudvalg 16, 79
Kristeligt Dagblad 38, 59, 112
Kristeligt Folkeparti 127, 173, 187, 232, 261, 350, 353f
Krogerup Højskole 21

Kronebanken 275, 293ff, 360
K.T.A.S. 47
Københavns Amt 93f
Københavns Fondsbørs 116, 124, 187, 234f, 237, 277, 335ff, 340ff, 360, 367
Københavns Kommune 47, 93f
Københavnske Bankers Forening af 1920 16, 99

Landbrugets Sikringsfond 222
Landbrugsministeriet 29, 221ff
Landbrugsrådet 30, 217, 222
Landmandsbanken 30, 49, 52, 315
Landsbankernes Reallånefond 49f
Liberalt Centrum 80
Livs- og Pensionsforsikringsselskaber, Foreningen af 225, 227f, 244
LO 110
Lønmodtagernes Dyrtidsfond (LD) 174, 229, 234, 349f

Mejeriernes Fællesorganisation 222
Monetære Komité, Den 168, 250, 253, 318, 322ff
Monopoltilsynet 100

Nationaløkonomisk Tidsskrift 56, 58
NORDEK 70
Nordisk Finansielt Udvalg 247
Nykredit 295, 361, 376
Næstved Haandværker-, Handels- og Landbrugsbank 96

OECD 32, 47f, 126, 235, 237, 248, 257, 266, 303, 305, 308, 318
Offentlige Arbejder, Ministeriet for 45, 47
OPEC 126

Palle Palsby 340
Pengeinstitutternes Betalingsformidlingscenter (PBC) 378
Pengeinstitutternes BetalingsSystemer (PBS) 379
Pengeinstitutternes Købe- og Kreditkortaktieselskab (PKK) 378
Pensionskassernes Administrationskontor (PKA) 347
Pensionskasserådet 214, 225, 227f, 244
Politiken 25, 37, 47, 68, 111, 124, 131, 176, 178, 188, 200, 204, 227, 288
Postgiro 23, 26, 140, 361, 379
Postgirofonden 23f

Privatbanken 49, 160, 315, 360
Provinsbanken 295, 360
Provinsbankernes Reallånefond 49f, 362

Radikale Venstre, Det 21, 27, 36, 38, 65, 80f, 127, 160, 173, 187, 230ff, 235f, 240f, 243, 261, 270, 288, 291, 350, 353f, 375
Realkreditrådet 16, 156f, 207ff, 225f, 339
Regnecentralen 150
Retsforbundet 21, 27, 36, 353
Rigsrevisionen 223

Samvirkende Danske Andelsslagterier, De 222
Samvirkende Danske Landboforeninger, De 51, 219
SAS 149
Schweiziske Nationalbank, Den 47
SDS (Sammenslutningen af Danske Sparekasser) 360
6. Juli Banken 275, 293, 295f
Sjællandske Bank 360
Skattedepartementet 241, 243
Skibsværftsforeningen 306
Skive Folkeblad 21, 38
Socialdemokratiet 11, 21, 25, 27, 36, 38f, 43, 65, 69, 81, 112, 125, 127ff, 132, 138, 149, 160, 173ff, 187, 231f, 241, 244f, 290f, 328, 350, 352, 354, 374, 376
Sociale Pensionsfond, Den (DSP) 152, 187, 236, 351ff, 371
Socialistisk Folkeparti 36, 108, 111f, 123, 125, 129ff, 160, 168, 187, 227, 236, 241, 290f, 374f
Socialministeriet 354
Sparekassen Nordjylland 160, 360
Statens Bygge- og Boligfond 69f, 236
Statsanstalten 362
Statsministeriet 53, 108f, 233, 269, 294
Statsskattedirektoratet 269
Studenterforeningen 30, 34
Sveriges Riksbank 131, 292, 328
Sydbank 295

The Times 60
Tilsynet med Banker og Sparekasser 15, 41, 74, 76, 96ff, 141f, 160, 199f, 204, 237, 276, 293f, 296, 299, 336, 356, 375
Tilsynet med Fondsbørsen 336, 341, 344f
Tilsynet med Realkreditinstitutter 16, 155ff, 208, 210, 284, 385

TOTALKREDIT Realkreditfond 362
Tryg Forsikring 376
Tryg Nykredit-koncernen 362
tyske Forbundsbank, Den 105, 115, 163, 170, 186, 251, 255, 265, 279, 319, 324f, 328f
20-Komité (Committee of Twenty) 245f
Tønder Landmandsbank 51

Uafhængige, De 36, 40
Unibank 360, 376, 383
Union-Bank 315
Universalbanken 360

Valutafond, Den Internationale (IMF) 14, 57ff, 101f, 104f, 107, 110f, 114, 116, 123, 163ff, 180, 186, 245ff, 254, 318, 320, 363
Varde Bank 294
Veile Bank 42, 95ff
Vendelbobanken 360
Venstre 33, 35ff, 40, 65f, 81, 111f, 126f, 132, 140, 171, 173, 206, 219f, 227, 230f, 353f
Venstresocialisterne 241
Verdensbanken 60, 102, 163, 180, 320
Vest- og Sønderjydsk Kreditforening 79
Vestsjællands Bank 359f
Viborg Stifts Folkeblad 112
Værdipapircentralen (VP) 335, 338ff, 342, 345

Weekendavisen 290
Westdeutsche Landesbank Girozentrale 115
WP3 318

Økonomi- og Budgetministeriet 130
Økonomiministeriet 28, 67, 140, 242, 380
Økonomiske og Monetære Union, Den 166f, 188, 254, 262, 329ff
Økonomiske Råd, Det 21, 66f, 130, 174, 177, 179, 269, 290ff, 375f
Økonomiske Sekretariat, Det 26, 35, 39, 45, 67, 69, 106ff, 174, 185, 187, 190, 213, 226, 233, 240ff, 318, 322
Østifternes Kreditforening 79, 81f

Aarhus Stiftstidende 112
Aarhuus Privatbank 357

Personregister

Adonnino, Pietro 330
Agbo, Knud 158, 204
Alkil, Niels 79
Alkjær, Johan 312
Andersen, Anders 30, 132, 185, 204, 214, 217, 239, 257, 262, 264, 289, 291, 307, 322, 325f
Andersen, Bodil Nyboe 56, 58
Andersen, Gunnar 311
Andersen, H. C. 310
Andersen, Ib 310f
Andersen, K. B. 69
Andersen, Knud 208
Andersen, P. Nyboe 70, 83, 115f, 127, 129, 138, 141, 143, 150f, 160, 307
Andersen, Svend 52, 58, 107f, 127, 180, 245, 337
Andresen, Kaj 79

Baker, James 319f
Baunsgaard, Bernhard 240
Baunsgaard, Hilmar 11, 27, 33, 38, 70, 84, 113, 123, 142
Bendtz, Cyril 314
Blessing, Karl 105
Blomgren-Hansen, Niels 305
Bojesen, Bo 67f, 176, 178, 261, 367f
Borch, Martin 313
Brady, Nicholas 320
Brandt, Willy 106
Bratteli, Trygve 164
Brodthagen, Holger 25, 39
Brüniche-Olsen, H. 307
Brøndum, Arne 49
Bundvad, Kaj 352

