

11/10/1976

Redegørelse fra arbejdsgruppen vedr. etablering af et marked for kortfristede værdipapirer



Betænkning nr. 763
København 1976

ISBN 87-503-1925-6

Statens trykningskontor
øk 00-3-bet.

Indholdsfortegnelse.

	<u>Side</u>
Indledning	5
Kapitel I. <u>Sammenfatning og konklusioner</u>	8
Kapitel II. <u>Den pengepolitiske baggrund</u> <u>for etablering af et marked</u> <u>for korte fordringer</u>	21
Et pengemarked set i lyset af de eksisterende penge- politiske instrumenter	22
Salg af statspapirer som pengepolitisk instrument	26
Direkte mål for operationer på et marked for korte fordringer	28
Et pengemarkeds rolle som finansieringskilde for den private sektor	29
En vurdering af operationer på et marked for korte fordringer i relation til andre pengepolitiske instru- menter	31
Konkluderende bemærkninger	38

Kapitel III.	<u>Likviditetsudviklingen og den private sektors behov for finansielle aktiver.</u>	41
	Likviditetsbegrebet.	41
	Tilvejebringelse af primær likviditet.	44
	Tilvejebringelse af borgernes samlede kasse.	46
	Likviditetsudvikling og efterspørgsel efter værdipapirer.	47
Kapitel IV.	<u>Et pengemarked vurderet i relation til statsfinansernes og valutabalancens likviditets- virkning.</u>	54
	Renteeffekten af likviditets- begrænsning.	58
	Spørgsmålet om likviditets- begrænsning over et åbent eller et lukket marked.	59
	Refinansiering og rentetilpasning.	63
	Konkluderende bemærkninger.	66
	<u>Bilag:</u>	
Bilag 1.	<u>Likviditetsudjævning i den finansielle sektor.</u>	71
	<u>Underbilag 1.</u> Det danske interbankmarked ...	76
	<u>Underbilag 2.</u> Aftalekontomarkedet.	115
	<u>Underbilag 3.</u> Markedet for korte værdi- papirer.	118
Bilag 2.	<u>Rentesamhørighed på det danske kreditmarked.</u>	120
Bilag 3.	<u>Erfaringer fra andre lande.</u>	129

Indledning.

Under drøftelserne forud for vedtagelsen den 20. juni 1975 af lovforslaget om optagelse af et statslån på 6 mia. kr. blev der fremsat ønske om, at man med sigte på at skabe større fleksibilitet i penge- og rentepolitikken overvejede at etablere et marked for kortfristede pengefordringer.

I denne anledning besluttede regeringen efter forhandling med Danmarks Nationalbank at nedsætte en arbejdsgruppe med den opgave at undersøge fordele og ulemper ved at etablere et pengemarked, d.v.s. et marked baseret på omsætning af fordringer med en løbetid på mellem 3 måneder og 2 år.

Arbejdsgruppen blev anmodet om at undersøge behovet for indførelsen af et kort pengemarked - set i lyset af erfaringerne fra andre lande - og navnlig, hvilke grupper af låntagere og kreditgivere der kan forventes at være interesseret i at anvende kortfristede pengefordringer.

Arbejdsgruppen anmodedes endvidere om at foretage en analyse af de fordele og ulemper, der ud fra et pengepolitisk synspunkt er knyttet til et sådant system, herunder spørgsmålet om, hvorvidt indførelsen af et kort pengemarked kan påvirke renterelationerne mellem korte og langfristede placeringer.

I fortsættelse af økonomiministeriets skrivelse af 8. august 1975 udpegedes følgende til medlemmer af arbejdsgruppen:

Økonomisk konsulent Lars Eskesen	udpeget af Danmarks Sparekasseforening
Underdirektør Egon Jensen	udpeget af Den Danske Bankforening
Sekretær Jesper Jespersen	Det økonomiske Råds sekretariat

Kontorchef Viggo Lohse (formand)	Økonomiministeriet, Det økonomiske Sekretariat
Prokurist Kirsten Mordhorst (sekretær)	Danmarks Nationalbank
Kontorchef Erik Niepoort	Danmarks Nationalbank
Fuldmægtig Hedeman Olsen	Handelsministeriet
Fuldmægtig K. Brandt Petersen	Tilsynet med banker og sparekasser
Konsulent, dr. polit. H. Uldall-Hansen	Finansministeriet, Budgetdepartementet
Fuldmægtig Øle Zacchi (sekretær)	Økonomiministeriet, Det økonomiske Sekretariat

Endvidere har konsulent i Danmarks Nationalbank N. Blomgren-Hansen, Ph.D., deltaget i arbejdsgruppens drøftelser af erfaringerne med pengemarkeder i andre lande, ligesom han har udarbejdet den som bilag 3 optagne redegørelse herom.

Arbejdsgruppen har afholdt 33 møder og afsluttede sit arbejde den 18. februar 1976.

Resultatet af arbejdsgruppens overvejelser fremlægges hermed.

Anvendte begreber.

De problemstillinger, som er behandlet i redegørelsen, har gjort det nødvendigt at forklare en række betegnelser, som ikke kan forventes at være almindelig kendt.

Nedenfor følger en oversigt over de vigtigste af de anvendte begreber med en forklarende tekst, der gengiver det væsentlige indhold af disse:

Primær likviditet	Cirkulerende sedler og mønt, indskud på postgiro og indskud på folio i nationalbanken samt pengeinstitutternes nettotilgodehavender i udenlandske pengeinstitutter m.v. Betegnes også primære betalingsmidler.
Udvidet primær likviditet:	Primær likviditet plus pengeinstitutternes uudnyttede lånemuligheder i nationalbanken.
Pengeinstitutternes kasse:	Pengeinstitutternes beholdninger af primær likviditet.
1)	Danmarks Statistik anvender betegnelsen primær pengeforsyning.

Pengeinstitutter- nes samlede kasse:	Pengeinstitutternes kasse plus deres uudnyttede lånemuligheder i national- banken
Pengemængden = borgernes kasse ²⁾ .	Borgernes, d.v.s. husholdningernes, kommunernes og virksomhedernes (bort- set fra pengeinstitutterne) andel af den primære likviditet plus deres an- fordrings- og opsigelsesindskud i pengeinstitutterne.
Borgernes samlede kasse:	Pengemængden (borgernes kasse) plus borgernes uudnyttede lånetilsagn i pengeinstitutterne (den del af de bevilgede kreditter, der ikke er ud- nyttet).
Pengemarked:	Marked for omsætning af værdipapirer med kort løbetid. I nærværende re- degørelse opereres med værdipapirer med en oprindelig løbetid fra 3 må- neder til 2 år.
Åbent pengemarked:	Pengemarked, hvor deltagerkredsen foruden pengeinstitutterne, natio- nalbanken og/eller staten også om- fatter borgerne (virksomhederne, hus- holdningerne og kommunerne). Nationalbanken og/eller staten kan via dette marked ved køb tilføre den private sektor (d.v.s. såvel penge- institutterne som borgerne) primær likviditet og ved salg inddrage pri- mær likviditet fra den private sek- tor.
Lukket pengemarked:	Pengemarked, hvor deltagerkredsen er begrænset til pengeinstitutterne, na- tionalbanken og/eller staten. Nationalbanken og/eller staten kan via dette marked ved køb tilføre pen- geinstitutterne primær likviditet og ved salg inddrage primær likviditet fra pengeinstitutterne.
Interbankmarked:	Marked for omsætning af korte (bog)- fordringer mellem pengeinstitutterne som de eneste markedsdeltagere. Her i landet udgøres den overvejende del af omsætningen på dette marked af fordringer med en løbetid på én dag. Markedet kan omfordele og udligne pengeinstitutternes beholdninger af primære betalingsmidler, men ikke skabe primær likviditet,
2)	Danmarks Statistik anvender betegnelsen sekundær penge- forsyning.

Kapitel I.

Sammenfatning og konklusioner.

i. Pengepolitikkenes hovedopgave er at styre likviditets- og renteforholdene i overensstemmelse med en overordnet målsætning for den økonomiske politik. Således har det været et væsentligt mål for pengepolitikken herhjemme siden den anden verdenskrig at tilpasse rente- og likviditetsforholdene i harmoni dels med nødvendigheden af at inddække det valutariske finansieringsbehov, dels med den økonomisk-politiske målsætning for investeringernes omfang og for aktivitetsudviklingen i øvrigt.

Disse forskellige pengepolitiske målsætninger har langt fra altid kunnet forenes i efterkrigstiden. I adskillige tilfælde har hensynet til valutabalancen og finansieringen af underskuddet på betalingsbalancens løbende poster gjort det nødvendigt at holde det indenlandske renteniveau højere, end hensynet til investering, produktion og beskæftigelse egentlig skulle tilsige.

Frem til slutningen af 1974 fandt der en opsugning af likviditet sted via statsfinanserne. I 1975 ændredes dette forhold med voldsom styrke. For finansåret 1975/76 ventes det, at staten får et underskud på 14 mia. kr. på ind- og udbetalingerne fra/til den private sektor. For det kommende finansår er underskuddet anslået til omkring 16 mia. kr., jfr. forslag til finanslov.

Udviklingen i det statsfinansielle underskud på lidt længere sigt er vanskelig at vurdere. Det skyldes, at statens indtægter og udgifter er afhængige dels af, hvornår og med hvilken styrke et konjunkturuomslag slår igennem, dels af de økonomisk-politiske beslutninger. Hertil kommer, at spørgsmålet om overskud/underskud på statsfinanserne vil være stærkt påvirket af udviklingstendenserne i den private sektors opsparings-/ investeringsbalance.

Det kan imidlertid ikke udelukkes, at pengepolitikken i endnu en periode fremover skal virke i en situation, hvor statsfinanserne stimulerer likviditeten i den private del af samfundet o

Det er den ændrede pengepolitiske problemstilling, der er den umiddelbare anledning til overvejelserne om at supplere de eksisterende pengepolitiske instrumenter med et pengemarked, dvs. et marked for omsætning af korte værdipapirer. Når andet ikke fremgår af teksten, forstås der herved et såkaldt åbent pengemarked - dvs. et marked, som ikke alene nationalbanken, staten og pengeinstitutterne, men også borgerne har adgang til.

Arbejdsgruppen har med udgangspunkt i den generelle pengepolitiske problemstilling sammenholdt med de hidtil anvendte pengepolitiske instrumenter vurderet pengemarkedet i nær tilknytning til den aktuelle økonomisk-politiske situation. Den mere generelle pengepolitiske vurdering og analyse af et pengemarked er således kun gennemført i store træk.

2. Ved en analyse af pengepolitikken er det normalt to spørgsmål, der står i forgrunden, nemlig hvorledes man gennem anvendelse af pengepolitiske instrumenter påvirker rente- og likviditetsforholdene med henblik på dels det valutariske finansieringsbehov, dels den indenlandske aktivitet - altså i første række virksomhedernes og husholdningernes investerings- og forbrugsdispositioner.

Arbejdsgruppen har betragtet det som sin hovedopgave at undersøge, hvorledes et marked for korte værdipapirer må ventes at påvirke styringen af rente- og likviditetsforholdene, herunder ikke mindst disses indflydelse på dækningen af det valutariske finansieringsbehov. Dette forhold er så betydningsfuldt, at vurderingen af pengemarkedets indflydelse herpå vil være et gennemgående træk i redegørelsen.

Med denne afgrænsning af arbejdsgruppens analyse har det ikke været muligt at komme ind på en detaljeret vurdering af pengemarkedets indflydelse på de størrelser, man ønsker at påvirke i den økonomiske politik i almindelighed, dvs. aktivitet, indkomster og prisudviklingen. Det må her tages i betragtning, at et eventuelt pengemarked set i relation til påvirkning af aktivitetsniveauet kun er ét af mange politisk-økonomiske virkemidler. Den betydning og vægt, markedet kan få som pengepolitisk instrument, må derfor ses i lyset af den økonomiske politik i almindelighed.

3. Pengemarkedspapirer kan nærmere afgrænses ved den funktion, man tillægger dem i pengepolitikken. Der er tale om et værdipapir, hvis løbetid på den ene side ikke er så kort, at det for kreditor og debitor alene anvendes til at udligne kortvarige fluktuationer i likviditeten, og på den anden side ikke er så lang, at fordringen for debitor har karakter af langfristet lånoptagelse. Man har valgt en tidsmæssig afgrænsning på fra 3 måneder til 2 års løbetid.

Undergrænsen på 3 måneder må ses i sammenhæng med, at kortvarige placerings- eller finansieringsbehov for pengeinstitutterne allerede nu hensigtsmæssigt dækkes over det i bilag 1 beskrevne interbankmarked eller ved transaktioner med nationalbanken og for den private ikke-finansielle sektor ved transaktioner med pengeinstitutterne.

Overgrænsen på 2 år må ses ud fra den betragtning, at placeringsønsker og finansieringsbehov med længere løbetid vil kunne dækkes over obligationsmarkedet, specielt efter at realkreditinstitutterne i løbet af 1976 som en begrænset forsøgsordning vil introducere de såkaldte rentetilpasningslån, hvor obligationerne får en restløbetid på 5 år og derunder.

Et værdipapir med den valgte tidsmæssige afgrænsning vil endvidere som ét af sine karakteristika have, at det - i modsætning til obligationer og lignende langfristede fordringer - er relativt kurssikkert, således at en køber under normale forhold vil kunne betragte anbringelsen næsten på linje med tidsindsud i pengeinstitutter.

4. Arbejdsgruppen har fundet det naturligt indledningsvis at give en beskrivelse af de eksisterende pengepolitiske instrumenter, hvilket er gjort i kapitel II. Også bilagene 1-3 må ses i denne sammenhæng. Bilag 1 beskriver, under hvilke former likviditetsudjævningen inden for den finansielle sektor finder sted i dag. Som et led heri gennemgås bl.a. det såkaldte interbankmarked samt aftalekontomarkedet og det allerede eksisterende marked for obligationer med kort løbetid. I bilag 2 analyseres rentesammenhængene på det danske penge- og kreditmarked. Også i bilag 3 - hvor de udenlandske erfaringer analyseres - findes der punkter af betydning for vurderingen af et pengemarked som et pengepolitisk instrument.

5. Den gennemgang af de udenlandske erfaringer, der er foretaget i bilag 3, og som er resumeret på de første sider i bilaget, har først og fremmest vist, at et pengemarked kun spiller en mindre rolle i pengepolitikken i de fleste lande. Set i forhold til bruttonationalproduktet udgør pengemarkedet typisk 3-4 pct.

For to landes vedkommende – USA og England – har der allerede i mange år eksisteret et marked for helt korte statspapirer. I de fleste kontinentale lande er det karakteristisk, at det korte marked først har vist sig med nogen styrke inden for det sidste års tid – altså netop i forbindelse med den konjunkturomvæltning, der førte til store statsfinansielle underskud, og som også har gjort spørgsmålet aktuelt herhjemme.

Det fremgår af analysen, at den finansielle struktur kan være overordentlig forskellig i lande, der i øvrigt er præget af en stort set parallel økonomisk, social og kulturel udvikling. Blandt andet på denne baggrund må det understreges, at det er yderst vanskeligt at overføre de udenlandske erfaringer med pengemarkeder på danske forhold. Dette må også ses i lyset af, at det danske kredit- og kapitalmarked er karakteriseret af et meget betydeligt obligationsmarked.

6. Ved gennemgangen af de pengepolitiske instrumenter har arbejdsgruppen bl.a. hæftet sig ved de ændringer, der fandt sted i 1975. Her må peges på de ændrede låneregler i nationalbanken og den nye form, hvorunder nationalbanken udsteder indlånsbeviser.

Fra slutningen af april 1975 ændredes bankers og sparekassers låneadgang i nationalbanken. Op til dette tidspunkt foregik låneoptagelsen på basis af visse aktiver, eksempelvis værdipapirer inden for rammer fastsat af nationalbanken. Låneadgangen kunne i vid udstrækning betegnes som automatisk. Efter de ændrede regler fastsættes der lånerammer på basis af det enkelte pengeinstituts egenkapital. Disse rammer reguleres under normale forhold hvert kvartal.

Den anden betydende ændring var genoptagelsen af salget af indlånsbeviser i november 1975. Nationalbanken fastsætter mængden (udbudet). Prisen (renten) fastlægges så gennem en markedstilpasning, dog med en maksimal rente ved hver emission.

Herved har nationalbanken i princippet etableret et åbent pengemarked. Men da disse papirer hidtil kun har cirkuleret mellem banker og sparekasser, har markedet i realiteten fungeret som et såkaldt lukket pengemarked.

Ændringerne af låneadgangen og formen for indlånsbeviserne har givet nationalbanken langt smidigere muligheder for at styre likviditeten i banker og sparekasser. Disse instrumenter er også cmvendelige som et led i udligningen af de sæsonmæssige udsving i likviditeten, jfr. kapitel III.

7. Ved gennemgangen af de pengepolitiske instrumenter og de institutionelle forhold på penge- og kreditmarkedet har arbejdsgruppen i øvrigt hæftet sig ved den høje grad af samvariation mellem rentesatserne på det danske pengemarked.

Denne rentesamhørighed er specielt interessant, når etableringen af et pengemarked skal drøftes. Det må konstateres, at pengeinstitutternes rentesatser under de herskende forhold, bl.a. gennem deres tilknytning til diskontoen, er administrerede renter til forskel fra renter, der fastlægges på et marked gennem en tilpasning af udbud og efterspørgsel, som det eksempelvis er tilfældet på obligationsmarkedet.

Dette forhold må antages at blive ændret ved etableringen af et pengemarked. Her vil den korte rente også blive markedsbestemt. Dette er én af de afgørende ændringer, som kan vise sig under et pengemarked. Alt efter hvor stort et omfang, pengemarkedet får, vil det få indflydelse på rentesatserne for ind- og udlån i pengeinstitutterne. Et pengemarked må ventes at føre til hyppigere udsving i disse satser, end tilfældet er under de nuværende forhold. Herefter kan den stærke binding mellem diskontoen og pengeinstitutternes rentesatser ikke forventes opretholdt.

8. Arbejdsgruppen ønsker at understrege det i og for sig selvfølgelige, at en nødvendig betingelse for, at etablering af et pengemarked vil styrke pengepolitikken, er, at det er et nyt pengepolitisk instrument, og at de pengepolitiske myndigheder ikke ved introduktionen af et pengemarked mister allerede eksisterende styringsmuligheder.

Som nærmere begrundet i det følgende taler en del for, at de pengepolitiske myndigheder gennem etablering af et pengemarked får rådighed over et nyt pengepolitisk instrument.

9. Et pengemarked og en heraf følgende markedsbestemt kort rente skulle give mulighed for at mindske de hidtidige kraftige fluktuationer i den lange obligationsrente, fordi en del af de midlertidige likviditetssvingninger formentlig vil afspejle sig i renten på pengemarkedet. Det er imidlertid klart, at man ikke af den grund kan vente at fastholde et bestemt niveau for den lange rente,, hvis de mere strukturelle forhold på efterspørgsels- og/eller udbudssiden ændrer sig, jfr. herom kapitel II.

10. Før det er muligt at drage konklusioner med hensyn til et pengemarkeds anvendelighed og med hensyn til, hvilke økonomisk-politiske mål et sådant marked især kan tjene til opfyldelse af, kan det være hensigtsmæssigt nærmere at undersøge efterspørgslen efter finansielle fordringer. Dette gøres i kapitel III med specielt henblik på den situation, der udviklede sig i 1975.

Da der i den løbende pengepolitiske debat hersker en del usikkerhed med hensyn til afklaringen af begrebet likviditet, er der tillige i dette kapitel gjort et forsøg på at belyse disse forhold.

I den aktuelle situation er det specielt vigtigt at klargøre den private sektors motiver til at holde aktiver i likvid form. Normalt skelnes der mellem borgernes transaktionskasse og deres beredskabskasse. Transaktionskassen skal altid være til rådighed i form af betalingsmidler og vil typisk foreligge som sedler, mønt og anfordringsindskud i pengeinstitutterne.

Der knytter sig imidlertid i den nuværende konjunkturfase særlig interesse til beredskabskassen, altså den likviditet, der holdes i reserve til senere anvendelse til f. eks. investering eller forbrug.

Situationen i 1975 var præget af, at såvel virksomheder som husholdninger øgede deres finansielle opsparing betydeligt.

Dette forhold kan i vid udstrækning forklares med den afdæmpede økonomiske aktivitet. Virksomhederne nedbragte deres lagre og var yderst tilbageholdende med investeringer i øvrigt. Husholdningernes forbrugsefterspørgsel lå relativt lavt frem til moms-nedsættelsen i slutningen af september. Dette gælder ikke mindst, når forbruget vurderes i relation til den betydelige stigning i den disponible indkomst, der var en følge bl.a. af nedsættelsen af de direkte skatter med virkning fra 1. januar 1975.

Specielt for virksomhederne må det formodes at gælde, at de i en kommende opgangskonjunktur vil ønske at disponere over beredskabskassen til lageropbygning og andre investeringsformål.

I 1975 blev den overvejende del af beredskabskassen enten anvendt til nedbringelse af gæld i ind- og udland – herunder ikke mindst lavere træk på kassekreditter – eller anbragt på indlånskonti i pengeinstitutterne. Det er imidlertid vigtigt at slå fast, at hvad enten man ser på virksomhederne, husholdningerne eller pengeinstitutterne, gælder det, at de i den nuværende konjunktursituation har en udbredt præference for at placere forøgelsen i den finansielle opsparing i fordringer med kort løbetid, svarende til deres ønsker om relativt hurtigt at kunne gøre dem likvide uden større risiko for kurstab.

Placering i fordringer med lang løbetid – ud over erhvervelser, der står i forbindelse med den langsigtede opsparing – kan også komme på tale. Men her vil virksomheder, husholdninger og pengeinstitutter have grund til at kræve en så høj effektiv rente, at det opvejer den risiko for kurstab, som de regner med vil være knyttet til investering i fordringer med lang løbetid i den nuværende situation.

11. Som det nærmere er omtalt i kapitel II og IV, opstår nødvendigheden af at gennemføre likviditetsopsugning i den aktuelle situation navnlig, fordi en valutaudstrømning må afværges. Foretages der ikke likviditetsopsugning i tilstrækkeligt omfang, vil der komme et pres på renteniveauet i nedadgående retning. Et fald i den indenlandske rente vil mindske virksomhedernes incitament til at låne og opretholde lån i udlandet.

En sådan udvikling vil være i strid med den aktuelle rentemålsætning, der i store træk går ud på at holde den korte rente så meget over renten i udlandet, at virksomhedernes incitament til udenlandsk lånoptagelse bevares samtidig med, at stigningen i den lange rente begrænses af hensyn til aktiviteten, bl.a. inden for byggesektoren.

Et sådant formål synes bedst tilgodeset ved, at staten eller nationalbanken sælger korte fordringer, idet man her ved opnår en direkte og derfor effektiv påvirkning af den korte rente i opadgående retning, mens den lange rente på denne måde berøres mindst muligt. Det skulle under normale forhold være muligt ved operationer på pengemarkedet at sikre et renteniveau, der kan tilskynde til den nødvendige kapitalimport.