Callaghan, James 102
Camdessus, Michel 319
Chaban-Delmas, Jacques 106
Chirac, Jacques 256
Christensen, Bent 292
Christensen, Henry 27, 66
Christiansen, Børge 49, 312
Christophersen, Henning 257, 268, 322
Clappier, Bernard 253
Clemmensen, Erik Haunstrup 207
Cooke, Peter 318
Coombs, Charles 115
Couve de Murvilles, Maurice 106
Couzens, Kenneth 253
Craxi, Bettino 330

Dahlgaard, Bertel 21, 23, 26f, 35f
Dahlgaard, Lauge 138, 231
Dalgaard, Henning 326
Dalsager, Poul 218f, 221
Delors, Jacques 318, 322ff, 331, 381
Dige, Ejnar 23
Dini, Lamberto 319
Dissing, Hans 314
Dock, Holger 244
Dooge, James 330
Drachmann, Geert 349
Drejer, Jens 346
Dreyer, Erik 351
Duborg, Hans 298, 375
Duisenberg, Willem 166, 251
Dyremose, Henning 262, 354

Eken, Arne 31
Ellemann-Jensen, Uffe 227, 229
Engberg, Einer 232
Enggaard, Knud 261, 269
Eriksen, Erik 33
Estrup, Jørgen 291
Eyben, W. E. von 339

Feldt, Kjell-Olof 185f, 245
Foighel, Isi 244
Fourcade, Jean-Pierre 249
Friis, Torben 111, 266

Gaulle, Charles de 33, 70, 105
Gelting, Jørgen 66, 82, 150, 290
Giscard d'Estaing, Valéry 106, 249, 252
Glistrup, Mogens 230
Gredal, Eva 353
Green, Johs. 43, 49
Grell, Hervert 160
Grünbaum, Henry 43f, 61, 65, 79, 82, 107ff
Guigou, Elisabeth 332

Hall, Michael 337
Hansen, H. C. 11, 21, 50, 109
Hansen, Hans Erik 315
Hansen, Kurt 107f, 131, 137, 150f, 180, 187
Hansen, Leo 310
Hansen, Poul 39, 43, 46, 82
Hansen, Svend Aage 314
Hartling, Poul 11, 70, 111, 126, 140, 307
Hartogsohn, S. 27, 52
Hastrup, Aage 153
Hedtoft, Hans 109
Heinesen, Knud 175, 190, 235, 288
Henriques, Henrik 340
Herholdt, J. D. 313
Hermann, P. 336
Hilden, Jytte 354
Hjortnæs, Karl 175f, 240
Hoffmann, Henning 41
Hoffmeyer, Erik 11, 32, 39, 47, 56, 64f, 67, 72, 75, 77ff, 82, 87, 96, 99f, 107ff, 111, 115f, 121, 124, 127f, 130f, 138f, 141, 150, 170, 175, 182, 185, 187f, 200, 204, 207, 214, 222, 226f, 229, 250, 276, 292, 308, 322, 326, 331, 358
Hogrefe, C. E. 340
Hollensen, Frede 266
Holm, Gunnar 42, 96
Holten, Henning 58
Hornby, Ove 315
Hove, Ove 209, 232
Hækkerup, Per 39, 111, 123f, 126, 130, 132, 135, 137, 187, 202, 207, 213, 215, 220, 252, 353

Illum, Knud 161
Ingholt, Poul 30, 49, 52
Iversen, Carl 58

Jacobsen, Arne 313f
Jacobsen, C. Boye 299, 339, 344
Jacobsen, Erhard 126
Jacobsen, Kirsten 354
Jakobsen, Svend 175, 226, 353
Jenkins, Roy 102
Jensen, Erling 160, 228, 339, 341, 378
Jensen, Holger 351
Jensen, Jens Peter 60
Jensen, Karlskov 219
Jensen, Lars P. 30, 43
Jespersen, Jesper 290
Juel, Jens 311
Jürgensen, Philippe 318

Jørgensen, Anker 11, 124, 126, 171, 180, 195, 206, 230, 239, 288f
Jørgensen, Bent Nyløkke 214, 244
Jørgensen, Eigil 109
Jørgensen, Hagen 337
Jørgensen, Jørgen 27

Kampmann, Jens 239
Kampmann, Viggo 11, 21ff, 27, 35ff, 39, 149
Kennedy, John F. 58
Kiesinger, Kurt Georg 105f
Kjeldsen, H. O. A. 222
Kjær, Jørn 299
Klerk, Niels 340
Knudsen, Hans R. 27, 39
Kobbernagel, Jan 337
Kohl, Helmut 329
Konradsen, Ib Glud 337
Krag, Jens Otto 11, 33, 39f, 42f, 46ff, 53, 64, 67, 70, 73, 80, 87, 108f, 112, 122ff, 128, 130, 164, 168, 349
Kristensen, Hans Jørgen 218
Kristensen, Thorkil 35, 233, 242, 244
Krogstrup, Erik 51
Kruse, A. Vinding 355
Kørbing, J. A. 27

Lange, Morten 168
Larosière, Jacques de 246
Larsen, A. Pilegaard 217
Larsen, Aksel 37, 40, 112
Larsen, Johannes 311
Larsen, Tove Lindbo 374
Lind, Nathalie 352
Lohse, Viggo 190, 226
Lunde, Jes 227
Lykketoft, Mogens 243

McNamara, Robert 163
Mauroy, Pierre 322
Mebus, Bent 339
Mikkelsen, Richard 81, 131, 144, 151, 156, 180, 185, 187, 287, 322
Mitterrand, François 256, 323, 329f, 332
Mollerup, Erik 49
Mordhorst, Kirsten 201
Mulford, David 319
Müller, Otto 31f, 67
Mølgaard, Eigil 341
Møller, Otto 330
Møller, Poul 24, 70, 111

Nelson, Georg R. 349
Nielsen, A.W. 308
Nielsen, Helge 207f, 231
Nielsen, O. Blinkenberg 41
Nielsen, Peter Erling 290
Nielsen, Svend 11, 20, 22, 25, 27, 30, 34f, 37, 39, 42, 44ff, 50, 60, 64, 358f
Nielsen, Thomas 351
Niepoort, Erik 266
Ninn-Hansen, Erik 124
Nixon, Richard 163
Nørby, Viggo 49f
Nørgaard, Ivar 67, 82, 108, 129, 203, 214, 225, 227, 235, 241, 289, 291
Nørgaard, Jørgen 355

Olsen, Erling 138, 211, 213, 231ff, 241, 376
Ovi, Jørgen 320

Palme, Olof 164
Palsby, Palle 340
Paulsen, J. 51
Pedersen, Jørgen 56
Petersen, Gert 168
Petersen, Jan 312
Petersen, K.O. 96
Petersen, Niels Helveg 230, 261, 288
Petersen, Robert Storm 311
Philip, Grethe 288f
Philip, Kjeld 21f, 25ff, 30, 36ff, 46, 51, 60, 150
Philipsen, Johan 307
Pinstrup, Hans 30
Pompidou, Georges 103, 105
Poulsen, Axel G. 210
Pöhl, Karl Otto 186, 324

Rasmussen, Anders Fogh 261
Rasmussen, Hans 51
Rasmussen, Niels Nørregaard 312
Rasmussen, P. Nørregaard 336
Rasmussen, Tyge Vorstrup 345
Reagan, Ronald 248, 318f
Regan, Donald 319

Schelin, Otto 115
Schlüter, Poul 11, 130, 179, 184, 243, 257, 264, 294, 367
Schmidt, Erik Ib 43, 46, 66f, 107, 109, 187
Schmidt, Helmut 252
Schulmann, Horst 253
Simonsen, Palle 257, 264, 326, 353
Skak-Nielsen, N.V. 162
Skytte, Karl 29, 43, 51, 80
Skånland, Hermod 245
Sprinkel, Beryl 318f
Stallknecht, Kirsten 351
Stetter, Ib 138, 140, 378
Stoltenberg, Gerhard 322
Sunesen, Frede 27, 49, 51, 127, 314
Sveinbjørnsson, Erling 41, 96, 98, 141, 336
Sørensen, Carl Erik 56
Sørensen, Jacob 352
Sørensen, Peter 240

Thatcher, Margaret 248, 268
Thomasen, Ole 304
Thomsen, Jens 318, 368
Thomsen, Knud 70, 100, 142, 150, 158
Thulstrup, Hans Otto 214, 339
Thygesen, J.C. 40
Thygesen, Niels 56, 201, 331
Tindemans, Leo 250
Trolle, Jørgen 347

Ussing, Niels 185, 213, 318, 322

Valeur, Povl 79
Varming, Hanne 312
Veile, Jens Otto 345
Vieth, Poul 339
Villadsen, P. 31

Weitling, Otto 314
Werner, Pierre 167, 329
Westerby, Niels 80
Westh, Bjørn 224
Wilhjelm, Nils 297, 374
Wilson, Harold 88, 102
Winding, Poul 355

Zacchi, Ole 302
Zeuthen, Hans E. 179

Ølgaard, Anders 59f, 99, 231
Ømann, Sigurd 168

Sagregister

(For så vidt angår sagområder knyttet til institutioner eller personer henvises tillige til de foregående registre).

accessorisk virksomhed 300, 376
afbetalingshandel 66
afgift, renter af forbrugslån 260, 301
afgrundsdebatten 175
afskrivninger og hensættelser, penge- og realkreditinstitutter 283f, 381ff
aftaleindskud 143, 195, 200ff, 272, 284f, 370, 373
aftaler, Nationalbankens med
  forsikringsselskaber og pensionskasser 213ff
  obligationsudstedende institutter 63f, 71, 78ff, 100, 112, 151, 153, 156f, 205ff, 213, 383
  pengeinstitutter 71ff, 131ff, 137ff, 159
Aktiebørs III 336f
aktiebørser, amerikanske 320f
aktieklasser 343
aktiemarkedet 335, 340
aktier, placering af 369ff
almindelig realkredit 151, 153f, 208
andelskasser 157f, 298, 357
anfordringsindskud 358, 370
anmeldelsespligt, kapitalbevægelser 147, 269f
ansvarlig indskudskapital, penge-institutter 159, 276, 299f
arbejdsløshed 13f, 19, 34, 63, 126, 171f, 177, 258, 262, 290, 306
arbejdsmarkedsbidrag (Ambi) 261
arbejdsmarkedspension 261
arbejdstiden, nedsættelse af 259f
Arlanda-mødet 185f
artikel-IV, Valutafonden 246
artikel-VIII, Valutafonden 104
asset settlement-ordning 246f
augustforliget, 1976 173f, 350
augustforliget, 1977 174, 215
automatisk budgetvirkning 12f, 66, 69, 257
avancestop 40, 110f, 175, 200

B-obligationer, Skibskreditfondens 52f
BAIC-udvalget 338f
Baker-planen 320
balanceproblemer, økonomiske 11ff, 19f, 36, 41ff, 63, 66f, 126, 174ff, 258ff
balancestruktur, finansielle institutioner 368ff
bank- og sparekasselov 157ff, 297ff, 373ff
banker, antal 357ff
bankiervirksomhed, betænkning om 341
bankkriser 293ff
banktilsyn, internationalt samarbejde om 318
Basel-Nyborg aftalen 326f
belgiske franc 181ff, 252, 255, 263, 323, 326
belåning, børsnoterede værdipapirer 28, 35ff, 43, 48, 54, 87f, 145, 148, 189
beskatning, kapitalafkast 238ff, 260
beskæftigelse, finansiel sektor 387ff
beskæftigelsesfrekvens 126
betalingsbalancen 12ff, 19f, 34, 40ff, 45f, 63, 71, 77, 114, 119, 124, 131f, 137, 171, 173, 175f, 179, 183, 193, 195, 258f, 261ff, 265, 274, 283, 285, 290
betalingsformidling 15, 312f, 377ff
betalingssædvaner i udenrigshandelen 114, 186, 265
bogførsel, bankernes gæld til Nationalbanken 30f
bolig- og byggepolitiske forlig 65f, 125, 127, 208
boligfonde, se tredjeprioritetsinstitutter
Brady-initiativet 320
brancheglidning 299f, 372ff
brancheglidningsudvalget 298f, 371, 375f
bruttoprincip, renteskat 240ff
budgetvirkning, automatisk 12f, 66, 69, 257
buketter, 1965 65
bunden opsparing 40, 127, 173
bygge- og anlægsaktivitet 19f, 22, 36, 39, 42, 56, 63, 71, 84, 117, 121, 125ff, 206, 208, 231ff, 242ff, 284, 383
byggelån 76, 83f, 89, 133, 296
bytteforhold i udenrigshandelen 171f
børsetiske regler 342ff
børsmæglere, se fondsbørsvekselerere

børsmæglerselskaber 342
børsudvalget, 1963 336
båndbredde, slangesamarbejdet 167f, 170, 253

C-obligationer, Skibskreditfondens 303
call-option 346
Cayman Islands filialer 271, 364f
certifikatprogrammer 277
checkclearing 357, 377f
checkindløsningsaftale 377
CIBOR 277
„crowding out" effekt 289