En stigning i den korte rente vil endvidere kunne medvirke til at begrænse den valutariske effekt under et tilløb til usikkerhed omkring de internationale valutakurser og dermed kronekursen.

Ses der imidlertid på en situation med uro på det internationale valutamarked, må man gøre sig klart, at likviditetsopsugning ved salg af kortfristede værdipapirer på en vis måde er mindre effektiv end likviditetsopsugning ved salg af langfristede værdipapirer. Det må tydeligt understreges, at i en sådan situation med egentlig krise på valutamarkederne kan selv en meget betydelig stigning i renten på det korte marked være utilstrækkelig til at hindre en valutaudstrømning. Her må andre midler tages i anvendelse.

Det kan således ikke afvises, at et betydeligt omløb af korte værdipapirer, der løbende indfris og skal fornys igen i en sådan situation, kan indebære vanskeligheder for den pengepolitiske styring, hvis man - ud fra andre hensyn - viger tilbage fra at lade den korte rente stige så meget, som målsætningen egentlig tilsiger. I en sådan situation vil placering i værdipapirer nemlig ikke indebære et tilstrækkeligt gunstigt alternativ til afvikling af udlandsgæld.

Det bør her nævnes, at en lignende reaktion i princippet kan forekomme også i tilfælde, hvor virksomhederne har købt lange obligationer, som de – når lejlighed gives – kan finde anledning til at afsætte for at skaffe sig midler til valutakøb. Men en given rentestigning vil her medføre et større kurstab, som kan afholde virksomhederne fra at forsøge på at gøre sig likvide.

På den anden side må man se i øjnene, at opsugning af beredskabskasse ved salg af lange obligationer næppe vil kunne ske i tilstrækkeligt omfang på rentevilkår, der kan anses for politisk acceptable. Dette skyldes som tidligere nævnt, at indehaverne af beredskabskasse - bl.a. i betragtning af den ovenfor omtalte kurstabsrisiko - har en åbenbar præference for korte værdipapirer.

Situationen er således den, at likviditetsopsugning ved salg af korte papirer ikke giver tilstrækkelig sikkerhed over for spekulative valutakøb i en krisesituation, mens opsugning ved salg af lange papirer enten straks fører til en uacceptabel høj rente for lange anbringelser eller til en beløbsmæssigt utilstrækkelig inddragelse af likviditet.

Det er således kun under relativt rolige forhold på valutamarkedet, at pengepolitiske foranstaltninger – her i form af kortfristet låntagning - kan bidrage til udenlandsk dækning af det valutariske finansieringsbehov.

Det bemærkes, at salg af værdipapirer i dette tilfælde ikke sker med det hovedformål at inddrage likviditet, men for at tilvejebringe en kort rente af passende højde i forhold til renren af udenlandske lån.

12. Arbejdsgruppen har overvejet et åbent og et lukket pengemarked mod hinanden.

Ved et lukket pengemarked er kun pengeinstitutter, staten og nationalbanken markedsdeltagere. Et sådant pengemarked vil kunne anvendes til at opfange sæsonmæssige udsving i likviditeten. Det lukkede marked kan derimod ikke løse det i relation til valutabalancen betydningsfulde problem at sikre en direkte påvirkning af den korte rente, der har betydning for virksomhedernes dispositioner og dermed for kapitalimporten.

Ved etablering af et åbent pengemarked vil de papirer, der udbydes på markedet, kunne erhverves af såvel pengeinstitutter som borgere. Afgørende for, om borgerne rent faktisk erhverver disse papirer, er, om pengemarkedspapirernes vilkår udgør et attraktivt alternativ til vilkårene for indlån i pengeinstitutterne og lån i udlandet. Borgernes valg vil være influere t af deres forventninger til såvel rente- som valutakursudviklingen.

Er placering i pengemarkedspapirer et direkte alternativ til indlån i pengeinstitutterne, må det stå klart, at pengeinstitutternes rentesatser i større eller mindre grad vil udvikle sig i takt med renten på dette marked. Den hidtil tætte samhörighed mellem diskontoen og bankers og sparekassers rentesatser kan således ikke forventes opretholdt, når der etableres et kort åbent pengemarked. Etablering af et sådant marked af et vist omfang må således vente at føre til hyppigere udsving i de korte rentesatser end under det nuværende system med administrerede renter.

Det tilføjes, at sammenhængen mellem pengemarkedsrenten og pengeinstitutternes rentesatser vil blive påvirket af de skattemæssige aspekter vedrørende eventuel kursgevinst på de fordringer, der anvendes ved likviditetsopsugningen. Arbejdsgruppen har ikke behandlet disse forhold.

Erhverves pengemarkedspapirerne af borgerne, sker der en hertil svarende mindre stigning i pengeinstitutternes indlån, hvilket betyder, at såvel borgernes som pengeinstitutternes kasse begrænses i denne situation.

Om påvirkningen af bl.a. renteforholdene og de pengepolitiske styringsmuligheder vil være forskellig fra en situation, hvor det er pengeinstitutterne, der har erhvervet en stor del af pengemarkedspapirerne, til en situation, hvor det er borgerne, der holder papirerne, vil være afhængig af en række faktorer, bl.a. om borgernes reaktion vil være forskellig, når de holder indlån i pengeinstitutterne eller pengemarkedspapirer.

Under normale forhold vil et pengemarkedspapir med en løbetid fra 3 måneder til 2 år være betydelig mere kursstabil end obligationer og dermed være et naturligt alternativ til

placering i pengeinstitutterne. I situationer, hvor man ønsker en pengepolitisk stramning, vil man imidlertid ved operationer på det korte marked kunne gennemføre en rentestigning og derved påføre eventuelle sælgere et kurstab. Et sådant kurstab vil i et vist omfang kunne begrænse borgernes interesse i at afhænde værdipapirer for at anvende midlerne til transaktionsformål og eventuelt kalde nye købergrupper frem.

Som ovenfor anført har denne mulighed antagelig kun begrænset effekt i en egentlig valutarisk krisesituation, men i andre mindre kritiske situationer af kortere varighed vil det ikke være uden interesse at udnytte denne egenskab ved det pengepolitiske instrument.

13. Ved et åbent marked for korte papirer må det nærmere overvejes, om også udlændinge skal have adgang. Allerede når der ses på det destabiliserende element for kapitalimporten, der i så fald gives mulighed for, synes det at være en naturlig forudsætning for indførelse af et åbent pengemarked, at udlændinge ikke får adgang hertil. Bestemmelserne i EF's kapitaldirektiver vedrørende pengemarkedspapirer gør det muligt at hindre udlandets adgang til et pengemarked.

14. I kapitel II overvejes det i øvrigt nærmere, om den private sektor kan anvende et pengemarked som finansieringskilde, altså om private kan være debitorer på et pengemarked. Selv om det forekommer sandsynligt, at denne finansieringsmulighed normalt kun vil blive anvendt i ret beskedent omfang, må en sådan mulighed frarådes. Anvendelsen af et pengemarked som finansieringskilde kan nemlig, som det fremgår af kapitel II, medføre, at den pengepolitiske styring bliver mindre præcis hvortil kommer andre usikkerhedsmomenter, som f. eks. sikkerhedsgrundlag, ensartethed og omkostninger m.v.

15. Et stort udbud af papirer med lang løbetid må forventes at få øjeblikkelige konsekvenser for den lange rente og hermed for boligbyggeriet og investeringsaktiviteten.

Vælges der i den nuværende konjunktursituation en løsning med et betydeligt islæt af korte papirer, må udviklingen

i den lange rente ventes at blive mere rolig. Det er klart, at renten på udbudte korte statsobligationer løbende vil blive tilpasset det til enhver tid gældende renteniveau. I en fase, hvor konjunktoren er for opadgående, vil det betyde en stigende rente – kort såvel som lang – såfremt målsætningen med hensyn til likviditetens omfang er uændret.

Det må således konkluderes, idet der henvises til bemærkningerne om den valutariske krisesituation ovenfor, at meget taler for, at en lilcviditetsopsugning mest hensigtsmæssigt kan foretages ved udstedelse af obligationer med såvel ganske kort som noget længere løbetid. Det kan nemlig ikke afvises, at der i betragtning af den meget betydelige stigning i borgernes opsparring vil kunne afsættes papirer med længere løbetid. Det må dog understreges, at man næppe på forhånd helt præcis kan afgøre, hvorledes fordelingen mellem salg af korte og lange obligationer skal tilrettelægges, idet det ikke er muligt at danne sig et nøjagtigt indtryk af efterspørgernes placeringspræferencer. Det vil derfor være tilrådeligt, at man "prøver sig frem" under stadig hensyntagen til den overordnede målsætning vedrørende rente- og likviditetsudviklingen og løbende tilpasser også det samlede omfang af markedsoperationer i overensstemmelse hermed.

16. I kapitel IV har arbejdsgruppen bl.a. overvejet et pengemarked set i relation til aktiviteten og styringen af den i en opgangskonjunktur.

Det må understreges, at i denne sammenhæng er det borgernes samlede kasse med tillæg af den potentielle kasse, jfr. betragtningerne i kapitel III, der er af betydning for, hvilken real efterspørgselsstigning der kan finansieres.

Hvis man af politiske grunde undlader at lade den korte rente stige tilstrækkeligt, kan der i visse situationer opstå usikkerhed omkring refinansieringen af de korte fordringer, der udløber. En i sine virkninger analog situation opstår, hvis man ikke kan acceptere en tilstrækkelig stigning i den lange rente, jfr. bemærkningerne foran i punkt 11. Derfor vil borgernes beholdning af værdipapirer i en vis forstand repræsentere potentiel likviditet.



I den omhandlede situation vil der stilles større krav til en smidig anvendelse af de økonomisk-politiske virkemidler i konjunkturpolitikken. Det må her understreges, at pengepolitiske instrumenter ikke vil kunne stå alene i styringen af aktivitetsudviklingen under en kommende opgangskonjunktur.

Kapitel II.

Den pengepolitiske baggrund for etablering af et marked for korte fordringer.

1. Den overordnede målsætning ved anvendelse af pengepolitiske instrumenter må være knyttet til udviklingen i de realøkonomiske faktorer samt udviklingen i valutabalancen. De instrumenter, der står til rådighed for den kortsigtede styring, kan have karakter af kvantitative reguleringer eller renteændringer. I den mere langsigtede styring kan der tillige være mulighed for gennemførelse af strukturændringer i den finansielle sektor.

Det er i denne pengepolitiske sammenhæng, at en eventuel etablering af et organiseret marked for kortfristede værdipapirer må diskuteres. Et væsentligt formål med skabelsen af et sådant marked vil være at opnå en bedre styring af udviklingen i valutabalancen, der må antages i høj grad at være påvirkelig af forholdet mellem renteniveauet i udlandet og det indenlandske renteniveau under hensyn til eventuelle kurssikringsomkostninger m.v. En stor del af den private låntagning i udlandet er af kortfristet karakter, hvorfor det specielt er renten på pengeinstitutternes udlån og eventuelle andre korte fordringer, der spiller den afgørende rolle i relation til kapitalimporten.

Et andet formål med etablering af et kort fordringsmarked kan være at skabe et middel til at påvirke likviditetsforholdene. Et sådant middel kan supplere dels de hidtil anvendte operationer på obligationsmarkedet, dels påvirkningen af pengeinstitutternes likviditet via udvidelser eller begrænsninger i lånemuligheder eller kassebindinger i nationalbanken. Herved vil obligationsmarkedet aflastes for sin rolle i reguleringen af overskudslikviditeten, således at renteforholdene kan udvikle sig roligere og i højere grad afspejle de bagvedliggende realøkonomiske forhold på dette marked.

Et tredje formål er hensynet til styringen af aktiviteten i fremtiden, idet udviklingen i pengemængden, herunder pengeinstitutternes aktuelle såvel som potentielle kreditskabelse, er af betydning for, hvilken real ekspansion der kan finansieres.

Et pengemarked set i lyset af de eksisterende pengepolitiske instrumenter .

2. Den ovenfor givne beskrivelse af målene med etablering af et marked for korte fordringer giver i sig selv et indtryk af, hvilken rolle et sådant marked kan spille i pengepolitikken. Det kan imidlertid være nyttigt - inden der foretages en dyberegående vurdering af et pengemarkeds betydning og muligheder - at give en kort oversigt over de eksisterende pengepolitiske instrumenter, for at man på denne baggrund kan få et indtryk af, i hvilket omfang der er behov for et pengemarkedspapir til at træde i stedet for eller eventuelt supplere de eksisterende pengepolitiske instrumenter.

I den pengepolitiske styring kan hovedvægten enten lægges på styring af renten eller på styring af likviditeten. Hvis hovedvægten lægges på at nå frem til et bestemt renteniveau og en bestemt rentestruktur, må man acceptere de konsekvenser for likviditetsforholdene, som opnåelsen af renteniveauet og -strukturen medfører. Lægges hovedvægten på at styre likviditeten i og uden for pengeinstitutterne, må man til gengæld acceptere de konsekvenser, dette medfører for renten.

Selv om valget af hovedsynspunkt kan være vanskeligt at konstatere ud fra den faktisk førte politik, hvor træghed i tilpasningen og institutionelle bånd tilslører målsætningen i den økonomiske politik, spiller det en ikke uvæsentlig rolle, når indførelsen af nye pengepolitiske instrumenter overvejes.

I meget grove træk kan de for tiden anvendte pengepolitiske instrumenter henføres til følgende hovedgrupper:

- 1) Gennemgangen nedenfor er først og fremmest tænkt som en kort drøftelse af de mere principielle karakteristika ved de anvendte pengepolitiske instrumenter. For en udtømmende og systematisk gennemgang af samtlige penge- og valutapolitiske instrumenter henvises til: Danmarks Nationalbank "De penge- og valutapolitiske instrumenter i Danmark", december 1972, København, samt til nationalbankens årsberetning og kvartalsoversigter siden da.

- 1) Foranstaltninger, der direkte tager sigte på at påvirke renteniveauet: fastsættelse af nationalbankens diskonto og øvrige renter samt markedsoperationer med henblik på at realisere et ønsket renteniveau og -struktur.
 - 2) Foranstaltninger, der primært tager sigte på at regulere likviditeten, herunder:
 - a) markedsoperationer foretaget med henblik på at realisere en bestemt likviditetsmålsætning,
 - b) kassebindingsregler,
 - c) fastsættelse af loft over pengeinstitutternes udlån,
 - d) åbning af trækningsrettigheder eller belåningsmuligheder i nationalbanken,
 - e) regulering af pengeinstitutternes – og privates – muligheder for at erhverve aktiver eller optage lån i udlandet.
 - 3) Foranstaltninger, der ikke umiddelbart kan henføres til 1) eller 2), såsom anvendelse af pengepolitiske hensigtserklæringer, der påvirker forventningerne og derigennem det realøkonomiske forløb, og henstillinger fra centralbank eller politikere.
3. I diskussionen om diskontopolitikken har der været en tendens til at tildele dette klassiske pengepolitiske instrument en mindre fremtrædende rolle. Diskontoændringer er i de fleste tilfælde en besegling af en renteudvikling i markedet snarere end drivkraften bag denne. Diskontoens forbindelse med pengeinstitutternes udlånssatser er også gradvis blevet mere indirekte efter renteaftalens ophævelse.
- Uanset at sammenhængen mellem diskontoen og pengeinstitutternes rentesatser er blevet svækket efter ophævelsen af renteaftalen, har der imidlertid været og er stadig en ret snæver sammenhæng mellem diskontoændringer og ændringer i pengeinstitutternes rentesatser. Dette har dels sin baggrund i, at pengeinstitutterne har haft betydelige låneoptagelser i nationalbanken, hvis forrentning i vidt omfang var afstemt

efter diskontoen, dels har pengeinstitutterne i betydelig grad følt sig forpligtet til at efterleve de pengepolitiske henstillinger, som diskontoændringer må opfattes som.

Sammenhængen mellem ændringer i diskontosatsen og pengeinstitutternes rentesatser har været så tydelig, at man i betydelig grad kunne opfatte pengeinstitutternes rentesatser som administrativt fastsat. Til gengæld havde pengeinstitutterne under de før 1. maj 1975 gældende låneregler en vidtgående adgang til lån i nationalbanken ved det givne renteniveau.

Ligesom renten af pengeinstitutternes låntagning i nationalbanken over indflydelse på deres rentesatser, over de alternativer, som pengeinstitutterne har for anbringelse og forrentning af deres kasser, herunder indskud i nationalbanken og erhvervelse af værdipapirer, en vis indflydelse på vilkårene for deres kreditgivning til den private sektor. Man må dog her tage i betragtning, at en vis del af pengeinstitutternes primære likviditet er at betragte som egentlig likviditetsreserve - bl.a. for at opfylde lovgivningens krav. Forrentning af sådanne reserver er traditionelt betydeligt lavere end renten af udlån og værdipapirer, og forrentningen følger kun i ringe udstrækning det almindelige renteniveau. Også den i 1975-76 gennemførte kassebinding forrentes relativt lavt, men renten ændres dog i en vis udstrækning med diskontoen.

I det omfang, pengeinstitutterne ud over denne nødvendige - eller traditionelt normale - likviditetsreserve har ledige midler, vil alternative anbringelsesmuligheder, f. eks. mulighed for rentebærende indskud i nationalbanken, kunne påvirke deres tilbøjelighed til at øge deres kreditgivning til den private sektor. Hidtil er denne mulighed imidlertid ikke udnyttet, til dels fordi der er andre midler (udlånsloftet) til at holde igen på pengeinstitutternes kreditgivning.

Anvendelse af en indlånsrente i nationalbanken som 'middel til at holde igen på bankernes kreditgivning forudsætter relativt hyppige rentetilpasninger i takt med den private sektors låneefterspørgsel, idet: pengeinstitutterne traditionelt vil foretrække kreditgivning til den private sektor fremfor mere passiv forrentning af deres kasser.

På de fra november 1975 udstedte indlånsbeviser, der

sælges efter auktionsprincippet, tilpasses renten løbende, men har hidtil ligget på et lavt niveau i forhold til pengeinstitutternes udlånssatser.

Det forhold, at sådanne hyppige tilpasninger af nationalbankens rentesatser hidtil ikke har været anvendt, hænger antagelig sammen med, at diskontoændringer herved vil miste deres psykologiske værdi, idet ændringer tages som udtryk for, at der er sket betydende forandringer i målsætningen for den økonomiske politik og inden for pengepolitikken. Sådanne ændringer i målsætningen kan f. eks. vedrøre en ændret opfattelse af det ønskede investeringsomfang eller være en følge af en ændret udvikling i det valutariske finansieringsbehov.

4. Disse betragtninger leder direkte over i en undersøgelse af de instrumenter, der mere direkte tager sigte på likviditetsstyring. Man må her sondre mellem instrumenter, der har til opgave at påvirke den primære likviditet, og instrumenter, der påvirker pengeinstitutternes mulighed for at stille yderligere likviditet til rådighed for den private ikke-finansielle sektor (borgernes potentielle likviditet).

De pengepolitiske midler, der anvendes for at påvirke den primære likviditet, er dels nationalbankens operationer på obligationsmarkedet og køb og salg af indlånsbeviser, dels nationalbankens låneoperationer over for de private pengeinstitutter samt anvendelsen af kassebindingsregler for pengeinstitutterne. Påvirkningen af den primære likviditet over en vis indflydelse på pengeinstitutternes mulighed for at stille yderligere udlån til rådighed for den private ikke-finansielle sektor; men herudover er borgernes potentielle likviditet blevet reguleret gennem aftalerne mellem nationalbank og pengeinstitutterne om udlånsloftet, dvs. de maksimale trækningsrettigheder, der af pengeinstitutterne kan stilles til rådighed for borgerne.

De problemer, man står over for i likviditetsstyringen, kan deles i sæson- og konjunkturmæssigt betingede bevægelser, der begge især kan henføres til påvirkningen fra statsfinanser. I nærværende kapitel omtales kun de konjunkturmæssige påvirkninger, mens man med hensyn til de sæsonmæssige skal henvises til kapitel **III. punkt 9.**

Salg af statspapirer som pengepolitisk instrument.

5. Ud over de sæsonmæssige forskydninger i den primære likviditet udgår der fra statsfinanserne og samhandelen med udlandet betydelige år til år forskydninger, som medfører behov for kompenserende operationer.

Frem til efteråret 1974 var den normale problemstilling at kompensere den likviditetsopsugning, der fandt sted over statsfinanserne, under fornøden hensyntagen til de øvrige likviditetspåvirkende faktorer, herunder specielt den løbende balance over for udlandet. Nationalbankens rolle har her været koncentreret om likviditetstilførsel igennem obligationskøb og udlån til pengeinstitutterne, hvor man afvejede anvendelsen af de to muligheder og størrelsen af den mængde af likviditet, der stilledes til rådighed efter den økonomiske problemstilling. Med i vurderingen af valget var endvidere, hvilke renteforhold der tilstræbtes på obligationsmarkedet i lyset af målsætningen for de faste investeringer. I situationer, hvor den private sektors aktivitet skønnedes at være for stor i forhold til den overordnede økonomiske målsætning, dæmpedes likviditetstilførslen og ændredes vægtfordelingen således, at støtten til obligationsmarkedet reduceredes, bl.a. med henblik på en tilpasning af renten på et højere niveau.

Fra vinterhalvåret 1974-75 ændres problemstillingen imidlertid afgørende. Statsfinanserne blev nu likviditetsmæssigt stærkt ekspansive, og i stedet for kasse-mæssige overskud er der blevet tale om meget betydelige kasse-mæssige underskud. Problemet er derfor blevet at begrænse den betydelige likviditetstilførsel.

Umiddelbart skulle man måske vente, at denne omvendte problemstilling relativt enkelt kan løses ved, at nationalbanken eller staten sælger obligationer til markedet og derved opsluger likviditet. Dette er imidlertid en meget forenklet mulighed. Omsvinget i statens kassestilling er bl.a. forårsaget af en forøget finansiell opsparing i den private sektor, og som det vil fremgå af kapitel III (om likviditetsudviklingen og den private sektors behov for finansielle aktiver), er forøgelsen af pengemængden i meget vid udstrækning blevet placeret hos grupper, der principielt ikke er interesseret i at erhverve

langfristede fordringer, fordi placeringen i finansielle aktiver fortrinsvis er at betragte som beredskabsreserver, der på et senere tidspunkt kan anvendes til finansiering af en øget real efterspørgsel. Placering i langfristede fordringer som f. eks. obligationer vil være forbundet med en kursrisiko, som kun er acceptabel, såfremt renteindtægten er så høj, at den kan opveje risikoen for kurstab. Indskud i pengeinstitutterne - eventuelt på de særlige aftalekonti - er derfor i mange tilfælde et nærliggende alternativ.