D-mark, opskrivninger mv. 59, 103ff, 113f, 117, 163ff, 169, 180ff, 252, 255, 262ff, 322ff
D-mark som reserve- og tilflugtsvaluta 59, 72, 101, 164, 180ff, 186, 247, 249f, 316, 328f
dag-til-dag markedet, se pengemarkedet
Dankortet 378f
Dansk pengepolitik under forvandling, rapport fra Det Økonomiske Råd 291ff
datterbanker i udlandet 363ff
decemberpakken, 1985 301
Delors-komiteen 331, 381
deponering af guld- og dollarreserver, EMS 254
deponering, udenlandske værdipapirer 269f
deponeringsordninger 63f, 71ff, 84, 87, 98ff, 112, 116, 133, 144, 187, 204
devaluering, kronen 60, 70, 83, 86, 102, 106ff, 124, 164, 175, 180ff, 195, 252, 255, 263ff, 274, 281, 326
devalueringspolitik 175f, 179ff, 182, 255
direkte investeringer, danske i udlandet og udenlandske i Danmark 45, 266ff
„disciplinudvalget" 286f
diskonto, Nationalbankens
  forhøjelser 34, 36, 42f, 70, 72, 77, 95, 112, 114, 116, 123f, 126f, 169, 191, 193ff, 205, 279
  nedsættelser 41, 71, 122, 124, 187, 193ff, 203, 278
  som instrument 14, 20, 26f, 53f, 63, 95ff, 142f, 200f, 205, 278f
diskonto, andre lande 34, 58f, 101
divergensindikator, EMS 253f
dollardevaluering, december 1971 og februar 1973 163ff
dollarens guldindløselighed 58, 163f
dollarforpligtelser 58, 101
dollarintervention 163, 165, 249ff, 318ff
dollarkurs 58f, 101ff, 120, 163ff, 180f, 183, 246f, 252, 316f, 319ff
drachme, græsk 264, 316, 323
drifts-, anlægs- og udlånsbudget mv., statens 120f, 124, 137, 172ff, 177, 187f, 257f, 262, 288ff
driftsresultat, finansielle institutioner 381ff
dyrtidsindbetalingslov 174, 350
dyrtidsregulering 14, 70, 72, 110ff, 127, 173ff, 179, 257, 350

ECU
  „andre indehavere" 324
  centralkurs 182, 254, 262, 264f
  clearing 380f
  definition 254, 323
  officielle 254, 324, 327
  private 323f
  rente 323f
EF-direktiver
  bankharmonisering, 2. 299
  egenkapital 299
  etablering 159
  forbrugerkredit 301
  insider-handel 344
  investeringsforeninger 355
  investeringsservice 342
  kapitalliberalisering 266ff
  kapitalliberalisering, 3. 269
  kapitalliberalisering, 4. 269f
  livsforsikring, 1. 348
  samordning, 1. 297, 302
  selskabers oplysning til Børsen 343
  selskabsdirektiv 348
  skadesforsikring, 1. 348
  skadesforsikring, 2. 366
  solvens 297, 299f
  stabilitet, vækst og fuld beskæftigelse 170
  tredjegeneration, forsikring 366
  årsregnskab 299
effektiv kronekurs 120, 176, 180, 183
Efterbørsen 336
egen likviditet, pengeinstitutters 144, 274
ejendomspriser 157, 218, 384ff
ejerpantebreve, stop for tinglysning af 175
eksportfinansiering 14, 28f, 135, 145, 302f, 306ff
eksportkreditudvalg, statens 306f

eksportpakken 261
engangsskat, ikke-lønmodtagere 110ff
enhedsprioritering 150, 152, 155, 210, 361
erhvervsbeskatning, lempelse af 262
escudos, portugisiske 323, 327
Eurocard 380
euroobligationer mv. 59, 163, 249
Europæisk Politisk Samarbejde (EPS) 331
europæisk regningsenhed (ERE) 168, 249, 254, 323
europæisk valutasamarbejde, se EMS og slangesamarbejdet
Europæiske Fælles Akt, Den 324f, 331
Europæiske Monetære System, Det (EMS)
  båndet 253, 262, 265, 323ff, 327f
  deponering, guld- og dollarreserver 254
  divergensindikator 253f
  dollarintervention 318ff
  etablering af 181, 252ff
  intramarginal intervention 266, 324, 327
  kreditfaciliteter 254, 326f
  krise, 1983 322f
  krise, 1992 327ff
  medlemskab 14, 316, 327f

factoring 160f
fastelavnsdevalueringen, 1982 182f
fastkurspolitik 13f, 120, 123, 176, 179ff, 184ff, 257, 260, 262ff, 291f
februarkrisen 1973, dollar 164f
filialer i udlandet, pengeinstitutters 159, 363ff
filialer, pengeinstitutters indenlandske 143, 358, 361, 387
finanseffekt 12f, 66, 69, 257
finansiel lovgivning 297ff
finansieringsbehov, statens 13, 186ff, 272f, 277, 288, 335
finansieringsreform 212, 225ff, 243, 257, 289
finansieringsselskaber 160ff, 286, 298
finanslån 48, 71, 126, 147, 209, 215, 222, 267f, 298, 364
finanspolitik 14, 21, 25, 35, 63ff, 69ff, 75, 77, 81, 83, 110, 113, 115f, 120, 123, 137, 172ff, 177, 193, 257f, 260, 275
Finanstilsynet, se institutionsregister
finske mark 164, 327f
folio, overtræk på 275, 279f
folkeafstemning EF, 1972 124
folkeafstemning EF-pakken, 1986 331
folkeafstemning Maastricht-traktaten, 1992 327f, 333f
folkepension 123, 261
folkepensionsbidrag 152, 352
Fondsbørsen
  bestyrelse 336f, 343f
  børsetiske regler 342ff
  finansielt center 367f
  handels-, informations- og afregningssystem 335ff
  lovgivning 277, 335f, 338, 341f, 344f
  notering 335f, 338
  prospekter, regler for 344
  sanktionsbestemmelser 343f
  tilsyn 336, 341, 344f
  udenlandske obligationsserier 367
  udlændinges adgang til 342
  udvalg om 336, 344
fondsbørsreform 15, 337f
fondsbørsvekselerere 116, 336f, 340ff
forbrug, privat 19, 34, 137, 258, 260
forbrugerkredit, branchefordeling 162
forbrugslån 35, 38, 64, 135, 138ff, 161f, 198, 214, 260, 282, 284, 286, 301
forhåndslån 76, 84, 88ff, 115, 152, 209f
formueafgift, se realrentebeskatning
formueeffekt 281
forsikringskommissionen, 1962 347
forsikringsselskaber
  aftaler, Nationalbanken 213ff
  antal 362f
  bundne midler 348
  holdingkonstruktioner 348f, 361, 372f, 376
  investeringer 212, 225ff, 234ff, 348f, 369ff
  lovgivning 237, 344, 347ff, 374ff
  risikospredningsregel 349
  tab 366, 386
  tilsyn 15, 348
  udenlandske aktiviteter 366f
  udlån 175, 212ff, 369f
Forward Rate Agreements (FRA) 277
Fourcade-planen 249
fradragssanering 238ff
franchiseordninger 376, 386
franske franc 72, 101, 103, 105f, 113f, 117, 169, 183, 250f, 254f, 262, 322f, 325f, 329
fremtidig realkreditlovgivning, redegørelse om 302
fritidshuse, salg til udlændinge 269

„funding" 383
futures 338, 345f

genbelåning i Nationalbanken
  byggelån 28
  eksportkreditter 28f, 135, 145, 302f, 306f
  erstatningsbeløb, landbruget 87f
  kornlån 28f, 87
  refinansieringsordning, almennyttigt boligbyggeri 89, 144
  skibspantebreve 28f, 52
  skovbrug 88
  solaveksler, diskontering af 89
  tørkelån 29
General Arrangements to Borrow (GAB) 58
genkøbsforretninger 276
genopretningspolitik, se stabiliseringspolitik
gensidig anerkendelse, princippet om 300
girooverførsler 380
godsedler 336, 341
grovvaregæld 222f
grovvaresikringsfonde 222
grundforbedringsobligationer 87
grænseoverskridende virksomhed 302
guld, internationale valutasystem 58, 103, 165f, 246
guldhandel 103f, 166
guldindløselighed, dollar 58, 163f
guldmarkedet i London 58, 103
guldpris, officiel 58, 103
guldpuljelandene 58, 102f
guldreserver, officielle 58, 102f, 165f
guldtranche, super 114, 116
gylden, hollandske 59, 163, 169, 181, 183, 252, 255, 323, 326
gæld til udlandet, Danmarks 12f, 19, 117, 121, 147, 177
gældsproblemer, internationale 319ff
gældssanering, landbruget 83, 217ff, 234, 301

Haag-deklarationen 166, 329
helhedsløsninger 33, 37ff, 127f, 182, 205, 349
henstillinger til pengeinstitutterne, Nationalbankens 14, 20, 35ff, 42, 54, 140, 284f
hjemlandskontrol, EF 300
hjemmemarkedsordning, skibsfinansiering 303, 305
hypotekforeninger 80, 150ff, 154, 335, 383
hæveautomater (Kontanten) 378

importafgift 59, 117, 122f, 137, 163
importdeponeringsordninger 88, 104, 117
indekserede ind- og udlån 237
indeksfinansiering
  almennyttigt boligbyggeri 125, 212, 229, 231f, 234f, 237f
  andet byggeri 212, 229, 231f, 234f, 238
  asymmetri 223, 234f
  frivillig ordning 231ff
  landbruget 217f, 223f, 229, 231, 234, 236, 238
  reallønsklausul 236
  skattemæssige forhold 231, 233ff, 238, 244, 369f
  skibe 305
indekskontrakter 38, 374
indeksobligationer
  afsætning 237f
  emissionskontrol 235
  kurspleje 230, 234, 236
  omløb 238
  placeringspligt 229, 232, 234ff
  rente 231, 234ff
  salg til udlandet 232ff, 237f
  statspapirer 232f
indenlandsk pengeskabelse, måltal for 287, 332
indkomstpolitik 20, 39, 66f, 110ff, 173ff, 179, 183, 193, 200, 202, 205, 273, 350
indkomstskatteudvalg, 1975 238f
indlånsbeviser, Nationalbankens 23, 28f, 90, 144, 148, 189, 272ff, 277f
indlånsovervågningssystem 285ff
indlånsrente 41, 53, 71, 142f, 147, 195, 203f
indlånsrente, højeste 95ff, 116, 142, 202
indlånsrenteaftaler 41, 54, 64, 71, 77, 95ff, 134, 141ff, 195, 199ff, 203f
indlånsstruktur 358, 370f
indre marked 324, 331
indre marked, tjenesteydelser 297, 363, 366
indskudsrammer, Nationalbankens 194, 272
indskydergarantifond 159, 293f, 296ff
indtjening, finansielle institutter 381ff
inflationsudvalget 66f
insider-viden 343ff
interbankmarked, se pengemarkedet
internationalisering, finanssektoren 363ff
intervention
  dollar 163, 165, 249ff, 318ff
  intramarginal, slangen og EMS 167f, 170, 251, 266, 324, 327
  kronen 184ff, 193, 195, 255, 262ff, 274

interventionsgrænser i forhold til
dollar 163f, 167, 169
intradekreditter 28, 87
investeringer 12, 19, 34, 42, 79, 218, 258, 260, 290, 387f
investeringsbank, forslag om 128
investeringsforeninger
aktier 370
antal 356
beviser 340, 355f
lovgivning 355
placeringsforskrifter 354
tilsyn 356
udvalg om 355
islandske kroner 102, 164

jordbanklån 224
jordlove 40, 69
jordskredsvalget 126
julepakken, december 1985 260
juniforliget, 1962 33, 38f
Jürgensen-rapporten 318f

K-lån 174, 209, 215ff, 222ff, 226, 230, 309
kapitalbevægelser, liberalisering af 14, 32f, 47f, 147, 235, 237, 266ff, 287, 291, 324, 330f, 337, 357, 365, 373
kapitalformidlingsselskaber 228, 348
kapitalimport
kommuner etc. 42, 44ff, 92ff, 126
privat 46, 71, 121, 123, 126, 147, 181, 193ff, 221, 226, 237, 264, 272, 274, 279, 281ff, 285f
staten 45, 121, 123, 194
Kapitalmarkedsråd 123, 128ff
kapitalmarkedsstatistik 128, 161f
kapitalmarkedsstyrelse, forslag om 128, 131
kapitalpension 351, 361, 371, 374
kapitalpensionskonti 229, 234, 236, 361, 371
kapitalstyring 128ff, 139, 199
kartoffelkuren 260, 275, 287, 301, 383
kassebindingsregler, 1975 188f
kasseoverskud, det forsvundne 124
kasseoverskud, statens 12f, 21ff, 26, 34, 36, 38f, 41, 117, 120f, 124
kassereservebestemmelser 31ff, 48, 72ff, 135, 139, 141, 159
kildeskat 63, 69, 121
kommunalreformen 94f, 150
kommuner
låntagning 14, 63, 84f, 92ff, 115, 126, 151, 153
obligationsudstedelse 93
udenlandsk låntagning 42, 44ff, 92ff, 126
udgifts- og skattepolitik 42, 45, 117, 151, 175, 262
koncentrationstendens, finansielle system 277, 357, 360ff
koncerteret flydning 249
konkurrenceevne 13, 39, 46, 176, 179, 183, 204, 257
konsortialbanker 364f
kontantdepotordning 316
Kontanten 378
kontantlån mv. 50, 208, 211, 301
konti i udlandet, indberetningspligt 269f
konvergensbeslutning, EF 170, 332
konvertering, obligationer 50
„konvoj-strategi" 248
korrespondentbanksystemet 357, 363
kortfristet bistandssystem, EF-centralbanker 167f
kreditaftaler, lov om 301
kreditbevisordning, Nationalbankens 29, 307
kreditfaciliteter, EMS 254, 326f
kreditfaciliteter, slangen 167f, 249f
kreditforeninger 79f, 150ff, 154f, 221, 335, 383
kreditformidlingsloven 132, 134ff, 140f, 202, 204, 213
kreditinstitutter, lovgivning om visse 297, 341
kreditkøbsloven 301
kreditværdighed, Danmarks 177, 233, 235
kroneobligationer 147, 186, 194, 265, 267, 281, 285, 289f, 367
kulegravningsbanden 123
kuponskat 125
kursregulering af værdipapirer, pengeinstitutters 382
kurssikring, dollarbeholdninger 165
kurtage, fondsbørsvekselereres 341
købekort 378ff
kødannelse, realkreditlån 80f, 83, 86, 207ff