Såfremt likviditetsopsugning derfor foretages ved salg af obligationer med en løbetid, der indebærer mulighed for ret store kurssvingninger, kan dette ikke undgå at få en vis afsmittende effekt på renten af realkreditobligationer - en effekt, der ikke er ønskelig i en situation, hvor investeringsaktivitet og anden økonomisk aktivitet generelt tilstræbes stimuleret.

For at begrænse en sådan påvirkning kan man anvende kortere værdipapirer, herunder også pengemarkedspapirer, der i højere grad er tilpasset erhvervenes tidsmæssige placeringspræference.

Rentevilkårene for sådanne pengemarkedspapirer bestemmes af udbud og efterspørgsel. Efterspørgslen må antages at være bestemt især af ønsket om relativt likvid placering af formuen samt af forrentningen af alternative aktiver med høj likviditetsgrad. Her vil først og fremmest pengeinstitutternes indlånssatser have betydning, idet specielt tidsindskud vil tjene samme formål som erhvervelse af pengemarkedsfordringer. I det omfang, den korte rente i perioder nærmer sig afkastet af obligationer, vil der muligvis kunne blive tale om en vis forskydning af efterspørgslen fra det lange til det korte marked, hvilket dog i høj grad vil være bestemt af de herskende renteforventninger. Et sådant skift i efterspørgslen forårsaget af en ændring i rentestrukturen kan dog imødegås med støttekøb fra nationalbanken af langfristede obligationer og et - af hensyn til likviditetsstyringen - tilsvarende udbud af korte værdipapirer.

Et karakteristisk træk ved likviditetsjustering med korte værdipapirer er, at der sker en løbende regulering af forrentningen ved ombytningen af forfaldne fordringer med nye fordringer bestemt af ombytningstidspunktets rentevilkår.

Den korte rente - såvel som den lange rente - vil bevæge sig i takt med konjunkturudviklingen og de deraf afledte ændringer i udbud og efterspørgsel. I en opgangskonjunktur vil man observere en øget efterspørgsel efter betalingsmidler, som publikum vil søge at erhverve ved at sælge værdipapirer. Typisk vil der i tilslutning hertil indtræde en rentestigning. Skulle de pengepolitiske myndigheder ønske aktivt at påvirke den korte rente for enten at holde igen på opgangskonjunktoren eller for at give den yderligere dynamik, kan dette ske ved at ændre på omfanget af den offentlige korte gæld. Bremsning af opgangskonjunktoren kan gennemføres ved ud over ombytning af forfaldne beløb at øge udbudet af korte værdipapirer, mens stimulering kan ske ved, at forfaldne papirer ikke refinansieres i fuldt omfang.

Direkte mål for operationer på et marked for korte fordringer.

6. Der kan være knyttet to hensyn til etableringen af et marked for korte fordringer. Det ene er gennem variationer i en markedsbestemt kort rente at sikre den fornødne kapitalimport til dækning af det valutariske finansieringsbehov; det andet er at søge variationer i statsfinanserne i likviditetsmæssig henseende neutraliseret på en hensigtsmæssig måde.

Ønskes begge hensyn tilgodeset, må diskussionen koncentrerer omkring etablering af et åbent pengemarked, idet der herved sikres, at den korte rente bliver en realistisk alternativomkostning til udlandsfinansiering for den private sektor.

Betragtes udelukkende den begrænsede opgave at effektivisere sæsonudjævningen, vil såvel et åbent som et lukket pengemarked i og for sig kunne gøre fyldest. Man kunne for så vidt tænke sig en udbygning af det allerede eksisterende interbankmarked (jfr. bilag 1) gennem deltagelse af nationalbanken. En sådan udbygning måtte i givet fald ses i sammenhæng med pengeinstitutternes lånerammer i nationalbanken samt nationalbankens udbud af indlånsbeviser.

Nedenfor vil operationer på et åbent pengemarked blive analyseret med henblik på en samlet vurdering af de pengepolitiske muligheder for at styre såvel rente- som likviditetsud-

viklingen, idet der på kort sigt ikke kan antages at være en entydig sammenhæng mellem disse to målvariable.

Et enkelt principielt forhold skal hæves, idet de styringsmæssige muligheder er snævert knyttet til, hvorledes antallet af målvariable og instrumenter forholder sig til hinanden. Det må således være en nødvendig betingelse for at realisere en målsætning, at der er mindst lige så mange uafhængige instrumenter, som der er selvstændige mål. Introduktion af såvel et ekstra mål som et ekstra instrument vil således ikke i sig selv ændre på styringsmulighederne.

I det følgende bliver det derfor af betydning at vurdere, hvorvidt operationer på et pengemarked overflødiggör andre instrumenter – f. eks. diskontoændringer i styringen af den korte rente. Inden dette spørgsmål bliver nøjere analyseret, skal de mulige debitorer på pengemarkedet dog afgrænses nærmere.

Et pengemarkeds rolle som finansieringskilde for den private sektor.

7. Et marked for korte værdipapirer, udstedt af stat eller nationalbank, vil i visse situationer dække et behov hos den private ikke-finansielle sektor som alternativ til placering i pengeinstitutterne (for disse i nationalbanken) og som alternativ til erhvervelse af obligationer med længere løbetid og dermed forbunden kursrisiko.

I det følgende skal spørgsmålet søges besvaret, om der er tilsvarende behov og mulighed for, at den private sektor kan anvende et pengemarked som finansieringskilde, dvs. stå som udsteder af pengemarkedspapirer.

Under det nuværende finansieringssystem dækkes den private ikke-finansielle sektors finansieringsbehov af kortfristet karakter over pengeinstitutternes kreditformidling samt låntagning i udlandet, mens det mere langsigtede finansieringsbehov overvejende dækkes ved optagelse af obligationslån i realkreditinstitutterne. Adskillelsen er dog rent faktisk ikke så klar, som den formelle deling antyder, idet pengeinstitutternes kreditgivning i mange tilfælde i realiteten er at betragte som permanent långivning., Kortfristet éngangsfinansie-

ring er dog naturligvis almindelig, f. eks. i form af byggelån, diskontering af vekslers samt kortvarige lån i forbindelse med egentlige kortvarige transaktioner, f. eks. specielle varekreditter.

Specielt to forhold kan give den private ikke-finansielle sektor et incitament til også at anvende pengemarkedet som finansieringskilde. Det styringsmæssigt set vanskeligste forhold viser sig, hvis pengeinstitutterne ikke kan efterkomme låneønsker, fordi der er lagt loft over deres udlån. I en sådan situation kan pengeinstitutterne eventuelt yde garanti for pengemarkedspapirer, hvorved finansiering over dette marked bliver gjort lettere. En kvantitativ regulering af pengeinstitutternes udlån vil således blot medføre, at en alternativ indenlandsk finansieringsform blomstrer op. Heroverfor står, at hensigten med en sådan regulering som hovedregel vil være et ønske fra de pengepolitiske myndigheders side om at mindske den totale indenlandske kreditgivning for derved at skabe øget incitament til at låne i udlandet, subsidiært reducere den reale investerings- og forbrugsefterspørgsel.

Det andet forhold er spørgsmålet, om omkostningerne ved at få et eventuelt finansieringsbehov dækket ved låneoptagelse over et kort marked er mindre end ved alternative lånemuligheder. Her stiller stempellogen sig i høj grad hindrende for en sådan mulighed, idet afgiften ved stempeling af fordringer med kort løbetid vil øge omkostningerne ganske betragteligt sammenlignet med traditionel kreditgivning.

Et pengemarked med pengeinstitutterne som udstedere og nationalbanken som køber vil kunne erstatte pengeinstitutternes adgang til at opnå anden lånefinansiering hos nationalbanken - vel at mærke med den væsentlige forskel, at renteforholdene i højere grad herefter vil være markedsbestemte. Pengeinstitutterne vil dog næppe have megen interesse i at få erstattet den nuværende fleksible ordning med lånerammer af et sådant udvidet interbankmarked.

Ovenstående betragtninger leder frem til, at et pengemarked i normale situationer næppe vil have større betydning som finansieringskilde for den private ikke-finansielle sektor, men at markedet under særlige omstændigheder kan reducere betydningen af et udlånsloft og vanskeliggøre opfyldelse af pengepolitiske målsætninger.

For pengeinstitutterne kan et pengemarked med nationalbanken som deltager være et supplement til andre låneformer i nationalbanken.

En vurdering af operationer på et marked for korte fordringer i relation til andre pengepolitiske instrumenter.

8. Det spørgsmål, der melder sig i denne forbindelse, er, om etableringen af et marked for korte fordringer vil tilføre de pengepolitiske myndigheder et nyt instrument i styringen af udviklingen på de finansielle markeder, herunder specielt kapitalimporten. Dette problem knytter sig ikke kun til, om diskontopolitikens effektivitet svækkes, men må også vurderes i lyset af, hvorledes de øvrige pengepolitiske instrumenter påvirkes af operationer på et sådant kort marked.

Indledningsvis må det fremhæves, at salg af værdipapirer - det være sig korte eller lange - fra stat og/eller nationalbank vil have en begrænsende effekt på den private sektors likviditet, hvilket naturligvis betyder, at renteniveauet bliver højere, end det ellers ville være blevet. I en situation, hvor låneoptagelserne har til formål at neutralisere en likviditetsudvidelse, kan effekten dog eventuelt begrænses til, at renteniveauet ikke falder.

Som udgangspunkt for en analyse af, hvorledes introduktion af et pengemarked over indflydelse på renteniveau og rentestruktur, kan det være nyttigt at vurdere virkningen af, at en likviditetsneutralisering blev foretaget i kombination med kassebindingsregler eller udbud af lange papirer.

9. En mulighed er at supplere salg af statsobligationer med binding af pengeinstitutternes overskudskasse ved hjælp af kassebindingsregler. Herved mindskes den del af pengeinstitutternes kasse, som det i en konjunkturfase med stagnerende udlån kan være vanskelig at få placeret mere permanent.

En sådan begrænsning af likviditeten vil - alt andet lige - tendere mod at forhøje den korte rente. Virkningen på specielt pengeinstitutternes indlåns- og udlånssatser er imidlertid vanskelig at forudsige.

For indlånssatsernes vedkommende vil en eventuel virkning tendere i retning af en reduktion, idet pengeinstitutternes fortjenstmuligheder beskæres gennem tvungen kassebinding, der traditionelt enten slet ikke forrentes eller bærer en lav rente. En række faktorer vil imidlertid spille ind, herunder kassebindingens absolutte størrelse, bindingsperiodens længde og beregningsmetoden.

En eventuel uønsket nedgang i indlånssatsen kan modvirkes gennem en passende forrentning af de bundne beløb.

Hvis kassebindingsregler skal kunne øve indflydelse på udlånssatserne', må forrentningen af disse placeringer i nationalbanken gøres så attraktive, at de kan konkurrere med almindelige udlån ved fastlæggelsen af pengeinstitutternes dispositioner. Dette synes næppe at være en realistisk mulighed, hvorfor påvirkning af pengeinstitutternes udlånssatser må ske gennem ændringer i den korte rente, subsidiært nationalbankens diskonto.

10. I kapitel IV er belyst muligheden for ved introduktion af værdipapirer med kortere løbetid end realkreditobligationer - eventuelt i form af flere typer rangerende fra helt korte til mellemlange - at styre de for kapitalimporten og -eksporten betydningsfulde rentesatser. I dette afsnit skal spørgsmålet tages op, hvorvidt man ved introduktion af et kort pengemarked vil få muligheder for gennem balancering mellem obligationsmarkedet og et kort pengemarked at sikre en roligere renteudvikling på obligationsmarkedet.

Nationalbanken har gennem sine operationer på obligationsmarkedet mulighed for at påvirke renteniveauet gennem varierende styrke i købs- og salgsoperationer. I situationer, hvor de pengepolitiske myndigheder f. eks. ønsker at fastholde et bestemt renteniveau på obligationsmarkedet, samtidig med at der er en større vækst i obligationsudbudet, end de traditionelle private obligationskøbere kan aftage til det givne renteniveau, vil sådanne operationer medføre en likviditetsudpump-

- 1) Der er herved ikke taget hensyn til den afhængighed mellem indlås- og udlånssatser, der er blevet skabt på grund af rentemarginalloven.

ning. Ved introduktion af et pengemarked vil man gennem modgående operationer i korte værdipapirer kunne fastholde et ønsket likviditetsniveau, men prisen herfor vil i så fald naturligvis være, at renten på det korte pengemarked vil blive noget højere, end den ellers ville være, medmindre yderligere pengepolitiske instrumenter - f. eks. kassebinding - tages i brug. I det følgende skal analyseres, hvilke muligheder og konsekvenser udnyttelsen af et: sådant dobbeltmarked kan indebære.

11. Som det fremgår af gennemgangen i bilag 2 af rentestrukturen i Danmark, har der hidtil været en ret snæver sammenhæng mellem bevægelserne i renteniveauerne for korte og lange fordringer. I perioder, hvor nationalbanken f. eks. af hensyn til betalingsbalancens finansiering har måttet fastholde en relativ stram likviditet - eller indføre begrænsninger i pengeinstitutternes udlånsmuligheder - og samtidig gennem diskontoændringer har tilskyndet pengeinstitutterne til at hæve rentesatserne, har der været tydelige tendenser til, at den lange rente er fulgt med. Bevægelserne har ikke nødvendigvis været helt parallelle; således har man periodevis haft langt kraftigere udsving i renten på obligationsmarkedet end i den korte rente, men dette hænger sammen med, at mens de korte rentesatser i høj grad har været af administreret karakter, dvs. fastsat efter ensartede generelle retningslinjer i overensstemmelse med diskontosatsen, har obligationsrenten været markedsbestemt. Dette var specielt tydeligt under renteaftalen, hvor pengeinstitutternes rentesatser stod i ret fast forhold til nationalbankens diskontosats, men også efter renteaftalens ophævelse har dette gjort sig gældende, selv om der har været visse bevægelser i pengeinstitutternes forskellige rentesatser.

12. De faktorer, der indgår i rentefastsættelsen, er først og fremmest udbuds- og efterspørgselsforholdene, herunder inflations- og renteforventningerne samt aktivernes likviditetsgrad.

Ved bedømmelsen af en finansiell fordrings likviditetsgrad indgår som anført i kapitel III muligheden for med kort varsel at omveksle de forskellige fordringstyper med betalingsmidler. Ved bedømmelsen af likviditetsgraden indgår tillige

vurderingen af, hvilke eventuelle kurstab der må konstateres i forbindelse med omlægning fra placering i værdipapirer til betalingsmidler. Inflationsforventningernes indflydelse på renteniveauet fremkommer ved, at der ved placering i finansielle fordringer vil indgå et ønske om kompensation for den værdiforringelse, som den finansielle fordring typisk vil undergå i perioden fra aftalens indgåelse til indfrielsen. Den tredje bestemmende faktor er balancen mellem efterspørgsel og udbud i de forskellige fordringstyper. Det må her straks erkendes, at der naturligvis altid er ligevægt mellem efterspørgsel og udbud under forudsætning af, at renten tilpasser sig, således at f. eks. variationer i udbudet af obligationer giver sig udslag i en rentetilpasning, som netop fremkalder de købergrupper, der ved en given rente netop er interesseret i den udbudte mængde af finansielle aktiver. I situationer, hvor f. eks. udbudet i realkreditobligationer med lang løbetid øges kraftigt, kan købergrupper, som i og for sig ikke er interesseret i lang fremtidig placering i obligationer, tilkaldes som købere, såfremt der sker en rentestigning, som udligner den eventuelle frygt for at lide tab ved et senere kursfald. I kraft af rentens indflydelse som omkostningsfaktor vil en rentestigning på den anden side kunne mindske investeringernes omfang og eventuelle tendenser til belåning af fast ejendom, hvorved udbudet af obligationer reduceres.

13. Etablering af ny fordringstype med kortere løbetid end de hidtil normale markedspapirer vil på grund af den højere likviditetsgrad for sådanne papirer kunne trække nye købergrupper frem, som hidtil ikke har ønsket at placere deres likvide aktiver i værdipapirer. Der vil herved for det første - såfremt et pengemarked har karakter af et åbent marked - kunne ske en vis forøgelse af efterspørgslen efter værdipapirer generelt på bekostning af indskud i pengeinstitutterne, men der kan samtidig ske en forskydning fra køb af lange fordringer over i retning af korte papirer. Denne sidste forskydning vil f. eks. antagelig vise sig ved, at pengeinstitutter, som hidtil i et vist omfang har placeret overskudskasse i obligationer, vil foretrække placering i korte fordringer, hvor kursrisikoen er mindre. Betydningen af dette større udvalg i

typerne af værdipapirer vil således være, at der sker en vis uddynding af købergrupperne for lange obligationer, men vel at mærke et bortfald af købergrupper, som hidtil kun midlertidigt har ønsket at placere midler i obligationer. Betydningen heraf vil være, at obligationsmarkedet befries for mere spekulationsprægede købs- og salgsbølger, hvorved efterspørgslen bliver roligere, hvilket muligvis kan trække andre købergrupper frem. Det forekommer dog alt i alt sandsynligt, at den samlede efterspørgsel kommer til at ligge på et lidt lavere niveau.

Introduktion af et pengemarked kan således medføre, at der kommer en roligere udviklingstendens i efterspørgslen efter obligationer, og med en tilsvarende rolig udvikling i udbudsforholdene vil ligeledes renten kunne fastholdes på et mere stabilt niveau, hvorved nationalbankens kursplejeforpligter vil blive reduceret. Til gengæld vil det antagelig være nødvendigt, at nationalbanken for at fastholde den lange rente går ind med mere regelmæssige støttekøb til erstatning for købergrupper, der er søgt over mod pengemarkedet. En sådan rolig tendens på obligationsmarkedet vil være en betydelig fordel for dem, der under det nugældende system må iværksætte deres investeringer i realiteten uden garanti for, at de renteforudsætninger, som de har kalkuleret med, også vil være gældende, når projektet er færdigt, og obligationsbelåningen kan foretages.

Den roligere udvikling på obligationsmarkedet er dog i denne situation betinget af, at udbudet er relativt stabilt voksende og følger udviklingen i efterspørgslen efter obligationer. Erfaringsmæssigt er der imidlertid meget kraftige fluktuationer i udbudet af obligationer som følge af underliggende bevægelser i investeringstakten. Forudsætningen for, at obligationsmarkedet vil være mere roligt er derfor, at der med andre politisk-økonomiske midler sikres en stabil udvikling i investeringsaktiviteten og udbudet af obligationer.

14. Det fremgår af det foregående, at der ved indførelsen af et pengemarked – det være sig åbent eller lukket – antagelig vil ske en flytning af mere spekulativt betonedede placeringer i værdipapirer fra det lange marked til pengemarkedet og ved et

åbent pengemarked også fra indskud i pengeinstitutterne til pengemarkedet.

Denne flytning af midler, der kun er placeret midlertidigt, kan føre til, at den urolige tendens, der hidtil har præget obligationsmarkedet på grund af bl.a. de af sæsonforhold fremkaldte midlertidige placeringer, forskydes over på pengemarkedet. Resultatet må ventes at blive, at man her må forvente relativt kraftige fluktuationer i rentevilkårene, såfremt nationalbanken ikke løbende varierer udbudet i takt med disse fluktuationer.

Den tendens til, at obligationsrenten har bevæget sig noget stærkere end de korte rentesatser, vil således antagelig kunne vendes til, at den korte rente fluktuerer kraftigere end den lange rente. Sådanne fluktuationer må antages at påvirke pengeinstitutternes rentesatser, hvorved disse efter eventuel introduktion af et pengemarked vil vise hyppigere ændringer end tidligere.

15. Det spørgsmål melder sig naturligt, om nationalbanken ved hjælp af modgående operationer på obligationsmarked og pengemarked kan søge at påvirke den lange rente, f. eks. for at påvirke investeringstakten, uden at likviditetsforholdene ændres.

En sådan formålsbestemt styring af rentestrukturen har været forsøgt i slutningen af 1960'erne. Erfaringerne fra den periode viser, at det nok er muligt at fastholde en relativt lav rente på det lange marked, men kun under forudsætning af meget massive støttekøb, der medførte en kraftig likviditetsudvidelse. Disse og tilsvarende erfaringer i USA i 1960'ernes begyndelse viser, som det også fremgår af den analyse af rentesamhørighed på det danske kreditmarked, som er foretaget i bilag 2, at en sådan operation vil være vanskelig at gennemføre over en længere periode.

Grunden hertil må formentlig søges i, at betydende grupper af obligationskøbere i en sådan situation vil søge væk fra obligationsmarkedet, fordi markedsrenten bliver presset under den forventede rente. Hertil kommer antagelig også et vist psykologisk element af mistillid til, at kurs- og renteniveauet er holdbart på længere sigt, når kursfastsættelsen er betinget af stadige nationalbankoperationer.

De modgående salg af værdipapirer på det korte marked vil endvidere samtidig tvinge renten på pengemarkedet op, hvorved der skabes et tilfredsstillende alternativ for anbringelse i lange obligationer.

Sker der samtidig en forøgelse af investeringsniveauet på grund af den "kunstigt" lave obligationsrente, er det overvejende sandsynligt, at et forsøg på at fastholde en lavere obligationsrente, end markedet anser for holdbar, må bryde sammen.

16. Det spørgsmål, der melder sig, er, hvorvidt de pengepolitiske myndigheder mister et styringsinstrument i form af diskontoændrings afsmitning på pengeinstitutternes rentesatser, jfr. foran punkt 3, hvis der introduceres et kort værdipapir, som handles på et organiseret marked, hvor ikke alene pengeinstitutterne, men også publikum, har adgang.

Her er det ved vurderingen af indlånssatserne afgørende at sondre mellem anfordringsindskud og tidsindskud. Dette skyldes, at tidsindskud på mange måder vil have de samme egenskaber som et markedspapir med en tilsvarende løbetid, hvorfor man må forvente en vis afsmitning fra den korte markedsbestemte rente til rentesatsen for tidsindskud, hvilket har den virkning, at "aftale"-indlånenes andel vokser med deraf svækket binding mellem diskontoen og den gennemsnitlige forrentning af indlånene.

På udlånssiden vil påvirkningen især fremtræde ved, at pengeinstitutterne (såvel som publikum) har mulighed for en alternativ placering, hvorfor forrentningen af nyudlån vil afspejle udviklingen i den korte markedsbestemte rente. Om der bliver nogen væsentlig afsmitning på de allerede etablerede udlån, er det vanskeligere at vurdere. Her må ikke mindst udformningen af lånekontrakterne samt hvilken praksis, der udvikler sig på dette område, være afgørende. Generelt må det dog gælde, at hvis der er tale om en vedvarende ændring i den korte rente, således at forrentningen af tidsindskuddene bliver påvirket i ikke uvæsentligt omfang, vil der opstå et behov for også at justere den generelle udlånsrente. I denne sammenhæng kan diskontoændringer fortsat have en betydning, idet na-

tionalbanken herigennem kan tilkendegive, om den anser en stigning i den markedsbestemte korte rente for værende af midlertidig eller mere varig karakter. Diskontoen er også bestemmende for nationalbankens øvrige udlånsrentesatser.