landbrugets finansieringsproblemer 217ff
landkreditforeningerne 80
„leads and lags" 186, 265
leasing 160f
„lender of last resort" 375
likviditetspolitik, Nationalbankens 20, 23f, 28, 42f, 45, 87ff, 123, 143ff, 186ff, 270, 272ff

likviditetsudvalg, fælles 144
likviditetsvirkning, statsfinansernes 21ff, 28, 31, 34, 64ff, 146, 186ff, 194, 196f
lire, italienske 164, 168f, 254f, 323, 325ff
lokalbanker 358ff
lukket kredsløb 212, 232, 235f
løbetider, realkreditlån 47, 83ff, 115, 132, 150ff, 260, 301f
lønmodtagerkonti 312, 370, 377
lånegrænser, realkreditinstitutters 47, 57, 84f, 115, 132, 151, 153, 208, 210f, 301f, 384
lånerammer, Nationalbankens 43, 189ff, 195, 272, 278f

Maastricht-traktaten 327f, 333f
majkrisen, 1969 113
maksimalrenter, rentemarginalloven 202f
margenindbetalinger, futures og optioner 345
market-making 338
martskrisen 1973, dollar 165
martspakken, 1982 177
martspakken, 1985 301
mellemfristede bistandssystem, EF 167
merværdiafgiftsudvalget 64f
mims 173
mindsterenteregel, obligationer 301
minimumskrav, soliditetsregler 297, 300
mix-lån 215, 301
moms, indførelse af 69
møntenhed, fælles europæisk 167, 333
møntloven 312
møntomløb 312f
møntproduktion 312f
møntrækken 312
målzone-system, valutakurser 250f

Nationalbanken
- afgrænsning af arbejdsområde 21ff, 128f
- aktietegning 150
- bestyrelse 26f
- bygninger 313ff
- direktion 11, 127, 229
- filialer 15, 313ff
- lovgivning mv. 23f, 26f, 129f, 145, 229, 292, 310, 333, 380
- organisation og personale 15
- private kundeforhold 91f
- repræsentantskab 26f
- samarbejde med regeringen 11f, 20ff, 26ff, 129f, 137f, 227f, 230
- selvstændighed 13, 23, 26f, 129ff, 137ff, 227f, 292
- særlige engagementer 149f

negativ indkomstskat, landbruget 223f
nettoprincip, renteskat 240ff
normalhusreglen 209f
norske kroner 109, 164, 169, 181, 252, 327
notering af valutakurser, Nationalbanken 268, 271f

objektive indikatorer 245
obligationer
- blåstemplede 301
- grønne 218, 221, 223
- sortstemplede 301

obligationsaftaler, 1975 156f, 205ff, 213, 383
obligationskøb og -salg
- institutionelle investorer 57, 187, 228ff, 354ff, 368ff
- Nationalbanken 21ff, 28, 31, 56f, 64, 72, 81, 83, 90f, 114, 116, 144, 147, 196f, 206, 236, 274f
- pengeinstitutter 124, 144, 147, 191f, 283ff
- postgiroen 23f
- staten 21ff, 186ff, 190, 272f, 284, 288f, 335
- udlændinge 147, 194, 265ff, 281, 367

obligationsmarkedets forhold, udvalget vedrørende 85, 150ff
obligationsmarkedets størrelse 238, 335, 367f
obligationsrationeringen, 1965 63f, 71, 78ff, 100, 112, 151, 153
obligationsrente 22, 35, 54ff, 78f, 84, 86, 95, 98, 114, 116, 124, 127, 148, 179, 187, 190, 195f, 206f, 237f, 244f, 257, 262, 277, 280f, 290
oliekriser 13, 119, 167, 171, 307, 321
omkostninger, den finansielle sektors 387ff
omnibusundersøgelse 162
omprioriteringslån, landbruget 236
omsætningsafgift (oms) 37f, 65
„operation twist" 190
oplysningspligt, pengeinstitutters over for kunder 301
oplysningspligt til Fondsbørsen, selskabers 336, 342ff
opsigelsesindskud 358, 370

opsparing
bunden 40, 127, 173
gennem institutioner 152, 352, 367ff, 374
personlig 139, 152, 231, 258, 260, 352
opsparingskvote 242, 258, 281
optioner 338, 345f
overbelåningssager 156, 385f
overenskomster, arbejdsmarkedets 26, 36, 40, 67, 69ff, 72, 174, 200, 257, 259f, 262, 265, 279, 285
overrenteordning 43, 88, 144

pantebrevsmarked, privat 81, 87, 161f, 212ff
papirløst obligationssystem, udvalget om 339
parallelmarkeder 198
pariværdier – stabile, men justerbare 245f
penge- og kapitalformidlende institutioner og virksomheder, forslag til folketingsbeslutning om 374ff
penge- og kreditpolitik
ansvar for 21ff, 129f, 137ff, 201, 288ff
debat om 287ff
direkte regulering, påbegyndelse af 15, 63
effektivitet 37, 48, 53ff, 72, 77ff, 87, 124, 133, 139f, 144, 199, 201, 236, 266, 284, 289, 291, 298, 375
individuel behandling 42, 97, 99f, 284
information om 289, 292
markedsorienteret 15, 72, 116, 121, 191ff, 278f, 285, 289, 291, 375
mål 12ff, 20, 72, 91, 121, 287ff
redegørelse om 291ff
selektiv 132, 135, 137ff, 219
vilkår for 11ff, 56f, 66, 97, 238ff, 260, 375
pengeinstitutter
afskrivninger og hensættelser 283, 381ff
aftaleindskud 143, 195, 200ff, 272, 284f, 370, 373
aftaler, Nationalbanken 71ff, 131ff, 137ff, 159
aktiebesiddelse 299f
aktiekapital 159, 298ff
anfordringsindskud 358, 370
ansvarlig indskudskapital 159, 276, 299f
antal 357ff
byggelån 76, 83f, 89, 133, 296
datterselskaber 161, 286, 298, 300, 374
driftsresultat 381ff, 388f
egenkapital 147, 158f, 202, 298ff
engagementsgrænser 293, 298
etableringer i udlandet 159, 363ff
filialer, indenlandske 143, 358, 361, 387
forbrugslån 35, 38, 64, 135, 138ff, 161f, 198, 260, 282, 284, 286, 301
fusioner og ophør 160, 277, 358ff, 383
indlånsrente 41, 53, 71, 142f, 147, 195, 203f
indlånsrente, højeste 95ff, 116, 142, 202
indlånsstruktur 358, 370f
indtjening 100f, 141, 200, 202, 205, 365, 381ff
kernekapital 300
koncernforhold 160, 298
konsortialbanker 364f
likviditet 41f, 45, 54ff, 72, 74, 76, 84, 87ff, 121, 133, 144f, 147, 196, 201, 203, 272ff, 275
lovgivning 157ff, 297ff, 373ff
opsigelsesindskud 358, 370
repræsentationskontorer i udlandet 364f
soliditet 158f, 201, 275, 293, 297, 300, 383
strukturforhold 357ff
størrelsesforhold 361
supplerende kapital 300
tilsyn 15, 30, 41, 96ff, 141f, 160, 199f, 204, 293f, 296, 299, 336
udlån 41f, 54f, 64, 72f, 75ff, 92, 115, 121, 124f, 133, 147, 162, 192, 197ff, 279, 281ff, 287, 358, 365, 370
udlånsrente 53, 142f, 195f, 198, 203f, 280
udlånsstruktur 132
pengemarkedet 144, 191, 193ff, 203, 274f, 277ff, 285, 360
pengemarkedsrente 185, 193ff, 264, 275, 285
pengemængden 147, 186f, 191f, 272, 283, 287, 380
pengepolitisk kommission 288ff
pensionskasser
aftaler, Nationalbanken 213ff
antal 362
investeringer 212, 225ff, 234ff, 348f, 369ff
lovgivning 237, 344, 347ff
tilsyn 15, 348
tværgående 348
udlån 175, 212ff, 369f