Sammenfattende kan det siges, at udviklingen i renten på et kort værdipapirmarked først og fremmest må formodes at få indflydelse på renten af aftalekonti og større udlån i pengeinstitutterne, idet dog en eventuel mere langvarig ændring i den korte rente må antages til en vis grad at ville smitte af på samtlige udlån og tidsindskud.

Hvorvidt diskontoen mister betydning som styringsinstrument kan ikke entydigt afgøres på baggrund af ovenstående analyse. Diskontopolitikken må nemlig ses i sammenhæng med påvirkningen af de øvrige finansielle markeder. Her kan nævnes påvirkningen af forventninger med hensyn til udviklingen i den lange rente. Yderligere må det forhold fremhæves, at i situationer, hvor pengeinstitutterne ikke har behov for at låne i nationalbanken, vil diskontoen i hvert fald spille en mindre rolle for pengeinstitutternes adfærd.

Konkluderende bemærkninger.

17. Ovenstående gennemgang peger i retning af, at introduktion af et pengemarked set i relation til de allerede eksisterende pengepolitiske instrumenter vil indebære en på kort sigt øget fleksibilitet. Dette gælder for så vidt både udligning af sæsonvariationer i likviditeten som påvirkning af renten gennem operationer med værdipapirer, der har kort løbetid.

Ligeledes kan der blive tale om en vis aflastning af det lange marked. I denne forbindelse må dog to forhold vedrørende udviklingen i efterspørgslen efter finansielle fordringer fremhæves.

For det første kan der ske en forskydning i efterspørgslen fra de grupper, der hidtil har anvendt obligationer som midlertidig placering, således at disse i højere grad foretager placeringer i de mere kurssikre korte værdipapirer. Betydningen heraf vil være, at obligationsmarkedet aflastes for mere spekulativt prægede køb og salg. Dette vil begrænse nationalbankens daglige kursplejeforpligtelse. En sådan mere

rolig udvikling i kursforholdene må på lidt længere sigt antages at tilskynde visse efterspørgere til øgede placeringer, når kursrisikoen er blevet formindsket.

Samtidig vil der imidlertid mere strukturelt ske en vending af en del af efterspørgslen fra obligationsmarkedet over mod det korte marked, hvilket – såfremt man skal undgå et kursfald på obligationsmarkedet – kan medføre behov for, at nationalbanken overtager denne købergruppes hidtidige andel af obligationsefterspørgslen, men på samme tid får mulighed for at udligne denne kursstøtte ved modgående salg af korte værdipapirer. Det forekommer imidlertid ikke sandsynligt, at man mere permanent vil kunne udnytte muligheden for likviditetsudligning over et pengemarked så langt, at man ved støttekøb over længere tid på obligationsmarkedet kan opnå, at renteniveauet for lange obligationer presses ned under det renteniveau, der efter markedets opfattelse er det "rigtige" på noget længere sigt.

Det må endvidere antages, at modstykket til en – sammenlignet med det nuværende system – roligere tendens på obligationsmarkedet vil blive en relativt kraftig fluktuierende kort rente, der muligvis kan medføre, at pengeinstitutternes rentesatser vil blive justeret noget hyppigere end hidtil.

Sidstnævnte forhold implicerer således, at sammenhængen mellem ændringer i pengeinstitutternes udlånssatser og diskontoændringer vil mindskes, specielt i en situation, hvor pengeinstitutterne ikke er gældsat til nationalbanken.

Vedrørende afgrænsningen af markedet synes det at være af afgørende betydning, at kun staten og/eller nationalbanken kan optræde som debitorer for herved at sikre, at udlånsloftet ikke svækkes gennem privat låntagning over det korte marked. Heroverfor står imidlertid det ønskelige i, at den private ikke-finansielle sektor kan optræde som kreditor for herigenem at sikre den mest direkte påvirkning af kapitalimporten.

Kapitel III.

Likviditetsudviklingen og den private sektors
behov for finansielle aktiver.

1. Det danske kapitalmarked er kendetegnet af en institutionel opbygning, hvor der formelt er en adskillelse mellem de institutioner, der beskæftiger sig med henholdsvis kortsigtet og langsigtet kreditformidling. Kortsigtede låneoptagelser og placeringer er koncentreret om pengeinstitutternes virksomhed og udlandet, medens de mere langsigtede operationer er koncentreret omkring obligationsmarkedet og realkreditinstitutternes virksomhed.

Denne sondring er dog i nogen grad formel, idet pengeinstitutternes udlån nok i formen er kortvarig, men hyppigt er endog meget langfristet, eksempelvis kassekreditter. Endvidere erhverves obligationer ikke altid med henblik på at holde disse indtil indfrielse.

Introduktion af et pengemarked vil kunne åbne alternativer til indskud i pengeinstitutter og køb af obligationer.

Som baggrund for problemstillingen i dette kapitel kan det være hensigtsmæssigt at give en kort beskrivelse af likviditetsbegreberne og de forhold, der ligger bag den private sektors valg mellem på den ene side at holde kasse og på den anden side at erhverve fordringer med kortere eller længere løbetid.

Likviditetsbegrebet.

2. I den løbende debat om pengepolitiske forhold hersker der en del usikkerhed med hensyn til anvendelse af begrebet likviditet, hvorfor en afklaring af dette forhold indledningsvis vil blive foretaget.

Uklarheden udspringer af, at der i debatten ikke altid skelnes klart imellem likviditet i betydningen mængden af betalingsmidler og likviditet i betydning en egenskab ved et finansielt aktiv (eller for den sags skyld ethvert andet formuegode). I førstnævnte henseende vil begrebet som hovedregel kunne afgrænses entydigt. I sidstnævnte henseende er der som bekendt tale om forskellige grader af likviditet, der af spejler

den kurssikkerhed, de transaktionsomkostninger samt den tid, der kræves til omveksling med betalingsmidler. Sammensætningen af formuerne vil bl.a. være bestemt af aktiverne likviditetsgrad.

3. Når likviditet i betydningen mængden af betalingsmidler diskuteres, må der skelnes mellem på den ene side betalinger inden for den private sektor, der i likviditetsmæssig henseende består af pengeinstitutterne, virksomhederne, kommunerne og husholdningerne, og på den anden side betalinger mellem den private sektor og de såkaldte eksterne sektorer: staten, nationalbanken og udlandet

Betalinger mellem den private sektor og de eksterne sektorer kan i princippet udelukkende ske ved hjælp af primære betalingsmidler, som netop er karakteriserede ved at være fordringer, der enten har staten, nationalbanken eller udlandet som debitor. I relation til udviklingen i valutabeholdningen er det derfor umiddelbart mængden af primære betalingsmidler, som er afgørende. F. eks. kan afvikling af en udenlandsk gæld i sidste instans kun ske ved anvendelse af primære betalingsmidler, men det kan i visse situationer være vanskeligt for de pengepolitiske myndigheder at nægte at tilføre den private sektor primær likviditet.

Nettosaldoen på betalingsbalancens såkaldte autonome poster (løbende poster samt nettokapitalimport) afspejler, når der ses bort fra statens transaktioner med udlandet, hvorledes transaktionerne med udlandet påvirker den private sektors beholdning af primær likviditet. Ligeledes er statens kasseunderskud/overskud et udtryk for, hvorledes transaktionerne mellem den private sektor og staten påvirker beholdningen af primær likviditet. En tilsvarende påvirkning fremkommer ved transaktioner mellem den private sektor og nationalbanken.

4. Til betalinger inden for den private sektor - der omfatter borgere og pengeinstitutter - behøves derimod ikke primære betalingsmidler. Sådanne betalinger kan lige så godt klares ved, at man overfører beløb fra én konto til en anden uden anvendelse af pengesedler eller andre primære betalingsmidler.

I princippet kan der i den private sektor skabes en

ubegrænset mængde af betalingsmidler, hvis blot der eksisterer én eller flere debitorer, som kan udstede generelt accepterede fordringer på sig selv. Denne rolle er pengeinstitutterne i almindelighed i stand til at udfylde. Hvis der således ikke findes begrænsninger for institutternes indlåns- og udlånskabelse, ville borgernes samlede kasse kunne ekspandere ubegrænset.

Faktisk forholder det sig imidlertid således, at pengeinstitutternes likviditetsskabelse ikke kan fortsætte uendeligt, hvilket skyldes dels institutionelle forhold (pengeinstitutternes egne reserveønsker), dels en række krav til pengeinstitutterne i form af udlånsloft, kassedækningsregler samt borgernes ønske om at holde en del af deres kasse i primære betalingsmidler, jfr. iøvrigt pkt.6.

Når mængden af betalingsmidler, som kan benyttes inden for den private ikke-finansielle sektor, skal opgøres, er det først og fremmest "borgernes samlede kasse", der har relevans. I denne størrelse indgår borgernes beholdning af primære betalingsmidler, men af langt større kvantitativ betydning er borgernes anfordringsindsud i pengeinstitutterne samt de tidsindsud, der ifølge praksis kan hæves på anfordring mod en rentedekort. Desuden må man til "borgernes samlede kasse" henregne de betalingsmidler, borgerne har mulighed for at disponere over ved træk på uudnyttede lånetilsagn i pengeinstitutterne.

Ud fra en pengepolitisk synsvinkel er det dog næppe tilstrækkeligt udelukkende at betragte "borgernes samlede kasse", idet der kan være grund til at supplere denne med "borgernes potentielle likviditet", hvorved forstås den forøgelse af lånetilsagnene, som pengeinstitutterne har mulighed for at tilbyde inden for et eventuelt udlånsloft.

I en vis forstand kan man under begrebet "potentiell likviditet" tillige henregne de betalingsmidler, borgerne regner med at kunne tilvejebringe ved salg af aktiver (navnlig obligationer) til pengeinstitutterne, forudsat at disse har ledig kasse.

Set under ét påvirkes mængden af betalingsmidler i den private ikke-finansielle sektor dels af udviklingen i statens (og nationalbankens) kassestilling, herunder borgernes muligheder for at udskyde betaling af forfaldne skatter og afgifter, samt udviklingen i betalingerne til og fra udlandet, dels

af pengeinstitutternes faktiske og potentielle kreditgivning, herunder køb af værdipapirer fra den private ikke-finansielle sektor.

Nedenfor foretages en gennemgang af de faktorer, der påvirker den primære likviditet (punkt 5) og borgernes likviditet (punkt 6), jfr. fremstillingen i figur 1.

Tilvejebringelse af primær likviditet.

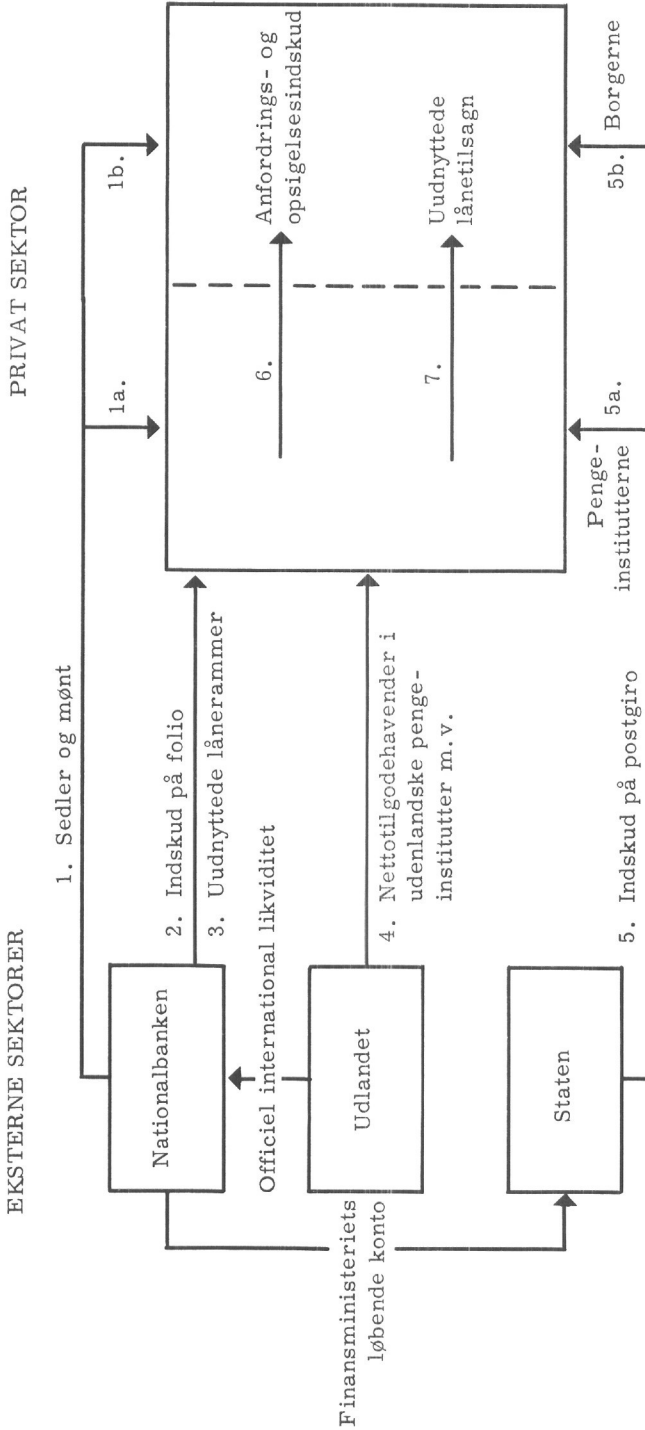
5. Ændringer i den primære likviditet vil som ovenfor anført stamme fra betalinger mellem den private sektor på den ene side og stat, nationalbank eller udland på den anden.

Det har i en længere årrække været det typiske, at likviditetsinddragning over statens budget er opvejet af tilførsel fra nationalbank (ved obligationsopkøb eller långivning til de private pengeinstitutter) og fra udland.

Reduceres den primære likviditet over statens og nationalbankens budgetter set under ét, vil der heri ligge et vist incitament til at øge kapitalimporten. Nok så væsentligt vil det dog være, hvis der foruden en kvantitativ tilskyndelse også er et renteincitament. Dette kan skabes ved - og følger som regel med - at den relative knaphed på "indenlandsk" primær likviditetstilførsel slår igennem på rentevilkårene, således at låntagning i udlandet bliver fordelagtigere end indenlandsk finansiering.

I relation til styringen af den primære likviditet må det således fremhæves, at under normale omstændigheder vil knaphed på indenlandsk tilførsel af primær likviditet kunne sikre en passende difference mellem det udenlandske og det indenlandske renteniveau og derved bidrage til at sikre en rolig finansiering af betalingsbalanceunderskuddet samt refinansiering af den korte udlandsgæld.

Knaphed på indenlandsk likviditet vil også have betydning i situationer, hvor der hersker usikkerhed med hensyn til de fremtidige valutakursrelationer, som kan føre til ønsker om en hurtigere afvikling af udlandsgælden. Disse ønsker kan imidlertid kun opfyldes, hvis den nødvendige primære likviditet er til rådighed eller kan skaffes til veje i banksystemet til finansiering af valutakøbene. En stadig kontrol med udviklingen i den primære likviditet som helhed er derfor en nødven-



Primær likviditet: $1 + 2 + 4 + 5$
 Udvidet primær likviditet: $1 + 2 + 3 + 4 + 5$
 Pengeinstitutternes kasse: $1a + 2 + 4 + 5a$
 Pengeinstitutternes samlede kasse: $1a + 2 + 3 + 4 + 5a$
 Pengemængden = borgernes kasse: $1b + 5b + 6$
 Borgernes samlede kasse: $1b + 5b + 6 + 7$

LIKVIDITETSBEGREBER. FIGUR 1.

dig - men ikke tilstrækkelig - betingelse for at kunne imødegå en spekulationsbetinget dræning af valutakassen. Til dette formål kræves tillige kontrol med borgernes samlede kasse.

Tilvejebringelse af borgernes samlede kasse.

6. I vurderingen af skabelsen af og udviklingen i borgernes samlede kasse tages udgangspunkt i pengeinstitutternes skabelse af betalingsmidler.

Som ovenfor nævnt kan pengeinstitutterne teoretisk øge borgernes samlede likviditet i et omfang, der er uafhængigt af mængden af primære betalingsmidler, forudsat at udlån i fuldt omfang vender tilbage til pengeinstitutterne i form af indlån og dermed skaber basis for nye udlån. Den samme mekanisme gør sig gældende, hvis pengeinstitutterne køber værdipapirer af borgerne.

Rent praktisk er dette imidlertid ikke tilfældet. Dette skyldes i det væsentlige, at forøgelse af borgernes kasse gennem udlån fra pengeinstitutterne typisk har til formål at finansiere reale transaktioner. Herved lægges der beslag på primær likviditet til betaling af skatter og afgifter, til køb af udenlandsk valuta og til tilfredsstillelse af omsætnings øgede behov for sedler og mønt. Desuden vil de lovbestemte likviditetskrav sætte grænser for pengeinstitutternes udlånskapacitet.

Supplerende kan det nævnes, at kreditskabelsesprocessen kan dæmpes ved en række forskellige foranstaltninger - eksempelvis gennem en kvantitativ regulering af udlånene og kassebindingsregler.

Pengeinstitutternes pengeskabelse vil typisk og naturligtst vise sig i form af udlån til den private, ikke-finansielle sektor, men i situationer, hvor enten efterspørgslen efter udlån er ringe, eller kvantitative begrænsninger på udlånsstigningen stiller sig hindrende for en udlånseksansion, må pengeinstitutterne søge andre aktiver at placere eventuel overskydende primær likviditet i. Herved bliver erhvervelse af obligationer en nærliggende mulighed. I det omfang, pengeinstitutterne øger deres beholdning af obligationer ved køb fra borgerne, vil betalingsmidlerne i overvejende grad vende tilbage til pengeinstitutterne i form af øgede indlån, hvorefter tilstanden med overskydende primær likviditet vil være praktisk

taget uændret, samtidig med at borgernes kasse vil være øget.

Denne proces vil kunne drive renteniveauet for obligationer ned og gradvis trække pengeinstitutternes rentesatser med sig. Et sådant rentefald vil efterhånden kunne føre til, at den private, ikke-finansielle sektor ønsker at omlægge fra udenlandsk finansiering til indenlandsk finansiering. Faldet i renteniveauet kan endvidere føre til forstærket indenlandsk kreditfinansieret aktivitet, der ligeledes kan belaste betalingsbalancen. Det må endelig tilføjes, at den rigelige likviditet hos borgerne i en situation med uro på valutamarkederne kan give grundlag for en spekulationspræget belastning af valutareserverne.

Et middel til at bryde denne proces på et tidligere tidspunkt ville være at: udbyde statsobligationer eller indlånsbeviser samt sælge obligationer fra nationalbankens beholdning til borgerne, idet salgsprovenuets i så fald ikke vender tilbage til pengeinstitutterne.

Likviditetsudvikling og efterspørgsel efter værdipapirer.

7. Ovenstående gennemgang af likviditetsbegreberne har haft til formål at belyse sammenhængen mellem udviklingen i de forskellige kilder til primær likviditet og udviklingen i borgernes samlede kasse.

Det er foran under punkt 5 nævnt, at rentemekanismen kan bidrage til at fremskaffe den fornødne ligevægt mellem efterspørgsel og udbud af likviditet gennem ændringer i kapitalimport eller -eksport. Det forhold, at rentemekanismen og likviditetsforholdene også har betydelig indflydelse på aktivitetsforholdene, er en selvfølge, men en nærmere analyse af dette problem ligger uden for denne redegørelses rammer.

Det har i 1970'erne været det normale, at opretholdelse af et relativt højt renteniveau og begrænsning af indenlandsk tilførsel af primær likviditet - sammenholdt med pengeinstitutternes udlånsloft - har tilskyndet til en kapitalimport, der kunne bidrage til dækning af det valutariske finansieringsbehov.

Den nuværende situation er ændret meget stærkt i forhold til tidligere. Nettostillingen på statsfinanserne er svinget over fra kasseoverskud til -underskud, men dette er fort-

sat kombineret med et betydeligt underliggende finansieringsbehov over for udlandet. Da den offentlige sektors udenlandske låneoptagelse langt fra alene vil kunne dække finansieringen af underskuddet på betalingsbalancen, vil der fortsat være behov for privat kapitalimport.

Denne problemstilling medfører, at det er nødvendigt helt eller delvis at neutralisere likviditetsvirkningen af det statslige kasseunderskud på en sådan måde, at man på den ene side opnår den tilsigtede virkning på kapitalimporten og på den anden side undgår en ud fra andre hensyn u hensigtsmæssig udvikling i den lange rente.

8. Når den nærmere form for likviditetsstyring skal tilrettelægges, er det af betydning at danne sig et indtryk af, hvilke forhold der påvirker den private sektors hensigt med at holde aktiver i likvid form. Man kan her med fordel sondre mellem begreberne: "transaktionskasse" og "beredskabskasse". Sondringen mellem disse begreber har navnlig betydning for den private, ikke-finansielle sektor, dvs. borgerne.

Borgerne efterspørger betalingsmidler til at gennemføre deres løbende transaktioner for derigennem at sikre en rolig og gnidningsfri omsætning af produktionen. Størrelsen af den hertil bestemte transaktionskasse vil for det første være tilpasset en række institutionelle forhold, hvoraf kan nævnes tiden mellem lønudbetalinger, den typiske løbetid for leverandørkreditter, afregningsterminer for skatter og afgifter m.v. For det andet: spiller bruttonationalproduktets størrelse en central rolle.

- 1) Ved siden af disse kassebegreber kan man tale om "spekulationskasse", hvorved forstås likvide midler, der ville blive placeret i obligationer eller andre rentebærende papirer, dersom den aktuelle kurs i forhold til nominel forrentning og amortisationsvilkår forekom tilfredsstillende i sammenligning med den forventede kursudvikling. Transaktionskasse, beredskabskasse og spekulationskasse kan betragtes som betalingsmidler, der står til rådighed for henholdsvis aktuelle dispositioner, senere reale dispositioner og senere finansielle dispositioner.

I det følgende skal beredskabskassen betragtes som tillige omfattende spekulationskassen, bl.a. ud fra den betragtning, at likvide midler, der er bestemt til senere real anvendelse, kan ønskes midlertidigt anbragt i finansielle aktiver af kort løbetid.

Transaktionskassen skal til stadighed være til rådighed som betalingsmidler og vil derfor typisk foreligge i form af sedler og mønt samt som anfordringsindskud og trækningss rettigheder på tilsagte lån i pengeinstitutterne.

Den under normale forhold beskedne mængde betalingsmidler, der holdes i beredskab til planmæssig finansiering af f. eks. indkøb af varige forbrugsgoder eller investeringsgoder - beredskabskassen - kan foreligge under samme former som transaktionskassen. For beredskabskassens vedkommende kan der imidlertid tillige blive tale om tidsindskud i pengeinstitutterne eller om anbringelse i kortfristede værdipapirer, hvis der herved kan opnås en højere forrentning.