pensionsopsparing 234, 368, 370f
personaleforbrug, finansielle sektor 388
perspektivplanlægning 67, 127, 130
pesetas, spanske 102, 323, 327ff
placeringsregler 129, 225ff, 234ff
postgirooverførsler 377, 380
pris- og avancelov 201, 203, 205
pris- og avancestop 40, 110f, 175, 200
prisstigninger, olie 119, 126, 148, 165f, 170f, 175, 183, 194, 245, 247f, 280, 330
produktudvikling, finansiel 372
prospekter, regler for 344
præmieobligationer 38, 340
præmieringsordning, opsparing 70
puljeordninger 370f, 382
pund, engelske 58ff, 101ff, 106ff, 113f, 120, 123, 164, 168, 180, 262, 264, 316f, 327f
pund, irske 168f, 182, 254f, 323, 326
put-option 346
påskepakken, marts 1986 260, 269, 285, 298
påskeægget, april 1980 225f

Rabo-ordning 298
realindkomst 176, 233
realkreditinstitutter
- afskrivninger og hensættelser 284, 385f
- aftaler, Nationalbanken 63f, 71, 78ff, 100, 112, 151, 153, 156f, 205ff, 383
- antal 153ff, 361f
- balanceprincippet 302
- egenkapitalgrundlag 302, 385
- ejerskiftestatistik 156
- eneret på udstedelse af realkreditobligationer 302
- enhedsprioritering 150, 152, 155, 210, 361
- indtjening 383ff
- lovgivning 85, 132, 150ff, 208ff, 221, 237, 297ff, 301f, 367
- organisationsform 302
- reformarbejde 150ff, 301f
- selvjustits 156f, 206, 209, 383
- solvenskrav 385
- tilsyn 16, 155ff, 208, 210, 284, 385
- tolagsordning 152, 210
- udenlandske aktiviteter 366f, 386
- udlånsomfang 56f, 124f, 155, 205ff, 283, 372f
- vurdering og låneudmåling 155ff, 206, 211
- vurderingsorgan, fælles 152

realkreditkommissionen 85, 150ff
realkreditlån, ejendomskategorier etc.
- ejerskifte 153, 210ff, 284, 301, 372
- fritidshuse 83, 153, 210, 301
- industriejendomme 80, 86, 153f, 208f, 210f, 301, 372
- kommunale ejendomme 63, 80, 83ff, 92ff, 151, 153
- kontor- og forretningsejendomme 154, 211, 301
- landbrugsejendomme 50f, 80, 86, 153, 209ff, 215ff, 301
- nyt boligbyggeri 48ff, 79f, 86, 153, 208ff, 301, 372
- om- og tilbygning mv. 153, 208, 211, 284, 301

realkreditlån, type og vilkår
- almindelig realkredit 151, 153f, 208
- effektiv belåningsgrad 211
- forhåndslån 76, 84, 88ff, 115, 152, 209f
- formålsbestemt 150ff
- indeksvilkår, se indeksfinansiering
- kontantlån mv. 50, 208, 211, 301
- løbetider 47, 83ff, 115, 132, 150ff, 260, 301f
- lånegrænser 47, 57, 84f, 115, 132, 151, 153, 208, 210f, 301f, 384
- mix-lån 301
- rentetilpasningslån 210f
- særlig realkredit 151, 153f, 361
- tillægslån 80, 83, 86, 208ff

realkreditobligationer, udstedelse af 56f, 78ff, 86, 155, 205ff, 212, 301f, 335
realkreditreformen 150ff
realkreditvilkår, lån på 260
reallånefonde, se tredjeprioritetsinstitutter
realrente 13, 179, 184, 231, 235, 280, 290
realrentebeskatning 230, 234, 243ff, 257, 289, 369
„recycling" 106, 166, 247, 321
rediskontering af veksler 28, 30, 43, 88
referenceværdier for offentlig gæld, EF 354
refinansiering, landbruget, se gældssanering
refinansieringsordning, almennyttigt boligbyggeri 89, 144
regeringer, antal og sammensætning 11
regionalbanker 358ff
registrerede betalinger til og fra udlandet 363f
regningsenhed, europæisk (ERE) 168, 249, 254, 323
renteafgift, forbrugslån 260, 301
rentebeskatning 238ff

rentedage, mindste antal 28, 88f, 190
rentefradrag 199, 238ff, 260, 301, 383ff
rentehenstand, landbruget 223
rentehenstandslån 233
rentemarginal
Eksportfinansieringsfonden 309
pengeinstitutter 41, 96, 101, 141ff, 200ff, 375ff, 381f, 389
realkreditinstitutter 384ff
Skibskreditfonden 304f
rentemarginallov 195, 200ff
renterisiko, pengeinstitutter 147
rentesikringsordning, socialt byggeri 65
renteskatteudvalg, 1980 242ff
rentespænd, bankrente – obligationsrente 95, 196, 204ff, 280
rentespænd over for udlandet 113f, 123, 125, 179, 183f, 263, 265f, 279f, 289f
rentetilpasningslån 210f
rentetilskud, landbruget 219f, 224
renteudligningsskat, amerikansk 59, 101, 165
renteudvikling 13, 22, 31, 37, 44, 95ff, 179, 183, 195f, 202, 257, 264f, 278, 281, 284, 287
repræsentation i pengeinstitutter, ansattes og offentlig 160
ressourceforbrug, finansielle sektor 387f
Rom-traktaten 325, 330
Roosa-bonds 59