I konjunktursituationer som den nuværende, hvor produktion og beskæftigelse ligger på et lavt niveau, kan der foreligge en særligt begrundet tendens til at udskyde såvel indkøb af forbrugsgoder - hvorved borgernes opsparingskvote forøges - som anvendelse af midler til faste investeringer og suppler ing af nedbragte varelagre. Er situationen samtidig den, at staten gennem et stort kasseunderskud øger den udestående mængde af betalingsmidler, må man imødesee en forstærket tilgang til beredskabskassen.

Efterfølges den ovenfor beskrevne situation af en periode med optimistiske forventninger med hensyn til beskæftigelse og produktion, må borgerne antages at ville øge udgifterne til forbrug og investering ved træk på beredskabskassen. Der sker herved en overflytning af likvide midler til transaktionskassen, der dog ikke vokser i samme grad, som beredskabskassen mindskes. Dette skyldes, at en væsentlig del af de overførte beløb vil blive videreført til staten i form af skatter og afgifter på de indtægter og det forbrug, som den forudsatte øgede aktivitet giver anledning til. Desuden mister den private sektor kasse i det omfang, den forbedrede konjunktursituation fører til øget nettoimport.

9. For pengeinstitutterne vil ændringer i den primære likviditet i første række medføre omtrent tilsvarende ændrin-

ger i deres samlede kasser (forstået som beholdninger af sedler, mønt og trækningsrettigheder på nationalbanken samt net-totilgodehavender i udlandet).

Inden pengeinstitutternes reaktion på skift i den primære likviditet nærmere behandles, kan det imidlertid være nyttigt at se på dimensionerne og karakteren af de forskydninger i den private sektor, der finder sted som følge af påvirkning fra statsfinanserne og betalingsbalancen. Påvirkningen fra statsfinanserne kan opdeles i tre grupper.

Den første gruppe er fluktuationerne inden for den enkelte måned i form af udbetalinger fra og indbetalinger til statskassen. Disse er ikke jævnt fordelt og medfører derfor, at der er meget betydelige daglige forskelle i den private sektors likviditet. Sådanne forskelle over måneden udlignes via pengeinstitutternes mellemværende med nationalbanken og viser sig i forskelle i pengeinstitutternes nettostilling over for nationalbanken, jfr. figur 2.

Den anden gruppe er de fluktuationer i likviditeten, der kan henføres til, at visse udbetalinger fra og indbetalinger til statskassen ikke sker regelmæssigt hver måned og ikke er af samme størrelsesorden. Som eksempler kan nævnes de kvartalsmæssige afregninger af moms fra byerhvervene, de årlige indbetalinger af aktieselskabsskat, de kvartalsmæssige refusionsudbetalinger til kommunerne og de årlige tilbagebetalinger af overskydende skat. En meget væsentlig del af disse forskelle udlignes over året, jfr. figur 3.

Den tredje gruppe er den forskel mellem ind- og udbetalinger, der kan konstateres fra det ene finansår til det andet.

Forskydninger i den private sektors likviditet som følge af betalinger til og fra udlandet kan på samme måde deles i tre grupper. Dag til dag forskelle, sæsonmæssige forhold og år til år forskydninger.

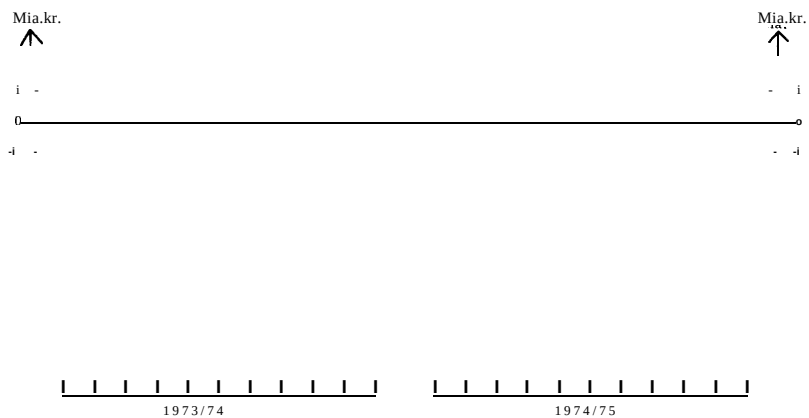
Det fremgår umiddelbart, at bevægelserne i likviditeten til og fra staten og over for udlandet kan være endog meget betydelige. Da påvirkningerne fra sådanne bevægelser ikke rammer alle pengeinstitutter med ensartet styrke, giver de endvidere anledning til betydelige likviditetsudlignende bevægelser pengeinstitutterne imellem via interbankmarkedet.

Figur 2.

Bankers og sparekassers daglige nettostilling over for
Nationalbanken november 1974 - november 1975.

Figur 3.

Hankers og sparekassers nettostilling ved månedens udgang i
finansårene 1973/74 og 1974/75.



10. De fluktuationer, der rammer den private sektor som følge af likviditetsstrømme til og fra staten og udlandet, opfanges i pengeinstitutterne.

De mere kortvarige forskydninger udlignes smidigt over bevægelser i pengeinstitutternes nettostilling over for nationalbanken og ved udligning pengeinstitutterne imellem over operationer på interbankmarkedet.

De mere sæsonbetonede forskydninger i likviditetsforholdene vil i en situation, hvor pengeinstitutterne er gældsats til nationalbanken, ligeledes kunne udlignes over bevægelser på konti i nationalbanken. I den modsatte situation vil placering i korte værdipapirer - f. eks. indlånsbeviser - være en for pengeinstitutterne velegnet mulighed. Placeringer kan således relativt præcis tilrettelægges under hensyntagen til institutternes vurdering af likviditetsudviklingen.

Også til opfangning af de mere strukturelt betonede bevægelser i likviditetsforholdene, der kan udgå fra statsfinansierne, vil pengemarkedspapirer eller obligationer med relativt kort løbetid være velegnede. I situationer, hvor der er lagt bånd på pengeinstitutternes udlånsaktivitet - som f. eks. under udlånsloftet - kan der ligeledes være behov for placering i værdipapirer.

Pengeinstitutternes hovedinteresse er imidlertid knyttet til kreditformidling over for den private sektor, og placering i finansielle aktiver er derfor som hovedregel at betragte som en midlertidig placering. I påkommende tilfælde vil de derfor være mere interesseret i papirer med kort løbetid end papirer med lang løbetid, dog således at dette billede kan ændres af en tilstrækkelig høj effektiv rente på lange papirer.

11. Det fremgår af det foregående, at en udvidelse af pengemængden - der er større, end udviklingen i aktiviteten betinger - i det væsentlige vil tilfalde de dele af den private sektor, som kun er interesseret i en relativt kortvarig placering af midlerne. Husholdninger, virksomheder og pengeinstitutter vil således være indstillet på i vid udstrækning at placere deres beredskabsskasse i likvide aktiver for derved at minimere kursrisikoen samtidig med, at der opnås en

vis forrentning. For husholdninger og virksomheder er indskud i pengeinstitutterne en mulighed. For pengeinstitutterne kan det i en situation uden et pengemarked volde vanskeligheder at finde velegnede placeringsmuligheder.

Det må i denne forbindelse fremhæves, at selv om der muligvis kan være tale om en mere permanent forøgelse af husholdningernes opsparingskvote - og dermed en forøgelse af interessen for mere permanent placering i bl.a. værdipapirer - vil dette blot medføre en flytning af "overskudslikviditeten" inden for den private sektor med deraf følgende rentekonsekvenser, medmindre staten eller nationalbanken står som sælger.

Ved vurdering af de finansielle aktiver, som den private sektor fortrinsvis vil efterspørge som midlertidigt placeringsobjekt, indgår således krav om en høj likviditetsgrad, et krav der vil kunne tilfredsstilles ved indskud i pengeinstitutterne eller ved køb af kortfristede værdipapirer. Skal mere langfristede værdipapirer tjene som objekt for midlertidige placeringer, må forrentningen være så meget højere end af kortfristede, at køberen opnår kompensation for den større risiko for kurstab.

Kapitel IV.Et pengemarked vurderet i relation til statsfinansernes og valutabalancens likviditetsvirkning.Statsfinansernes og valutabalancens betydning for likviditeten.

1. I de foregående kapitler er beskrevet et pengemarkeds funktioner og deltagerkreds med udgangspunkt i betragtninger omkring placeringspræferencer og transaktionsbehov.

I dette kapitel skal spørgsmålet om et pengemarkeds rolle som et led i løsningen af økonomisk-politiske problemstillinger af mere konjunkturmæssig karakter tages op. Operationer på et pengemarked må derfor også ansues i relation til de allerede eksisterende instrumenter, der kan tages i anvendelse til neutralisering af statsfinansernes likviditetsvirkning.

Frem til slutningen af 1974 har problemet været at føre likviditet tilbage til den private sektor i et omfang, der var tilstrækkeligt til at finansiere en ønskelig aktivitetsudvikling (prisstigningerne taget i betragtning) samtidig med, at likviditeten var så tilpas stram, at renteudvikling og begrænsede indenlandske lånemuligheder tilskyndede den private sektor til en kapitalimport, der kunne bidrage til dækning af det valutariske finansieringsbehov. Ved omsvinget på statsfinanserne ændredes denne problemstilling fuldstændigt, idet behovet nu ikke længere er at føre likviditet tilbage, men derimod at opsuge likviditet.

I det følgende vil dette mere generelle problem blive indsnævret til en diskussion af, hvorledes et pengemarked kan tænkes at påvirke styringsmulighederne i den aktuelle konjunktursituation, ud fra den forudsætning, at det øjeblikkelige lave aktivitetsniveau vil blive afløst af en konjunkturopgang inden for en overskuelig fremtid.

2. Tilrettelæggelsen af en neutralisering af en likviditetsudvidelse må ses i nøje sammenhæng med, hvorledes likviditetsudvidelsen opstår, og hvilken virkning den vil få, såfremt den ikke neutraliseres.

Likviditetsudvidelse over statsfinanserne viser sig ved, at udbetalingerne fra staten overstiger indbetalingerne. Denne forskel kan henføres til to principielt meget forskellige årsager, der kan sammenfattes under begreberne automatiske stabilisatorer og finanspolitiske indgreb.

De automatiske stabilisatorers påvirkning af statsfinanserne viser sig ved, at statens indtægter og udgifter påvirkes af den økonomiske aktivitet. I 1975 og 1976 har denne påvirkning givet sig udtryk i, at den statslige kassestilling forringes dels som en følge af skattereformen pr. 1. januar 1975, dels på grund af lavere afgifts- og skatteprovenu som følge af formindskelse af forbrugskvoten og større arbejdsløshed - dels som følge af øgede udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse og andre indkomstafhængige ydelser. I en periode med forstærket økonomisk aktivitet vil modsatte tendenser gøre sig gældende.

De finanspolitiske indgreb kan have til formål at bremse eller fremskynde den økonomiske aktivitet. Midlerne til bremsning af den økonomiske aktivitet er dels forøgelse af statens indtægter ved skærpelse af beskatning eller forøgelse af afgiftssatser dels begrænsning af statens udgifter til køb af varer og tjenester. Finanspolitiske indgreb for at forstærke aktiviteten i økonomien kan dels ske ved, at staten øger sine køb af varer og tjenester hos den private sektor (hyppigst ved at øge de statslige investeringer som f.eks. i 1975 i forbindelse med septemberforliget), dels ved at staten for at øge den private sektors efterspørgsel begrænser skattetrykket. Eksempler herpå er skattereformen, der trådte i kraft pr. 1. januar 1975, og nedsættelse af merværdiafgiften i perioden 29. september 1975 til udgangen af februar 1976.

Samtidig med denne proces skete der i 1975 en forøgelse af den private sektors finansielle opsparring. For husholdningernes vedkommende er der sket en forøgelse af opsparringskvoten for at tilvejebringe en beredskabsopsparing med **henblik** på en eventuel reduktion i indkomsterne - f.eks. i tilfælde af arbejdsløshed. For virksomhedernes **vedkommende** er der sket en **ombytning** af reale aktiver med **finansielle aktiver i forbindelse med lagerreduktioner og tilbageholdenhed med investeringer i øvrigt.**

Stigningen i pengemængden er dermed i 1975 blevet kombineret med en svækkelse af væksten i transaktionsomfanget.

3. Virkningen af en sådan udvidelse af pengeforsyningen og forøgelse af den finansielle opsparing må antages at være følgende: Borgernes samlede kasse øges i en stærkere takt end transaktionsbehovet. Husholdninger, virksomheder og pengeinstitutter vil søge at placere den øgede likviditet på en sådan måde, at den giver det størst mulige afkast under hensyn til, at midlerne samtidig hurtigt skal kunne gøres likvide.

For husholdningernes vedkommende er indskud i eller nedbringelse af gæld til pengeinstitutter en nærliggende mulighed, ligesom der i begrænset omfang kan være tale om placering i værdipapirer uanset den hertil knyttede risiko for kurstab ved afhændelse før udløb.

Virksomheder har herudover den mulighed at nedbringe deres gældsætning til udlandet, hvilket de kan have fordel af at gøre, såfremt den herved sparede udgift til rente og evt. kurssikring overstiger omkostningerne ved at trække på indenlandske lån, subsidiært tabet ved at hæve indskud i indenlandske pengeinstitutter. Man må her tage i betragtning, at en virksomhed i almindelighed foretrækker den velkendte og nære indenlandske kreditfinansiering frem for finansiering i udlandet, hvor mulighed for valutakursjusteringer kan medføre risiko for tab. Alligevel må man gå ud fra, at renteforskelle spiller en betydelig rolle for valget mellem indenlandsk og udenlandsk finansiering.

En forskydning i incitamenterne til anvendelse af indenlandsk fremfor udenlandsk finansiering kan derfor få stor betydning, og her spiller renteforskelle en betydelig rolle.

4. I en situation, hvor pengeinstitutterne har ledig kasse i forhold til deres udlånsaktivitet, er der flere grunde til, at renteniveauet kan være vigende. Pengeinstitutterne kan således forsøge at øge deres udlånsaktivitet ved nedsættelse af rentesatserne, men denne fremgangsmåde kan være begrænset af et udlånsloft.

En anden mulighed for pengeinstitutterne er at købe obligationer i det omfang, det ikke af andre grunde er stridende mod deres placeringspræference (risikoen for kurstab). Herved bliver der - medmindre købet sker fra nationalbanken - imidlertid tale om, at pengeinstitutterne erhverver obligationer fra den private, ikke-finansielle sektor, som så placerer midlerne i pengeinstitutterne, der derefter igen må overveje, hvorledes midlerne skal anbringes. Den øgede efterspørgsel efter obligationer vil føre til kursstigninger og rentefald. Såfremt denne proces får lov at løbe et stykke tid, kan man komme i den situation, at pengeinstitutternes ind- og udlånsrentesatser er kommet ud af niveau med renteniveauet på obligationsmarkedet, hvilket kan føre til et fald i ind- og udlånsrentesatserne.

Denne renteforskydning kan få forskellige virkninger, hvoraf én er, at tendenserne til nedbringelse af virksomhedernes udenlandsgæld fremskyndes, hvilket vil eliminere noget af den indenlandske overskudslikviditet på valutareservernes bekostning.

Såfremt der ikke tages skridt til neutralisering af dele af likviditetsudvidelsen, vil det således få konsekvenser for renteutviklingen og dermed valutabalancen.

5. Hensynet til det valutariske finansieringsbehov er således et centralt moment for at forstå behovet for neutralisering af en for stærk likviditetsudvidelse.

Samtidig må det tages i betragtning, at selv om hensynet til valutabalancen ikke satte en grænse for, hvor stort et omfang en likviditetsudvidelse - med deraf følgende rentekonsekvenser - kan tillades at få, kan der være andre grunde til at søge at eliminere effekten af en kraftig udvidelse af borgernes samlede kasse. Der tænkes her på, at det i situationer med rigelig likviditet kan være vanskeligere gennem finanspolitiske indgreb at forhindre en opgangskonjunktur i at få for stærk dynamik med det resultat, at investeringsaktivitet og efterspørgsel efter konsumgoder overstiger kapacitetsgrænsen, hvorved omkostninger og priser kommer i bevægelse opad.

Renteeffekten af likviditetsbegrænsning

6. I det foregående er det nærmere overvejet, hvorfor en likviditetsneutralisering kan være nødvendig i en situation, hvor staten tilfører den private sektor likviditet og af aktivitetsmæssige årsager ikke finder grund til at skaffe finansiel ligevægt ved forhøjelse af skatter og afgifter. I det følgende gennemgås, hvorledes en sådan neutralisering kan foretages.

Udgangspunktet kan her være, at en likviditetsopsugning sker ved, at stat eller nationalbank sælger fordringer til den private sektor. Ud fra en snæver likviditetsbetragtning er det umiddelbart ligegyldigt, om neutraliseringen finder sted ved salg af fordringer med lang, mellemlang eller kort løbetid, men effekten på renteforholdene kan være meget forskellig.

Hvordan likviditetsopsugningen tilrettelægges, må således bl.a. bero på en vurdering af den private sektors præference for placering af den finansielle opsparing i kort- eller langfristede værdipapirer.

Væsentlige dele af den finansielle opsparing er blevet kanaliseret til pengeinstitutterne, hvor placeringen ikke medfører kursrisiko. Pengeinstitutternes kasse er derved blevet større, end hvad låneefterspørgselen kræver - udlånsloftet og den samlede økonomiske aktivitet taget i betragtning.

Pengeinstitutterne må ved overvejelserne om genanbringelse af disse ledige kasser tage hensyn til, at en senere stigning i den indenlandske omsætning medfører opsugning af primær likviditet på grund af højere skatter og afgifter. Samtidig trækker et højere aktivitetsniveau et større importbehov med sig og dermed øgede betalinger over for udlandet. Et højere aktivitetsniveau vil derfor - for pengeinstitutterne under ét - ret omgående give sig udtryk i tab af primær likviditet.

Pengeinstitutterne vil derfor være interesseret i at holde deres finansielle aktiver i en form, der hurtigt kan gøres likvid, uden at der samtidig er væsentlig risiko for, at dette må ske med konstatering af kurstab.

7. Såvel borgerne som pengeinstitutterne er således i denne konjunkturfase interesseret i placering af deres beredskabskasser på en sådan måde, at de hurtigt kan gøres likvide uden større risiko for kurstab.

Korte værdipapirer udbudt af stat eller nationalbank vil være velegnet til dette formål, og afsætningen vil kunne ske uden uhensigtsmæssige konsekvenser for renteniveau og rentestruktur.

Såfremt den likviditetsopsugning, der anses for formålstjenlig, derimod sker ved, at staten eller nationalbanken sælger værdipapirer med en løbetid, der ikke svarer til placeringspræferencefordelingen, kan det medføre en forstærket tendens til stigning i den lange rente, hvilket kan føre til en begrænsning af investeringsaktiviteten.

Spørgsmålet om likviditetsbegrænsning over et åbent eller et lukket marked.

8. Det fremgår af den i kapitel III foretagne gennemgang af likviditetsbegreberne, at sker likviditetsbegrænsning ved, at borgerne erhverver værdipapirer udstedt af nationalbank eller stat, vil der ud over begrænsning af den primære likviditet samtidig ske begrænsning af borgernes kasse.

Bindes midlerne derimod på den måde, at pengeinstitutterne erhverver fordringerne, vil man nok kunne give pengeinstitutterne et alternativ til udvidelse af borgernes trækningsrettigheder eller køb af finansielle aktiver hos borgerne, men ikke kunne hindre, at borgerne udnytter deres forbedrede nettostilling over for pengeinstitutterne, når et øget transaktionsbehov melder sig.

Ligesom likviditetsbegrænsningens karakter er forskellig alt efter, om den finder sted på et åbent eller et lukket marked, vil konsekvensen for pengemarkedsrenten være forskellig.

Sker likviditetsbegrænsningen over et åbent pengemarked - bør renten på markedet af hensyn til sikring af det valutariske finansieringsbehov som minimum ligge på niveau med udlandsrenten.

Sælges værdipapirerne derimod på et lukket pengemarked, må forrentningen være af en sådan størrelse, at pengeinstitutterne tilskyndes til opretholdelse af udlånsrentesatser, der sikrer det valutariske finansieringsbehov. Dette medfører ikke nødvendigvis, at pengemarkedsrenten svarer til udlånssatserne, men den vil i en situation med begrænset udlånsmulighed i højere grad være knyttet til indlånsrentesatserne. Disse forhold uddybes i det følgende.

9. Udbydes pengemarkedspapirer på et åbent marked, vil borgernes muligheder for at foretage finansielle placeringer blive mere varieret end under det nuværende system, hvor alternativerne i det væsentlige er indskud i pengeinstitutterne og erhvervelse af lange fordringer. Muligheden for hurtigt via rentetilpasninger at tilskynde til udenlandsk finansiering vil samtidig blive større end under det nuværende ret tungt-bevægelige system.

Vælger man ud fra disse hensyn at foretage en likviditetsbegrænsning over et åbent pengemarked ved salg af værdipapirer, må udbudet og dermed renten for disse papirer tilpasses således, at placeringen bliver et fordelagtigt alternativ til afvikling af gæld i udlandet. I vurderingen heraf indgår imidlertid ikke alene den relative renteforskel. Forventningerne til udvikling i valutakurser samt opretholdelse af en normal fordeling af finansiering mellem ind- og udland spiller en betydelig rolle.

I situationer med rolige valutaforhold behøver forskellen mellem indenlandske og udenlandske finansieringsomkostninger måske ikke at være stor, for at en tilstræbt fordeling af finansieringen mellem ind- og udland kan opretholdes. I situationer med forventning om ændringer i de internationale valutakursrelationer kan det derimod være nødvendigt at tilvejebringe et betydeligt spænd for at undgå omlægning af betalingssædvanerne. Den nødvendige rentestigning kan i sådanne tilfælde være så stor, at man af politiske grunde tvinges til at vælge andre virkemidler.

Indførelse af et åbent pengemarked har yderligere nogle konsekvenser, der må tages med i betragtningen ved afvejning af fordele og ulemper. Et af formålene er som nævnt, at placering i korte fordringer i langt højere grad end nu bliver et alternativ til indskud i pengeinstitutterne. Markedsføring af korte værdipapirer til borgerne må derfor antages at ville medføre, at pengeinstitutternes rentesatser i betydelig grad må tilpasses vilkårene på markedet for korte værdipapirer. Konsekvensen heraf kan blive hyppigere ændringer i pengeinstitutternes åbent viste rentesatser, der hidtil normalt kun er ændret i forbindelse med diskontoændringer.

Åbnes et pengemarked for udenlandske investorer, kan virkningen blive en periodevis indstrømning af udenlandsk valuta, hvilket vil kunne vanskeliggøre realiseringen af en indenlandsk rentemålsætning. Der skabes dog næppe ad denne vej noget stabilt bidrag til betalingsbalancens finansiering, da det modtagne valutabeløb konstant må holdes til disposition for hurtig tilbagebetaling ved svækket udenlandsk interesse i at holde kapital placeret her i landet.