samarbejdsaftaler, finansielle institutioners 372
samspilsramt byggeri 301
schweizerfranc 250
SDR, Special Drawing Rights 104f, 245ff, 309
seddel- og møntomløb 312f
seddelmonopol, Nationalbankens 310, 380
seddelserie 1952 og 1972 310f
sedler og mønt 15, 310ff
selektiv kreditpolitik 132, 135, 137ff, 219
septemberforliget, 1975 173
sikkerhedsstillelse ved låntagning i Nationalbanken 145, 189, 275f
sikringskonti, byggelån 76, 89
skatkammerbeviser 23, 277
skatte- og afgiftsudvalg, Folketingets 241
skatte- og udgiftsreform, 1974 127f
skattefri kursgevinster 242
skatteleasing 161
skattereformer 38, 63, 69, 121, 127f, 243, 260, 275, 287, 356, 385
skibsfinansiering 28f, 51ff, 302ff
slangesamarbejdet 14, 120, 165ff, 179ff, 246, 249ff, 330
Smithsonian-aftalen 122, 164, 167, 318
sneboldeffekt 289
solaveksler, diskontering af 89
sparekasselovgivning, 1974 157ff, 297ff, 373f
sparekasser, antal 357ff
sparekasser, nødlidende 159, 296
sparepræmie 77, 98
specialinstitutter 160f, 286, 298
stabiliseringspolitik 20, 39, 63, 179, 185, 194, 257ff
statens eksportkreditudvalg 306f
statens finansieringsbehov 13, 186ff, 272f, 277, 288, 335
statens løbende konto i Nationalbanken 24, 28, 188
statens reguleringskonto i Nationalbanken 24
statsbankerotdiskussionen 177, 290
statsgæld 24, 26, 38, 177, 179
statsgældsbeviser 190
statsobligationer 186ff, 190, 194, 267f, 272f, 284, 288f, 335, 337
sterling og kronen 60f, 106ff
sterlingdevaluering, november 1967 102, 106ff
sterlingforpligtelser 58, 102
store bededags-forliget 127
structure d'accueil 249
strukturforhold, finansielle system 357ff
styregruppe, fondsbørsreformen 337f, 345
subsidiaritetsprincip 29, 333
subsidier, boligbyggeri mv. 125f, 130, 231ff, 243ff
subsidier, landbrug 29f, 130, 217ff
subsidier, værftsindustri 52f, 130, 303ff
substitutionskonto, IMF 246
supplerende kapital 300
svenske kroner 109, 164, 181, 184ff, 195, 252, 327f
swap-aftale, nordiske centralbanker 104
swap-aftaler, Federal Reserve Bank of New York 58, 104, 114f
S.W.I.F.T.-systemet 380
symmetri, tilpasningsprocessen 250, 253f
sælger- og lånepantebreve 161f, 213
særlig realkredit 151, 153f, 361

terminshandel, valuta 60, 111, 113, 117, 186, 265, 271
tillægslån 80, 83, 86, 208ff

tillægspension 152, 349, 351ff
tillægspensionsudvalget af 1963 349
tillægspensionsudvalget af 1964 351
tinglysningslov 175, 235
tinglysningsstatistik 81, 162
tolagsprioritering 152, 210
topmøder 20f, 24
trancheinddeling, lånerammer 272, 278
tredjeprioritetsinstitutter 48ff, 80, 150, 152, 154f, 361f, 383
trekantforliget, 1966 65f, 81
trepartsforhandlinger 261
tunnelen 168f
turnusordning, Nationalbankens 341
tvangsauktioner, kundgjorte 385f

udbyttebegrænsning 40, 200
udenlandske pengeinstitutter i Danmark 159, 365f
udenlandske værdipapirer, beholdninger af 369f
udlandsgæld, Danmarks 12f, 19, 117, 121, 147, 177
udlandslån, privatpersoners 270
udlån, pengeinstitutters 41f, 54f, 64, 72f, 75ff, 92, 115, 121, 124f, 133, 147, 162, 192, 197ff, 279, 281ff, 287, 358, 365, 370
udlånsloftet
  afvikling af 134, 198f
  baggrund 78
  deponeringer 135f
  effektivitet 121, 127, 133f, 136, 197ff, 383
  forbrugslån 135, 198
  generelt 132ff, 197ff
  individuelle loftsforhøjelser 132f, 219ff
  udnyttelsesgrad 136, 197ff
udlånsrammer 222, 281ff, 286
udlånsrente, pengeinstitutters 53, 142f, 195f, 198, 203ff, 280
udlånsrenteaftale 204f
udlånsstruktur 132
udsvingsgrænser i forhold til dollar 164, 167, 169

Valutafonden, se institutionsregister
valutagruppen 180
valutakonvertibilitet, kronen 104
valutakreditter, internationale 102ff
valutakursnotering, Nationalbankens 268, 271f
valutakurspolitik 13f, 59ff, 106ff, 116f, 120, 123, 175f, 179ff, 184ff, 202ff, 255, 257, 260, 262ff, 291f
valutalovgivning 266ff
valutamarked 13f, 25, 34, 60, 72, 100, 105, 111, 113, 115, 117, 122ff, 127, 163f, 168f, 181, 185, 193, 195, 260, 262ff, 271, 274, 360
valutamarked, parallelt 125
valutapolitikken, ansvar for 266
valutareform mv. 245ff
valutareserver, Nationalbankens 19f, 114ff, 258
valutarestriktioner 44ff, 116f, 194, 266ff, 287, 291, 298, 363, 373
valutaslangen, se slangesamarbejdet
valutastilling, pengeinstitutters 78, 265, 270f, 364
valutaterminshandel 60, 105, 111, 113, 115, 117, 163, 265, 271
valutaudvalg, Centralbankchef-komiteens 326
variabelt forrentede lån 233
variabelt forrentede statspapirer 277
vekseldiskontering for private 91
vekselerere, se fondsbørsvekselerere
verdensøkonomiske topmøder 248
VISA/Dankort 380
VK-planen 35
vægtede aktiver, pengeinstitutters 300
vægtfordeling i finans- og penge-politikken 63ff, 83, 129
værftspakken, 1986 305

Werner-planen 167, 329

yen 164, 247, 316f

© *Fotos:*

Juncker-Jensen:	Svend Nielsen
Per Kjelstrup:	Frede Sunesen
Elfelt Royal:	S. Hartogsohn Svend Andersen J. A. Kørbing J. C. Thygesen Jørgen Christoffersen
Rigmor Mydtskov:	Erik Hoffmeyer Ole Thomasen P. Nørregaard Rasmussen M. Folmer Andersen Hans E. Zeuthen
Atelier Elzi: (Nu Puk Fotografi)	Richard Mikkelsen
Portræt Galleriet:	Bodil Nyboe Andersen
Grethe Lissner:	Hans Jensen Ebbe Groes Gl. hovedbygning
Skott Reklame-Fotografi:	Odense Filial
Gunni Busck:	Århus Filial
Danmarks Nationalbank:	Seddelserie 1952 Seddelserie 1972 Mønter omkring 1960 Ny møntrække Ny hovedbygning Ny hovedbygning (interiør) Gl. hovedbygning (interiør)

© *Tegninger:*

Bo Bojesen:	Side 68, 176, 178, 261 og 368
Storm P.-Museet:	Side 311