På denne baggrund vil den væsentligste konsekvens af udenlandsk adgang til pengemarkedet blive en øget rentebyrde for nationalbanken eller staten. Det må derfor være en naturlig forudsætning for indførelse af et åbent pengemarked, at udlændinge ikke får adgang hertil.

Det tilføjes, at det ikke vil være i strid med EF-reglerne, om placering i kortfristede værdipapirer, der normalt handles på pengemarkedet, forbeholdes indenlandske investorer. Der er dog en vis fortolkningsmæssig usikkerhed forbundet med afgrænsningen af, hvor lang løbetid et værdipapir på pengemarkedet kan have.

Ovenstående kan kort resumeres således: Med et åbent pengemarked vil stat og nationalbank relativt hurtigt og effektivt kunne tilpasse rentevilkårene på en sådan måde, at dækning af det valutariske finansieringsbehov under normale forhold kan sikres. Hvis pengemarkedet får et betydende omfang, vil konsekvensen blive, at pengeinstitutternes rentesatser til en vis grad vil variere sammen med forholdene på pengemarkedet til forskel fra de nuværende forhold, hvor pengeinstitutternes renteændringer i højere grad sker som følge af ændringer i den administrativt fastsatte diskonto.

Det fremgår yderligere, at det under de nuværende forhold må derfor anses for hensigtsmæssigt at forbeholde placering i pengemarkedspapirer for valuta-indlændinge, hvilket ikke vil stride mod EF-reglerne.

10. Ved et lukket pengemarked forstås et marked, hvor pengeinstitutterne og nationalbanken har adgang til at købe og sælge de af staten eller nationalbanken udstedte værdipapirer. Omsætningen af de af nationalbanken siden november 1975 udstedte indlånsbeviser har hidtil i realiteten foregået på et sådant lukket pengemarked.

Et lukket pengemarked kan anvendes som et led i regulering af udsving i likviditeten som følge af sæsonbetonede forskelle i statens ind- og udbetalinger og i samhandelen med udlandet. Denne anvendelse af et pengemarked er nøjere vurderet i kapitel III og skal ikke tages op her, hvor det centrale emne er anvendelsen af pengemarkedspapirer som et led i valuta- og konjunkturpolitikken.

Formålet med et sådant marked vil i en situation, hvor likviditetsudvidelsen giver sig udtryk i stigning i indlånene, være at give pengeinstitutterne en mulighed for at placere ledig kasse på sådanne vilkår, at de kan acceptere indlån fra borgerne, uden at dette nødvendiggør en nedsættelse af renteniveauet under den grænse, hvor det bliver fordelagtigere for borgerne at vælge indenlandsk finansiering frem for finansiering i udlandet.

Medmindre likviditetsudvidelsen går så langt, at fordelingen mellem ind- og udlån forrykkes afgørende, vil pengeinstitutterne alt andet lige således kunne opretholde normale relationer mellem ind- og udlånsrentesatser, hvis renten på pengemarkedet er tilstrækkelig til mindst at finansiere en normal forrentning af indlån. Man vil herved undgå, at pengeinstitutterne bliver tvunget til at nedsætte renten på udlån for at øge efterspørgslen efter lån.

I en situation med relativt dæmpet økonomisk aktivitet skulle man således gennem et lukket pengemarked kunne anviser pengeinstitutterne en mulighed for placering af ledige midler og dermed forhindre et rentefald, der kan tilskynde til en omlægning af betalingsmønsteret over for udlandet.

Muligheden for at anvende et lukket pengemarked som et led i likviditetsstyringen er - da pengeinstitutterne altid vil være interesseret i, at borgerne trækker på deres kreditter - begrænset i en situation, hvor aktiviteten på ny drejer opad.

Påvirkningen af pengeinstitutternes rentesatser vil således blive mere indirekte og derfor mindre effektiv end under et åbent pengemarked. For virksomheder med overskudslikviditet vil der i en situation med et lukket pengemarked endvidere ikke blive åbnet noget alternativ til de indskud i pengeinstitutterne på aftalekonti og lign., der svarer til deres placeringspræferencer. Man kan således konkludere, at et lukket pengemarked næppe vil være et egnet instrument til beskyttelse af valutareserven.

Refinansiering og rentetilpasning.

11. Ovenfor har man undersøgt spørgsmålet om, hvorledes effekten af en likviditetsudvidelse kan tilpasses en overordnet målsætning gennem udstedelse af korte værdipapirer. Betragtningerne var her knyttet til etableringsfasen, hvor der vil blive tale om en gradvis udvidelse af dette marked i takt med behovet for begrænsning af den likviditetstilførsel, som foregår over de statslige budgetter.

De værdipapirer, der kan blive tale om at emitte på et kort marked, vil alt overvejende have en løbetid på mindre end to år. Udstedelsen må derfor forudsættes knyttet sammen med en stående bemyndigelse, som kan sikre, at tilførsel af korte papirer sker i et sådant tempo, at alt for drastiske udsving i renten kan imødegås.

For at opnå en sådan jævn udvikling i forholdene på markedet for korte papirer vil det være hensigtsmæssigt løbende at emitte lån, hvis størrelse er afpasset udviklingen i statens kassestilling, herunder indfrielse af tidligere emissioner, samt den ønskede udvikling i den korte rente på kort sigt.

Vilkårene på et kort værdipapirmarked må løbende justeres, for at den opstillede målsætning først og fremmest i relation til finansiering af valutabalancen kan realiseres.

Samtidig vil en ændring i konjunktursituationen afspejle sig i efterspørgsel efter korte papirer og dermed i den korte rente.

I det omfang, aktiviteten ikke ønskes påvirket nævneværdigt, samtidig med at likviditetsudviklingen i den private sektor ikke er i overensstemmelse med rentemålsætningen, kan salg af statsobligationer suppleres med anvendelse af andre pengepolitiske instrumenter f.eks. kassebindingsregler, ændring i udlånsloft samt ændringer af nationalbankens rentesatser (jfr. kapitel II).

I situationer, hvor aktivitetsudviklingen i den private sektor er for stærk i forhold til ønsket om en balanceret økonomisk vækst, vil kun en høj forrentning af pengemarkedspapirer kunne gøre den private sektor interesseret i ikke at anvende sine finansielle aktiver til at finansiere stigende real efterspørgsel. En sådan nødvendig rentestigning kan af politiske grunde være uacceptabel, og det vil derfor være urealistisk at benytte ændringer i den korte rente som eneste instrument i konjunkturstyringen. Til dette formål må pengepolitikken suppleres med finanspolitiske og andre økonomiske virkemidler.

Derimod vil en vis stigning i den korte rente være hensigtsmæssig både af hensyn til finansieringen af det i forbindelse med konjunkturopsvinget som oftest stigende underskud på betalingsbalancens løbende poster og af hensyn til den ganske vist svage - effekt på den reale efterspørgsel.

En løbende tilpasning af den korte rente i takt med udviklingen i det valutariske finansieringsbehov vil kunne begrænse eventuelle tendenser til fald i valutaeserverne. Dette kan i visse perioder medvirke til at man undgår en gradvis reduktion af valutaeserverne, der pludselig medfører tendenser til spekulative kapitaioevægelser af frygt for en isoleret dansk valutakursjustering.

Et særligt problem vil imidlertid kunne opstå i perioder med egentlig krise på valutamarkedene. Det er her naturligvis relevant, hvor store uudnyttede trækingsrettigheder borgerne råder over. Det må umiddelbart antages, at jo større omløbet af værdipapirer med kort restløbetid i den private ikke-finansielle sektor er, jo større vil mulighederne for hurtigt at frigøre midler til tilbagebetaling af udlandsgæld være. I

en situation med valutauro kan det derfor blive nødvendigt at fremkalde en drastisk forhøjelse i den korte rente, dels for gennem kursfaldet at påvirke potentielle sælgere af korte papirer til at afstå fra salg, dels for at gøre det attraktivt at købe nye korte papirer, når de cirkulerende indfries ved forfald.

12. Det må overvejes, hvilke konsekvenser der kan være forbundet med at foretage likviditetsopsugningen ved anvendelse af værdipapirer med noget længere løbetid, d.v.s. operere på det allerede eksisterende obligationsmarked gennem udbud af statsobligationer, som direkte vil konkurrere med realkreditobligationerne. Ved en vurdering heraf må der på ny vendes tilbage til overvejelserne omkring transaktionsbehov og placeringspræference.

Det er ovenfor anført, at det forekommer sandsynligt, at likviditetsudvidelsen i 1975 for en væsentlig dels vedkommende er tilfaldet grupper, der kun er interesseret i en midlertidig anbringelse af midler i finansielle aktiver. Såfremt man i denne situation udelukkende foretager en tilstræbt likviditetsopsugning ved udbud af lange statsobligationer, vil sådanne grupper på grund af muligheden for kurstab i en salgssituation kræve en slags risikoforsikring i form af en høj rente. Ved placering i kortfristede værdipapirer er en sådan forsikring ikke nødvendig. Dette betyder, at neutralisering ved hjælp af ikke-kortfristede værdipapirer kan udløse tendenser til en øjeblikkelig og antagelig kraftig rentestigning på det lange marked, hvor formålet med operationen kun har været at undgå et fald i den korte rente.

Kan likviditetsudvidelsen henføres til, at den økonomiske politik er lagt til rette med sigte på at øge den økonomiske aktivitet, vil en rentestigning på lange papirer være i strid med det opstillede mål.

Likviditetsopsugning ved hjælp af lange værdipapirer vil således straks medføre en tendens til rentestigning, der vil være stærkere end ved anvendelse af papirer med en løbetid, der er mere i overensstemmelse med placeringspræferencerne.

I en senere opgangsfase kan renteniveauet blive påvirket yderligere opad. I takt med opgangen i den økonomiske

aktivitet vil transaktionsbehovet øges, og virksomheder og pengeinstitutter vil søge at gøre de beredskabsmidler, der midlertidigt er placeret i lange fordringer, likvide.

Medmindre der i en sådan situation løbende tilføres likviditet gennem støtte fra nationalbanken, vil renten derfor stige. Det er imidlertid ikke udelukket, at en del købere af obligationer, der oprindeligt kun har haft til hensigt at foretage midlertidig placering, ved udsigt til kurstab vil afstå fra at sælge i håb om, at kurserne senere vil rette sig. I det omfang, dette gør sig gældende, vil salgspresset på obligationsmarkedet mindskes.

Konkluderende bemærkninger.

13. Ovenstående leder således frem til, at man i den nuværende situation ved valget mellem at foretage likviditetsopsugningen ved hjælp af korte eller ikke-korte papirer må vurdere, hvorledes man bedst realiserer den overordnede målsætning om en balanceret økonomisk vækst bl.a. gennem styring af renteniveau, rentestruktur samt udvikling i likviditeten. I relation til renteforholdene er der to hensyn, der må tilgodeses. For det første, at den korte rente til stadighed har et sådant niveau, at den fornødne kapitalimport sikres, hvilket specielt i den øjeblikkelige konjunkturfase tilsiger et ganske betydeligt udbud af korte værdipapirer, som kan tilfredsstille den stærkt øgede efterspørgsel efter korte placeringsmuligheder. En sådan styring af den korte rente sikres mest direkte ved udbud af papirer på et åbent marked, hvor erhvervelse af disse aktiver bliver et umiddelbart alternativ for virksomheder til afvikling af udenlandsk gæld.

For det andet, at den lange rente tilpasses den ønskede udvikling i de faste investeringsaktiviteter, herunder ikke mindst boligbyggeriet, hvilket tilsiger, at der i den nuværende konjunkturfase undgås nævneværdige rentestigninger, samt at renteutviklingen på det lange marked i det hele taget ikke undergår for bratte ændringer.

Endelig må likviditetsudviklingen vurderes i sammenhæng med den ovenfor skitserede rentemålsætning. I det omfang, der er uoverensstemmelse mellem den ønskede udvikling i rente-

og likviditetsforholdene, må andre økonomisk-politiske instrumenter tages supplerende i brug for derved at sikre, at borgernes samlede kasse får et i forhold til den ønskede aktivitetensudvikling passende niveau.

Meget taler således for, at en likviditetsopsugning mest hensigtsmæssigt kan foretages ved udstedelse af værdipapirer med såvel kort som lang løbetid, Det må dog understreges, at det næppe på forhånd er muligt helt præcis at afgøre, hvorledes fordelingen mellem salg af korte og lange obligationer skal tilrettelægges, idet man ikke på forhånd kan danne sig et helt sikkert indtryk af efterspørgernes præferencer. Det vil derfor være tilrådeligt, at man "prøver sig frem" under stadig hensyntagen til den overordnede målsætning vedrørende rente- og likviditetsudviklingen.

Ved afvejningen må der tillige lægges vægt på, at borgernes samlede og potentielle kasse i vid betydning - herunder indskud i pengeinstitutterne, uudnyttede trækningsrettigheder og beholdning af korte værdipapirer - ikke får et i forhold til finansieringen af den fremtidige tilstræbte aktivitet for rigeligt omfang. Er dette tilfældet, vil der stilles større krav om en smidig anvendelse af de økonomisk-politiske virkemidler i konjunkturpolitikken. Det må i denne forbindelse understreges, at pengepolitiske instrumenter ikke vil kunne stå alene i styringen af aktivitetensudviklingen, idet realiseringen af målsætningen om balanceret økonomisk vækst i så fald formentlig vil resultere i politisk uacceptable rentesatser.

I denne forbindelse må tilføjes, at jo større mulighed den private sektor har for uden kurstabsrisiko at ombytte værdipapirer med betalingsmidler, des større er muligheden for, at der i situationer med uro på de internationale valutamarkeder kan blive tale om kapitalbevægelser, der kan true valutareserverne.

Bilag

BILAG 1.

Likviditetsudjævning i den finansielle sektor.

Indledning.

1. Indledningsvis må det understreges, at det for det enkelte pengeinstitut umiddelbart er ligegyldigt, om en likviditetsuligevægt bringes ud af verden gennem transaktioner, der påvirker hele banksystemets likviditet – dvs. låntagning i Danmarks Nationalbank og/eller udlandet - eller gennem transaktioner, der kun fordeler den likviditet, der allerede er i systemet, dvs. låneoperationer mellem de private pengeinstitutter. Det, der for det enkelte pengeinstitut er afgørende for valget, er først og fremmest rentevilkårene.

Et pengeinstituts udlånsaktivitet tilrettelægges principielt med henblik på at opnå et så stort udlån som muligt i forhold til indlåns- og egenkapital - de særlige krav til likviditet i bank- og sparekasselovgivningen samt de driftsmæssige hensyn taget i betragtning.

Det, der i mange situationer vil sætte ret snævre grænser for udlånsniveauet, er imidlertid de transaktionsmæssige spidsbelastninger, dvs. situationer, hvor træk på udlån er meget store i forhold til den normale kasse. I det omfang, et pengeinstitut kan være sikker på at kunne klare spidsbelastninger ved kortvarig lånoptagelse, vil det derfor kunne opnå en mere optimal udnyttelse af dets kapital.

Med henblik herpå har pengeinstitutterne internt tilrettelagt forskellige lånesystemer, der sammen med trækingsrettigheder i nationalbanken er i stand til at udligne spidsbelastningssituationer for det enkelte pengeinstitut, hvorved den samlede udlånsaktivitet i forhold til indlån og egenkapital er blevet forøget. Disse systemers eksistens har hermed stor betydning for udviklingen i den samlede kreditgivning og dermed pengeforsyningen.

Da likviditetsstyringen – og ikke mindst styringen af pengeinstitutternes likviditet - er et centralt problem i relation til overvejelserne om etableringen af et marked for kortfristede værdipapirer (et pengemarked), skal spørgs-

målet om likviditetsudjævning inden for den finansielle sektor i det følgende belyses nærmere.

2. Forinden kan det måske være nyttigt kort at resumere de påvirkninger, der udefra sker på banksystemets likviditet, dvs. beholdning af primære betalingsmidler. Disse påvirkninger skyldes dels pengeinstitutternes transaktioner med borgerne, dels borgernes transaktioner med staten og udlandet. Resultaterne af disse transaktioner, der må siges at være af autonom karakter, udlignes overvejende ved transaktioner mellem pengeinstitutterne og nationalbanken, f. eks. ved etablering af lånerammer og emission af indlænsbeviser. Centralt er det, at der ved udformningen af disse udligningsmekanismer i høj grad tages hensyn til pengepolitiske målsætninger såsom renteniveauet, udviklingen i borgernes kasse og kapitalimporten.

Samtidig er det vigtigt at erindre sig, at der - som ovenfor nævnt - ikke eksisterer noget vandtæt skot mellem denne form for likviditetsudjævning og den likviditetsudjævning, der sker pengeinstitutterne imellem. Tværtimod kan man, som det vil fremgå af det følgende, tale om, at vilkårene for den likviditetsudjævning, der foregår via transaktioner med nationalbanken og udlandet, er bestemmende for vilkårene for likviditetsudjævning pengeinstitutterne imellem.

Korrespondentposter.

3. Vender vi os derefter til den form for likviditetsudjævning, hvor der er tale om en omfordeling af den likviditet, der allerede findes i banksystemet, kan dette foregå på forskellige måder.

Den mest direkte metode er transaktioner via pengeinstitutternes indenlandske korrespondentposter.

Det, der sker, er, at pengeinstitutter med overskudslikviditet placerer indskud i andre pengeinstitutter, som alt efter deres eget likviditetsbehov beholder dem eller igen placerer dem hos andre pengeinstitutter. Resultatet af denne proces bliver i sidste ende, at overskudslikviditet ender hos pengeinstitutter med underskudslikviditet. Herved

Tabel 1. Pengeinstitutternes indenlandske korrespondentposter på aktivsiden og afgivne interbankmellemværenders andel heraf.

	BANKER		SPAREKASSER			
	Tilgodehaven- der i inden- landske pen- geinstitutter 1.	Heraf af- givet via interbank- markedet 2.	2. i pct. af 1.	Tilgodehaven- der i inden- landske pen- geinstitutter 3.	Heraf af- givet via interbank- markedet 4.	4. i pct. af 3.
	mill. kr.	mill. kr.		mill. kr.	mill. kr.	
Dec. 1970	1.289	356	28	833		
Juni 1971	1.258	531	42	1.078		
Dec. 1971	1.779	621	35	875		
Juni 1972	1.583	678	43	929	220	24
Dec. 1972	2.077	927	45	919	283	31
Juni 1973	2.167	1.108	51	901	267	30
Dec. 1973	2.367	1.079	46	824	276	33
Juni 1974	2.038	874	43	1.459	709	49
Dec. 1974	2.635	1.488	56	1.351	690	51
Juni 1975	3.045	2.269	75	1.672	851	51
Dec. 1975	3.886	3.258	84	1.165	473	41

Anm.: Der foreligger ikke oplysninger om sparekassernes interbankmellemværender før marts 1972.

opnår banksystemet, at den samlede kasse - og derved de hermed forbundne omkostninger i form af rentetab - reduceres mest muligt.

At disse korrespondentmellemværender spiller en rolle, fremgår af, at af en samlet pengeinstitutbalance ved udgangen af september 1975 på 138 mia. kr. tegner tilgodehavender i (og gæld til) indenlandske pengeinstitutter sig for godt 4 mia. kr., og at den samlede årlige bruttolåntagning på interbankmarkedet, hvor disse korrespondentmellemværender overvejende opstår, jfr. nedenfor, kan anslås at udgøre ca. 200 mia. kr.

Disse korrespondentmellemværender har igennem tiden skiftet karakter fra overvejende at være omfattet af generelle aftaler om forrentning (og løbetid) til, at der for hver enkelt transaktion særskilt aftales rentesats og løbetid. Sidstnævnte type af mellemværende dækkes af begrebet interbankmellemværender, der overvejende er med meget kort løbetid, typisk 1 dag.

Disse interbankmellemværender har siden etableringen af et egentligt interbankmarked i efteråret 1970 udgjort en stadig større del af pengeinstitutternes samlede korrespondentmellemværender, jfr. tabel 1. Da der foreligger en række oplysninger om dette, især ved det for den kortsigtede likviditetsudjævning meget betydningsfulde marked, er der udarbejdet en redegørelse for dets udvikling og de faktorer, der bestemmer rentedannelsen på det. Denne redegørelse er optaget som underbilag 1 til nærværende bilag; konklusionerne i denne redegørelse findes i punkterne 15-19.

Aftalekontomarkedet.

4. Af andre metoder i pengeinstitutternes likviditetspolitik kan nævnes det såkaldte aftalekontomarked (eller markedet for blokindsud). Der er tale om et marked, hvor borgerne er udbydere af likviditet, mens pengeinstitutterne er efterspørgere. Det, der omsættes på markedet, er beløbsmæssigt store blokke af indlån, hvor der for hver enkelt blok særskilt aftales løbetid og rentesats.

Et pengeinstitut med likviditetsbehov kan søge dækning herfor ved på dette marked at erhverve sig de fornødne blok-

indskud, som typisk består af fordringer på andre pengeinstitutter, hvis erhvervelse betyder overflytning af likviditet.

Aftalekontomarkedet er vokset frem efter ophævelsen i januar 1973 af pengeinstitutternes renteaftale. På grundlag af nationalbankens undersøgelsen i august 1974 af renteudviklingen kan det skønnes, at 7-8 pct. af de samlede indlån på dette tidspunkt var placeret på aftalekonti, svarende til beløb på ca. 6 mia. kr. Andelen må antages at svinge en del, afhængigt af likviditetsforholdene i banksystemet og forventningerne hertil. Inden for det sidste års tid synes der at være sket en relativt stærk vækst i dette markeds omfang.

En mere detaljeret beskrivelse af dette marked er foretaget i underbilag 2 til nærværende bilag.

Markedet for korte værdipapirer.

5. Endelig skal det nævnes, at udjævning af likviditet imellem pengeinstitutterne også i et vist omfang sker gennem indbyrdes handel med korte værdipapirer (obligationer i lukkede serier med kort restløbetid,, nationalbankens indlånsbeviser samt de i 1975 emitterede statsobligationer). Da korte værdipapirer imidlertid typisk er ret fast placeret, har dette marked antagelig et meget begrænset omfang, jfr. underbilag 3.

Slutning.

6. I forbindelse med gennemgangen ovenfor af de metoder, der benyttes ved likviditetsudjævning mellem pengeinstitutterne, kan der til slut være grund til at understrege, at de enkelte metoder er snævert bundet sammen, dvs. udgør alternativer til hinanden med høj substitutionsgrad. Hertil kommer, at disse metoder og deres resultater må ses i en nøje sammenhæng med pengeinstitutternes likviditetsudjævning via nationalbank og udland. Som ovenfor nævnt er det afgørende for et pengeinstitut i likviditetsuligevægt nemlig ikke, hvorledes denne bringes ud af verden, men på hvilke vilkår dette kan ske, og herunder er prisen (renten) naturligvis en vigtig faktor.

Underbilag 1.

Det danske interbankmarked.

1. Interbankmarkedet er karakteriseret ved, at der er tale om et finansielt marked mellem banker og sparekasser, hvor der omsættes korte indskud og udlån, og hvor der for hver enkelt transaktion særskilt aftales løbetid og rentesats. Det er det forhold, at der for hver enkelt transaktion særskilt aftales løbetid og rentesats, der adskiller interbankmarkedet fra de almindelige korrespondenttransaktioner mellem pengeinstitutterne '.

I det følgende skal dette marked, der blandt fagfolk^{o)} også går under betegnelser som "pengemarkedet" ', "telefonmarkedet" og "kronemarkedet", nærmere beskrives. Først diskuteres baggrunden for markedets opståen og dets funktion. Derefter følger en gennemgang af markedets struktur og omfang, suppleret med en række statistiske oplysninger. Til slut belyses udviklingen i interbankrenten, ligesom resultaterne af forskellige analyser af de rentebestemmende faktorer præsenteres og diskuteres.

Interbankmarkedets baggrund og funktion.

2. Baggrunden for interbankmarkedets etablering i 1970 var, at likviditetsforholdene på grund af overskuddene på statsfinanserne efterhånden blev stadigt strammere. Herved blev behovet for at effektivisere den tilstedeværende likviditet i pengeinstitutterne tilsvarende stærkere. Hertil kom, at sæsonsvingningerne på statsfinanserne, som i forvejen var ret kraftige, var blevet endnu voldsommere efter kildeskattens indførelse, hvilket yderligere bidrog til at øge presset på nogle pengeinstitutters kasser samtidig med, at andre holder uforrentede folioindskud i nationalbanken.

- 1) Udtrykket "banker og sparekasser" og udtrykket "pengeinstitutter" bruges synonymt.
- 2) Denne betegnelse anvendes af Danmarks Statistik.

I modsætning til, hvad tilfældet er i en lang række andre lande, har nationalbankens styring af pengeinstitutternes likviditet aldrig fundet sted gennem direkte deltagelse på interbankmarkedet. Derimod har udformningen af nationalbankens låneregler og udlånsrentesatser i perioder spillet en afgørende rolle for udviklingen på dette marked, jfr. analysen nedenfor af renteforholdene på interbankmarkedet.

3. Interbankmarkedets funktion er derfor først og fremmest at effektivisere (minimalisere) pengeinstitutternes likviditetsanvendelse gennem likviditetsudjævning mellem pengeinstitutter med overskudslikviditet og pengeinstitutter med underskudslikviditet. Herved slås de deltagende pengeinstitutters kasser så at sige sammen, hvilket reducerer låntagningen i - og dermed rentebetalingerne til - nationalbanken, hvad der for banksystemet som helhed er en indtjeningsfordel, ikke mindst, når renteniveauet stiger.

Herudover kan interbankmarkedet også for enkelte pengeinstitutter gennem mere permanent låntagning på den længere del af markedet antages at have dannet basis for aktivitetsudvidelse, enten i form af udlån til publikum eller værdipapirkøb.

Endelig synes interbankmarkedet for de store pengeinstitutter - ud over at opfylde sin primære funktion - at være et område, hvor der drives egentlig arbitragevirksomhed, hvor indtjeningen baseres på, at man udnytter renteforskelle.

Interbankmarkedets struktur

4. Som allerede nævnt optræder kun banker og sparekasser som markedsdeltagere på interbankmarkedet.

Der offentliggøres ikke løbende statistik til belysning af, hvor stor en del af henholdsvis banker og sparekasserne der deltager i markedet. Hovedresultatet af enkeltstående undersøgelser heraf er vist i tabel 1, mens mere detaljerede tal er vist i bilagstabel A.

For banker er antallet af deltagere fra i december 1970 at have ligget på godt 30 efterhånden vokset til ca. 60 ved udgangen af september 1975. I løbet af denne periode er

Tabel 1. Antal deltagende pengeinstitutter på interbankmarkedet.

Ultimo	Antal pengeinstitutter, der ved månedens udgang kun har afgivet beløb til interbankmarkedet	Antal pengeinstitutter, der ved månedens udgang kun har modtaget beløb fra interbankmarkedet	Antal pengeinstitutter, der ved månedens udgang både har afgivet og modtaget beløb via interbankmarkedet	Til-sammen
<u>Banker:</u>				
December 1970	15	6	11	32
December 1971	17	7	14	38
November 1972	16	11	15	42
September 1975	22	9	29	60
<u>Sparekasser:</u>				
November 1972	16	3	-	19
Juli 1975	25	5	6	36
September 1975	16	1	12	29

det samlede antal banker faldet fra godt 90 til godt 80, hvilket betyder, at størstedelen af bankerne efterhånden optræder som deltagere på markedet. En del af den nedenfor omtalte vækst i markedets omfang kan således tilskrives en udvidelse af deltagerkredsen.

Det samme gør sig gældende for sparekasserne, hvor antallet af deltagere på interbankmarkedet ved udgangen af november 1972 kunne opgøres til 19, mens antallet i juli kvartal 1975 har ligget på godt 30. Såvel for sparekasserne som for bankerne er det overvejende de små pengeinstitutter, der ikke optræder som markedsdeltagere.

Knap 40 pct. af de deltagende banker optræder som rene udbydere (d.v.s. har kun afgivet beløb til interbankmarkedet), mens 15-20 pct. optræder som rene efterspørgere. Den største gruppe udgøres - med knap halvdelen af deltagerne - af banker, der både er udbydere og efterspørgere. Denne gruppe består især af de større banker, der dels optræder som formidlere for de mindre banker og sparekasser, dels som egentlige arbitragører, der udnytter renteforskelle på interbankmarkedet.

For sparekasserne er billedet præget af, at disse normalt er nettoafgivere til bankerne, hvorfor den største gruppe udgøres af de rene udbydere. Gruppen af rene efterspørgere er relativt lille, mens en række af de større sparekasser - ligesom de større banker - har blandede positioner.

Bankerne tegner sig for langt den største del af de samlede interbankmellemværender. Langt de fleste mellemværender har en bank som såvel afgivende som modtagende part. Herefter følger den type mellemværende, hvor den afgivende part er en sparekasse og den modtagende en bank. Også mellemværender, hvor den afgivende part er en bank og den modtagende en sparekasse, har efterhånden fået en vis udbredelse. Rene mellemværender mellem sparekasser udgør en meget lille del af det samlede interbankmarked, jfr. i øvrigt under omtalen af interbankmarkedets omfang.

5. Da det, der omsættes på interbankmarkedet, er krone-mellemværender (bogfordringer) mellem pengeinstitutter, opereres der ikke med sikkerhedsstillelse, hvilket bidrager til at reducere transaktionsomkostningerne; et forhold, der er af afgørende betydning på et finansielt marked, hvor der fortrinsvis omsættes fordringer med meget kort løbetid. Af samme grund er der normalt en mindstegrænse på 1 mill. kr. for hver enkelt transaktion på interbankmarkedet.

På trods af, at der ikke opereres med sikkerhedsstillelse på markedet, er det ikke ualmindeligt, at de deltagene pengeinstitutter hver for sig har sat grænser for, hvor stort et beløb de vil udlåne til eller låne fra bestemte andre pengeinstitutter; der arbejdes altså med kreditlimits ligesom over for publikum.

6. Kontakten og formidlingen på interbankmarkedet sker overvejende via en dansk-engelsk mæglervirksomheds (P. Murray-Jones, Aps) danske afdeling i København. Det forekommer dog også, at formidlingen sker direkte mellem de to kontraherende parter. Da markedets deltagere opfatter dette som et alternativ til andre placerings- og lånemuligheder, optræder mæglerfirmaet tillige som informationscentral, hvor deltagerne kan få oplysninger om de aktuelle markedsforhold. Al kontakt foregår af tidsmæssige hensyn via telefonnettet - dog således, at indgåede handler bekræftes skriftligt samme dag af parterne.

For formidlingen modtager mægleren en provision af såvel det modtagende som det afgivende pengeinstitut på 1/32 pct. p.a.

Transaktionerne mellem markedsdeltagerne sker som regel over deres foliokonti i nationalbanken.

7. Siden april 1975 har Danmarks Statistik løbende offentliggjort oplysninger om, hvorledes pengeinstitutternes mellemværender over interbankmarkedet fordeler sig på oprindelig løbetid ved månedens udgang. På grundlag af oplysningerne for månederne april til august 1975 er beregnet, hvorledes de samlede mellemværender - set fra såvel udbudssiden (afgivne beløb) som fra efterspørgselssiden (modtagne beløb) - fordeler sig.

Resultatet er vist i tabel 2. Det fremgår heraf, at i gennemsnit har knap halvdelen af de samlede mellemværender en løbetid på indtil 1 uge, mens omkring 1/5 har en løbetid, der ligger fra 1 uge indtil 1 måned, og resten har en løbetid på 1 måned og derover. Langt den overvejende del af mellemværenderne med en løbetid på indtil 1 uge må antages at være dag-til-dag lån, ligesom lån med længere løbetid end 3 måneder hører til sjældenhederne. Af tallene synes at kunne spores en tendens til, at de meget korte mellemværenders andel er størst i den sidste måned af hvert kvartal, hvor likviditetsforholdene - bl.a. som følge af det store transaktionsomfang - normalt strammer til. Det ringe antal observationer samt de regelmæssige likviditetsforhold i analyseperioden gør det ikke muligt at udtale sig om, hvorvidt denne tendens er af mere permanent og strukturel karakter.

Til belysning af løbetidsforholdene for henholdsvis bankernes og sparekassernes interbankmarkedsmellemværender er i tabel 3 givet en mere detaljeret oversigt over disse mellemværender ved udgangen af juni 1975. Mens bankernes indbyrdes mellemværender, der udgør den største del af de samlede mellemværender, har en løbetidsfordeling, der svarer til det ovenfor nævnte, har sparekassernes mellemværender med bankerne - overvejende i form af afgivne beløb - en klar overvægt af de helt kortfristede mellemværender med en løbetid på indtil 1 uge, mens sparekassernes indbyrdes mellemværender er af forsvindende størrelse.

8. Indtil udgangen af 1974 blev der af Danmarks Statistik offentliggjort oplysninger, der gjorde det muligt at sige noget om de regionale forhold på interbankmarkedet.

Det fremgår heraf, at hovedbankernes aktivitet på markedet, der allerede ved markedets etablering lå på et højt niveau, ikke er vokset ret meget, mens de øvrige banker i hovedstaden og på øerne viser en noget stærkere vækst i aktivitetsudvidelsen. Men langt den kraftigste aktivitetsudvidelse på markedet viser dog de jyske banker.

Der er også karakteristiske forskelle på de enkelte bankgruppers nettoposition på markedet. Således optræder hovedbankerne altid som relativt store nettolåntagere, mens

Tabel 2. Løbetidsfordeling for pengeinstitutternes mellemværender over interbankmarkedet.

Ultimo	1975					
	April	Maj	Juni	Juli	August	September
<u>Afgivne beløb med løbetid på:</u>						
Indtil 1 uge	46	46	51	43	36	31
1 uge indtil 1 måned	23	15	21	18	7	8
1 måned og derover	31	39	28	39	57	61
Tilsammen	100	100	100	100	100	100
<u>Modtagne beløb med løbetid på:</u>						
Indtil 1 uge	41	37	53	44	43	33
1 uge indtil 1 måned	18	12	12	17	6	9
1 måned og derover	41	51	35	39	51	58
Tilsammen	100	100	100	100	100	100

Tabel 3. Pengeinstitutternes mellemværender over pengemarkedet pr. ultimo juni måned 1975.

	Banker		Sparekasser		I alt	
	Mellemværender med banker	Mellemværender med sparekasser	Mellemværender med banker	Mellemværender med sparekasser	Mellemværender med banker	Mellemværender med sparekasser
_____ mill. kr.						
Debet.						
Indtil 1 uge	1 027,1	28,5	520,3	2,5	1 547,4	31,0
1 uge indtil 1 måned ...	496,9	21,0	154,0	—	650,9	21,0
1 måned og derover ...	651,5	44,0	172,4	2,0	823,9	46,0
<i>Debet i alt</i>	2 175,5	93,5	846,7	4,5	3 022,2	98,0
Kredit.						
Indtil 1 uge	924,7	459,5	49,9	0,9	974,6	460,4
1 uge indtil 1 måned ...	233,7	86,0	11,0	—	244,7	86,0
1 måned og derover ...	756,7	145,3	54,0	12,5	810,7	157,8
<i>Kredit i alt</i>	1 915,1	690,8	114,9	13,4	2 030,0	704,2

Anm. Ved pengemarkedet forstås det mellem banker og sparekasser etablerede marked for penge, der er karakteriseret ved, at der for hver enkelt transaktion er aftalt løbetid og rentesats. Opførelsen fremkommer som en specifikation af bank- og sparekassestatistikens debetpost 3,1 og 4,1 og kreditpost 3,1 og 4,1.
For sparekassernes vedkommende indgår kun sparekasser med en arbejdende kapital på 10 milli. kr. og derover.

de øvrige banker i begyndelsen af markedets levetid er nettolångivere (d.v.s. tilfører hovedbankerne likviditet). Efterhånden svinger de andre banker over til balance, således at det først og fremmest er sparekasserne, der netto tilfører hovedbankerne likviditet. For de jyske banker bliver der end- og efterhånden tale om betydelig nettolåntagning.

Der foreligger ikke oplysninger til belysning af, om den kraftige forbedring af pengeinstitutternes likviditetsforhold i 1975 har ændret dette billede.

Markedets omfang.

9. Omfanget af pengeinstitutternes transaktioner over interbankmarkedet findes kun belyst i form af opgørelser over de afgivne og modtagne beløb ved månedens udgang som en del af månedsbalancerne, d.v.s. beholdningsopgørelser på en bestemt dag.

Sådanne specifikationer er for bankernes vedkommende blevet offentliggjort månedsvis af Danmarks Statistik siden udgangen af december 1970 - altså nogle få måneder efter, at markedet for alvor var kommet i gang - mens tilsvarende oplysninger for sparekasserne første gang blev offentliggjort ved udgangen af marts 1972. Siden udgangen af april 1975 er der blevet offentliggjort en særskilt tabel over pengeinstitutternes mellemværender ved månedens udgang, jfr. omtalen ovenfor af interbankmellemværendernes fordeling på banker og sparekasser og på løbetider.

I tabel 4 er vist nogle hovedtal for udviklingen i de afgivne og modtagne beløb ved månedens udgang på interbankmarkedet i perioden december 1970 - september 1975, mens mere detaljerede tal er vist i bilagstabel B. Forskellen mellem de i alt afgivne og modtagne beløb refererer sig i perioden december 1970 til februar 1972 først og fremmest til det forhold, at der i denne periode ikke blev offentliggjort statistik for sparekasserne, der traditionelt er nettoafgivere til bankerne. Når der fra marts 1972, hvor statistikken principielt skulle dække hele markedet, stadig kan konstateres en forskel mellem det i alt afgivne og modtagne beløb ved månedens udgang, kan det i det væsentlige formentligt tilskrives, at det, der hos

Tabel 4. Udviklingen i pengeinstitutternes mellemværende over interbankmarkedet.

Ultimo	Banker		Sparekasser		Tilsammen	
	Afgivne beløb	Modtagne beløb	Afgivne beløb	Modtagne beløb	Afgivne beløb	Modtagne beløb
December 1970	356	494			356	494
Juni 1971	531	569			531	569
December 1971	621	712			621	712
Juni 1972	678	737		10	898	747
December 1972	927	1.072	220	10	1.210	1.082
Juni 1973	1.108	1.276	267	89	1.375	1.365
December 1973	1.079	1.195	276	99	1.355	1.294
Juni 1974	874	1.362	709	25	1.583	1.387
December 1974	1.488	1.749	690	68	2.178	1.817
Juni 1975	2.269	2.606	851	128	3.120	2.734
December 1975	3.258	2.872	473	458	3.731	3.330

Ann.: Oplysninger om sparekasserne foreligger først fra marts 1972.

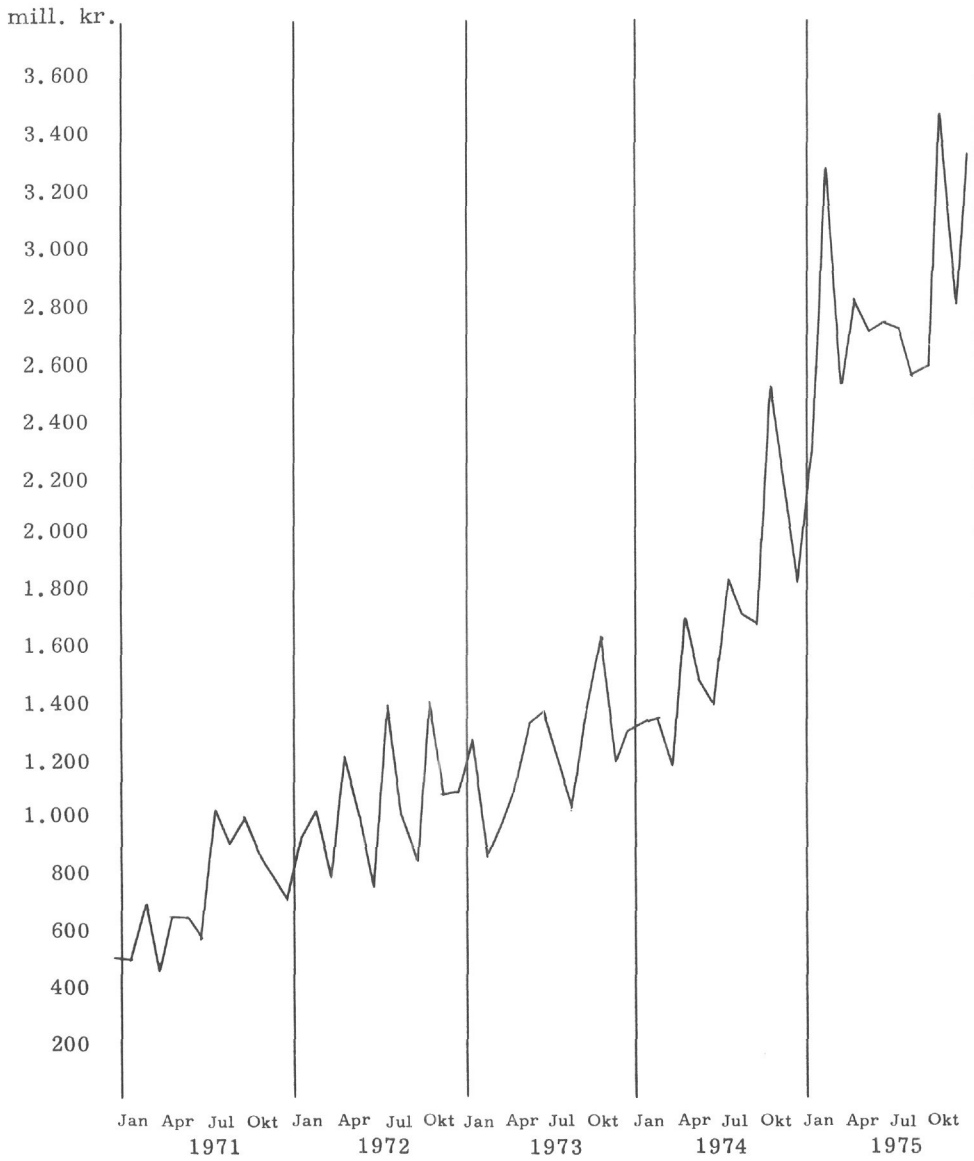
den ene part er opfattet som et interbankmellemværende, hos den anden part er opfattet som et andet korrespondentmellemværende.

Tager man størrelsen af det i alt modtagne beløb som et udtryk for udviklingen på interbankmarkedet, fremgår det af tabel 4, at dette marked har gennemgået en stærk vækst siden dets etablering i efteråret 1970. Mens det samlede modtagne beløb ved månedens udgang i begyndelsen lå på en størrelsesorden af $\frac{1}{2}$ mia. kr., ligger tallet i 1975 mellem $2\frac{1}{2}$ og $3\frac{1}{2}$ mia. kr., svarende til en 6-7 dobling på fem år. Til sammenligning kan nævnes, at de samlede bank- og sparekassebalancer knap er fordoblet i denne periode. Da udviklingen i de samlede indenlandske korrespondentposter mellem banker og sparekasser har udviklet sig nogenlunde i takt med de samlede balancer, kan heraf aflæses, at en stadig større del af pengeinstitutternes mellemværender er gået over interbankmarkedet, mens andre former for korrespondentmellemværender er gået tilbage.

For at få et indtryk af udviklingsforløbet er det samlede modtagne beløb ved månedens udgang på interbankmarkedet i femårsperioden vist i figur 1. Det fremgår herpå, at der siden markedets etablering har været tale om en stigende tendens; især synes udviklingen at have taget fart i 1973, 1974 og begyndelsen af 1975, mens der siden har gjort sig en vis afmatning gældende. Man må i denne sammenhæng gøre sig klart, at da der er tale om beholdningsopgørelser, kan udviklingen i tallene dels dække over ændringer i omsætningen, dels over ændringer i løbetidsfordelingen. Således vil en forskydning i retning af længere løbetid ved uændret omsætning påvirke beholdningstallene i opadgående retning. Det er antageligt her, en forklaring på en del af de "toppe", der er fremkommet i figur 1, skal hentes, idet disse toppe næsten altid fremkommer ved udgangen af 1. og 2. måned i kvartalet - hvor likviditeten normalt er mere rigelig end i 3. måned - og hvor der derfor netop placeres en del beløb, der først skal bruges ved kvartalets udgang, hvor til gengæld de helt korte transaktioner dominerer.

Udviklingen siden udgangen af april 1975 skal antageligt ses på baggrund af den rigelige likviditet og ændringen i nationalbankens låneregler m.v., jfr. omtalen under renteafsnittet.

Figur 1. Det samlede modtagne beløb på interbankmarkedet ved månedens udløb.



10. Der findes ingen statistiske opgørelser over, hvor store beløb der omsættes på interbankmarkedet. På basis af beholdningstallene og antagelser om løbetidsfordelingen har adskillige iagttagere af markedet - jfr. litteraturlisten - skønnet, at den daglige omsætning er vokset fra ca. 100 mill. kr. i markedets etableringsfase i efteråret 1970 til 1.000 mill. kr. i slutningen af 1974. Siden er løbetiden som følge af omsvinget i likviditetsforholdene antagelig steget noget, således at den gennemsnitlige daglige omsætning nu formentlig ligger et sted mellem 500-1.000 mill. kr. eller svarende til en gennemsnitlig årlig bruttolåntagning på ca. 200 mia. kr.

Omsætningens fordeling over måneden følger antagelig det mere generelle transaktionsmønster i samfundet med relativt lav aktivitet midt i måneden og høj aktivitet omkring månedsskiftet.

Renteforholdene på interbankmarkedet.

11. I det følgende gennemgås renteforholdene på interbankmarkedet. Først ses på renteudviklingen fra slutningen af 1970 til efteråret 1975, belyst ved månedsgennemsnittet. Herefter undersøges, om renteudviklingen inden for den enkelte måned og det enkelte kvartal synes at følge et bestemt mønster. Til slut præsenteres og diskuteres resultaterne af undersøgelser af, hvilke forhold der er bestemmende for renteudviklingen på interbankmarkedet. Gennemgangen er baseret på oplysninger om dag-til-dag renten (d.v.s. for lån med en løbetid på 1 dag), således som denne på bankdage er blevet noteret midt på dagen. I praksis noteres som regel en række rentesatser hver dag på markedet, dels fordi renten for lån med samme løbetid hyppigt ændrer sig i løbet af dagen i takt med, at markedet ændrer sig, dels fordi der hver dag noteres rentesatser for lån med forskellig løbetid. Da den her anvendte rentesats er for lån med samme løbetid og optaget på nogenlunde samme tidspunkt hver dag, skulle den - ikke mindst, når der beregnes gennemsnit over en periode - give et repræsentativt billede af renteudviklingen på interbankmarkedet.

12. I tabel 5 er vist nogle hovedtal for udviklingen i interbankrenten i perioden oktober 1970 til oktober 1975, be-lyst ved månedsgennemsnit af dag-til-dag renten. Mere detal-gerede oplysninger er givet i bilagstabel C. For at få et bedre overblik over, hvorledes interbankrenten har udviklet sig, er der på basis heraf i figur 2 tegnet en kurve over den-

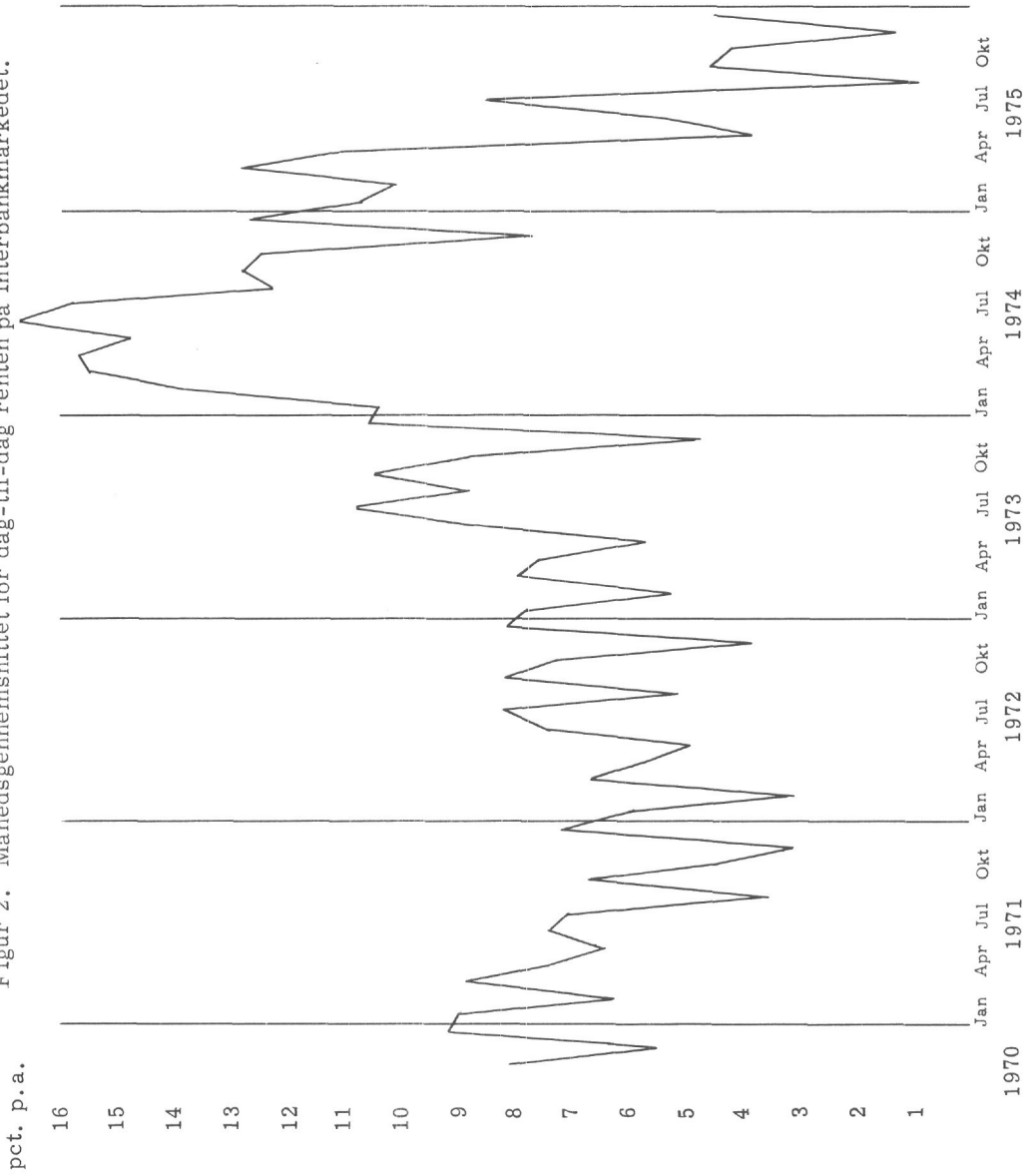
ne. Det fremgår heraf, at mens interbankrenten for dag-til-dag lån i 1971 viste en faldende tendens, der i 1972 og begyndelsen af 1973 blev afløst af en svagt stigende tendens, indtraf der i sommeren 1973 en stadig stærkere tendens til stigning, som kulminerede i sommeren 1974 på et niveau på knap 17 pct. p.a. Herefter har interbankrenten været stærkt fal-dende; et foreløbigt minimum nåedes i august 1975, hvor månedsgennemsnittet lå på knap 1 pct. p.a.

Som figuren tydeligt illustrerer, er der hyppigt relativt stærke udsving fra måned til måned i månedsgennemsnit-tet for interbankrenten. Disse udsving synes til en vis grad at følge et mønster, hvorefter renten er højest i kvartalets sidste måned, antagelig bl.a. som følge af det store transak-tionsbehov og dermed likviditetsbehov, der normalt råder ved kvartalets udgang. Til gengæld er renten gennemgående lav i den midterste kvartalsmåned, hvilket må tilskrives den forholds-vis rigelige likviditet og det lave transaktionsomfang, der normalt råder på dette tidspunkt. Afvigelsen fra dette møns-ter kan for juli 1972, juli 1973 og februar 1974's vedkommende forklares ved uro på de internationale valutamarkeder (det engelske pounds flydning, D-mark-revalueringen og den franske francs flydning). Under sådanne forhold vil bankernes behov for likviditet nemlig øges som følge af kasseinddækning af va-lutaterminskontrakter. I juli 1973 blev denne effekt forstær-ke af, at pengeinstitutternes særlige lånemuligheder i natio-nalbanken udløb samtidig med, at uroen på valutamarkedet kul-minerede. Det usædvanligt høje rentegennemsnit i april 1974 kan ud over generel stram likviditet antageligt tilskrives for-holdene på valuta- og valutaterminsmarkedet, mens juli 1975 må antages at hænge sammen med usikkerhed omkring likviditets-udviklingen i forbindelse med emissionen af de nye statsobli-gationer.

Tabel 5. Renteudviklingen på interbankmarkedet.

pct. p.a.		Månedsgennemsnit	Ultimo måneden	pct. p.a.		Månedsgennemsnit	Ultimo måneden
September	1970	-	10	Marts	1974	15,5	16 1/2
December	-	9,2	10	Juni	-	16,8	17 1/4
Marts	1971	8,9	9 3/4	September	-	12,8	15 1/2
Juni	-	7,4	9	December	-	12,7	16 3/4
September	-	6,7	8	Marts	1975	12,8	14
December	-	7,2	7 5/8	Juni	-	5,4	8 1/4
Marts	1972	6,7	7 1/8	September	-	4,6	8 1/2
Juni	-	7,5	8 1/2	December	-	4,5	8
September	-	8,2	9 1/4				
December	-	8,2	10 1/4				
Marts	1973	8,0	7 1/2				
Juni	-	8,9	12				
September	-	10,5	12 3/4				
December	-	10,6	14 1/4				

Figur 2. Månedsgennemsnittet for dag-til-dag renten på interbankmarkedet.

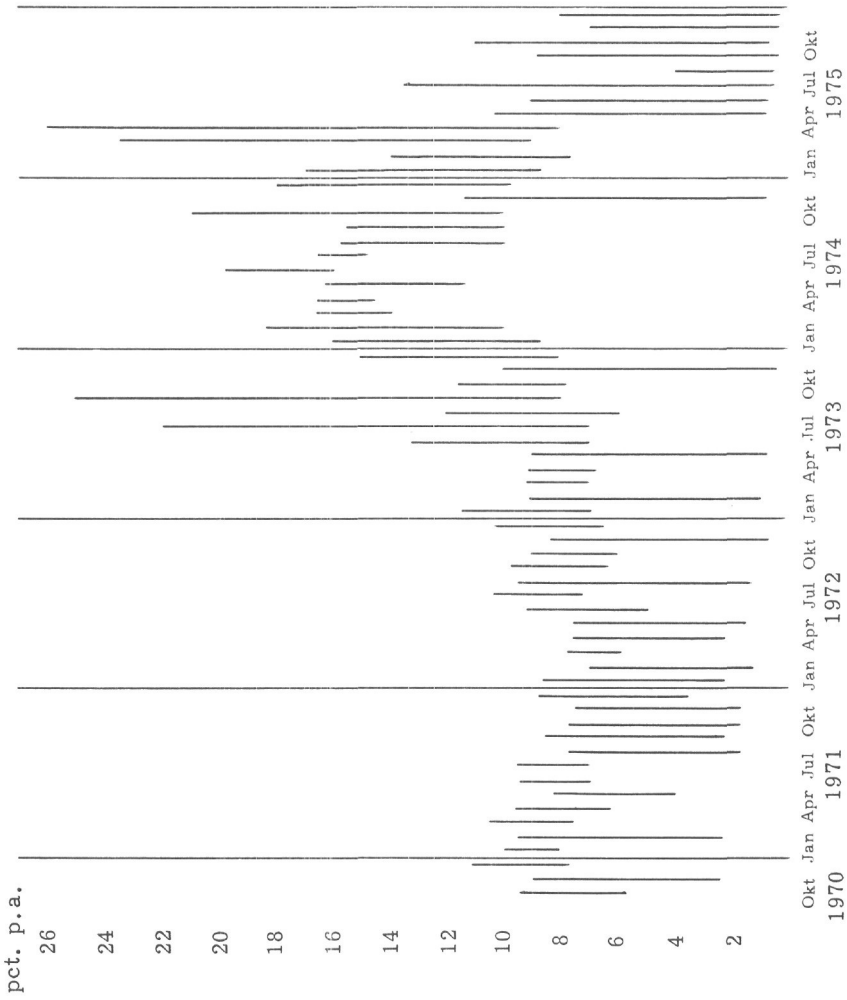


13. Men det er ikke blot fra måned til måned, at interbankrenten kan vise store udsving. Også inden for den enkelte måned kan der være tale om endog meget stærke rentebevægelser. På basis af tabel 5 er i figur 3 vist rentespredningen i dag-til-dag renten inden for den enkelte måned, angivet ved henholdsvis den laveste og højeste rente, der er noteret i løbet af den pågældende måned. Der synes at kunne observeres tydelige tendenser til, at rentespredningen inden for den enkelte måned er blevet stærkere, som tiden er gået, hvilket antagelig må tages som et udtryk for, at likviditetsfordelingen inden for pengeinstituttsektoren er blevet stadig mere skæv, jfr. nedenfor. Herudover synes der ikke at kunne spores mere systematiske tendenser, måske bortset fra to ting, nemlig at der er en tendens til, at rentevariationerne er stærkest i den midterste kvartalsmåned, hvor der først sker a'conto udbetaling af sociale refusioner m.v. til kommunerne og senere indbetalinger af moms fra byerhvervene. Dette gælder i særlig grad november måned, som hvert år synes præget af relativt stor rentespredning, hvilket antagelig kan henføres til ekstraordinært store udbetalinger til kommunerne i form af restrefusioner og restafregning af kildeskat ved månedens begyndelse og sammenfaldet af indbetalinger af moms og selskabsskatter ved månedens slutning.

At der kan være stor forskel i rentespredningen fra måned til måned fremgår af, at den største renteændring, der er observeret inden for en måned, er på 18 pct.-points, nemlig fra 8 til 26 pct. p.a. i april 1975, mens den mindste ændring er på 1f pct.-point, nemlig fra 6 til $7\frac{3}{4}$ pct. p.a. i marts 1972.

14. Indtil introduktionen pr. 1. maj 1975 af nationalbankens nye lånesystem fulgte den mere eller mindre stærke bevægelse i interbankrenten inden for den enkelte måned i meget stor udstrækning et bestemt mønster. Ved månedens begyndelse var renten relativt høj; en udvikling, der holdt sig til og med den 6. i måneden. Herefter faldt renten ned på et lavere niveau, hvor den holdt sig til og med den 20. i måneden. Den 21. steg renten stærkt og lå herefter relativt højt resten af måneden.

Figur 3. Rentespredningen indenfor den enkelte måned i dag-til-dag renten på interbankmarkedet.



Forklaringen på dette renteforløb skal først og fremmest søges i to forhold. For det første: det relativt store transaktionsomfang i samfundet i månedens begyndelse og slutning (omkring månedsskiftet), der hænger sammen med de betalingsædvaner, der findes i samfundet. For det andet: de såkaldte intrade-kreditter, som var kreditter, der indrømmedes de pengeinstitutter, som modtog betalinger fra postkontorer og toldkontorer til overførsel til statens løbende konto i nationalbanken. Der kunne højst lånes et beløb svarende til det, der skulle overføres, og samtlige lån skulle indfries den 6. og den 21. i måneden. Ordningen blev afskaffet i forbindelse med etableringen af nationalbankens nye låneregler pr. 1. maj 1975, jfr. nedenfor.

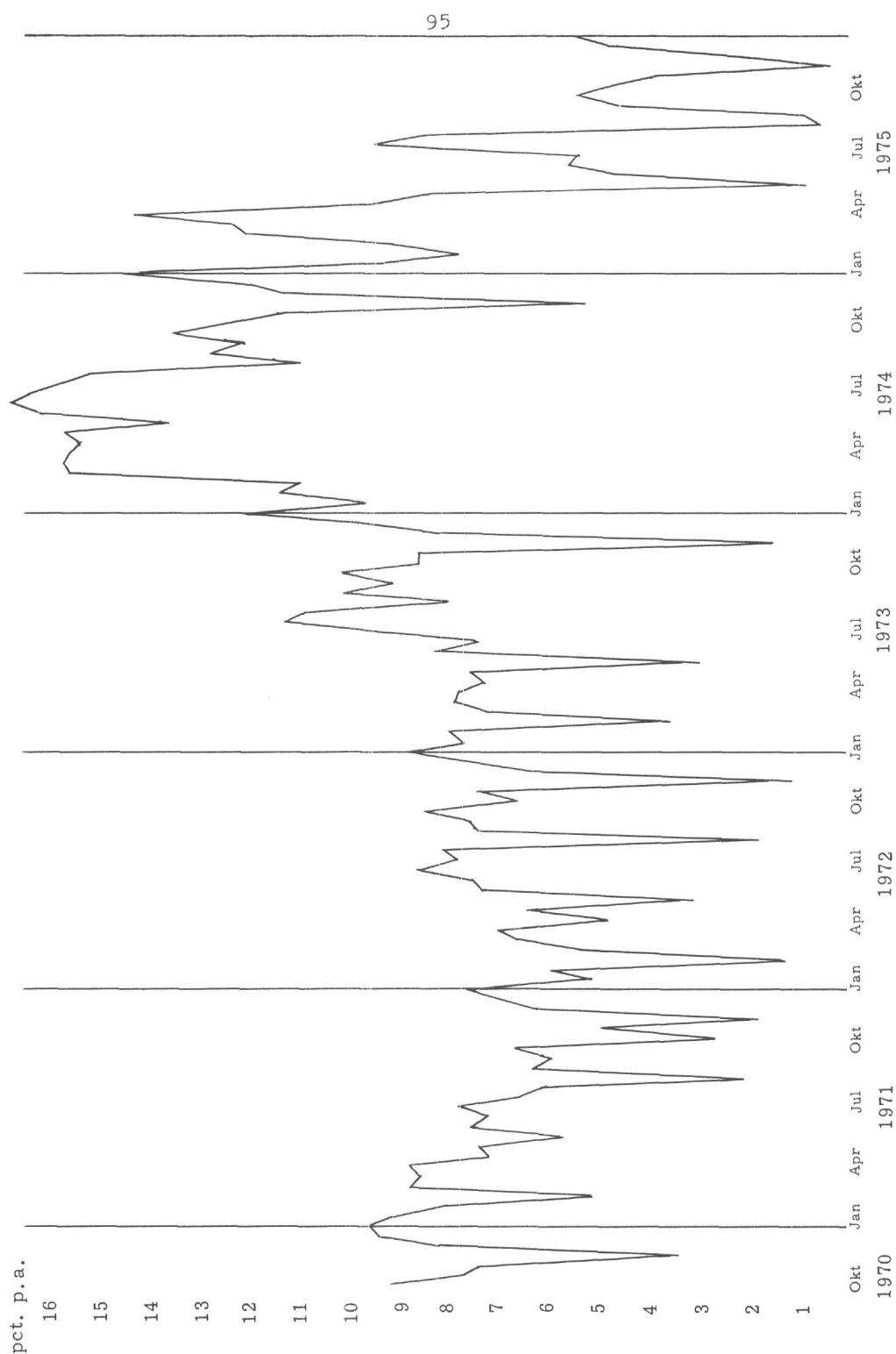
Denne rentevariation over måneden leder umiddelbart til, at man definerer en lavrenteperiode - medioperioden - der strækker sig fra den 7. til den 20. i hver måned, og en højrenteperiode - Ultimoperioden - der strækker sig fra den 21. i en måned til den 6. i den næste måned. Resultaterne af en beregning af den gennemsnitlige interbankrente i henholdsvis medio- og ultimoperioderne i tidsrummet oktober 1970 til april 1975 er vist i tabel 5 og i figur 4.

Dersom forløbet svarer til dette mønster, vil der for hver måned enten fremkomme et V-formet forløb eller, hvis der er tale om en periode med stigende eller faldende tendens i renten, en forsinkelse af stigningen eller en fremskyndelse af faldet. Et sådant forløb kan faktisk konstateres i 46 af de 54 måneder, analyseperioden omfatter.

Med hensyn til forløbet af rentevariationerne efter intradeordningens bortfald pr. 1. maj 1975 er der gået for kort tid til, at mere systematiske tendenser med sikkerhed kan efterspores, men der synes at være tegn på, at interbankrenten nu ligger lavest i månedens første halvdel og højest i månedens anden halvdel, jfr. tabel 6. Det ændrede forløb må først og fremmest tilskrives ophævelsen af intradekreditordningen, der betyder, at det mønster, som ind- og udbetalingerne til og fra statskassen følger, slår klarere igennem på renteutviklingen på interbankmarkedet.

Sammenfattende kan man sige, at ser man bort fra de mere langsigtede svingninger i interbankrenten, kan udviklingen i denne siges at følge et mønster, der først og fremmest

Figur 4. Rentegennemsnittet for medio- ultimoperioden på interbankmarkedet.



Tabel 6, Renteutviklingen på interbankmarkedet i perioden maj-december 1975.

pct. p.a.	Månedsgennemsnit	Gennemsnit for månedens 1. halvdel	Gennemsnit for månedens 2. halvdel
Maj 1975	3,9	2,6	5,0
Juni -	5,4	1,7	8,5
Juli -	8,7	4,8	11,8
August -	0,9	0,6	1,0
Sept. -	4,6	0,5	8,0
Okt. -	4,2	1,0	6,7
Nov. -	1,3	0,3	2,3
Dec. -	4,5	0,9	8,0

er bestemt af, hvilken dag i måneden man befinder sig i, og hvilken måned i kvartalet det drejer sig om. Hertil kommer - om end med mindre klar effekt - spørgsmålet om, hvilket af årets kvartaler det drejer sig om.

Rentebestemmende faktorer på interbankmarkedet.

15. Da interbankmarkedet er et marked for udjævning af likviditet pengeinstitutterne imellem, vil alternative likviditetsmuligheder eller - placeringer udgøre rammen omkring dette marked.

Ser man således på forholdene for et pengeinstitut med likviditetsoverskud, vil der ud over placering på interbankmarkedet eksistere forskellige muligheder for at opnå en forrentning af den ledige likviditet. Én mulighed er at placere den i nationalbanken - enten i form af afdrag på låntagning eller i form af køb af indlånsbeviser. En anden mulighed, som med de gældende valutabestemmelser kun står åben i begrænset omfang, er at placere den ledige likviditet i udlandet.

For et pengeinstitut med likviditetsunderskud findes der tilsvarende alternativer til låntagning på interbankmarkedet. Man kan f.eks. låne i nationalbanken eller - inden for de relativt begrænsede rammer, valutabestemmelserne tillader - nedbringe et nettotilgodehavende i udlandet. Heraf følger, at udformningen af nationalbankens indlåns- og udlånsregler samt valutabestemmelserne så at sige lægger en ramme omkring renteforholdene på interbankmarkedet.

Der skal ikke her gives en detaljeret redegørelse for disse låneordninger m.v., således som disse har været indrettet i interbankmarkedets levetid, men det skal nævnes, at der i denne periode er foretaget en del ændringer af disse regler, der må antages at have påvirket forholdene på interbankmarkedet, ligesom den stadig strammere likviditet, der indtil sommeren 1974 - som følge af de statslige kasseoverskud - rådede hos pengeinstitutterne, medførte en stærkt stigende nettogældsætning til nationalbanken, hvilket naturligvis øgede disse låne-reglers betydning i denne periode; dette gælder ikke mindst for den såkaldte 5-dages regel, hvorefter der for visse typer af lån altid beregnedes rente for mindst 5 dage. Til gengæld

må de rigelige likviditetsforhold i 1975 antages at have svækket disse reglers betydning igen.

Af vigtige ændringer i nationalbankens låneregler kan nævnes, at der fra begyndelsen af 1972 og til slutningen af 1974 har været etableret særlige lånemuligheder uden særskilt sikkerhed i de perioder, hvor likviditetsudviklingen har nødvendiggjort stor låntagning i nationalbanken. Siden udgangen af 1972 har særligt store træk på disse ordninger samt på obligationslåneordningen været belagt med en stærkt forhøjet rente. Fra 1. maj 1975 er hele systemet af låneordninger erstattet af en låneramme, der for hvert enkelt pengeinstitut udregnes ud fra egenkapitalen, og hvis størrelse fastsættes hvert kvartal. Det enkelte pengeinstituts låneramme er i øvrigt opdelt i tre *trancher*, hvor renten er stigende ved overgang fra én *tranche* til den næste. For ingen af disse *trancher* finder 5-dages reglen anvendelse.

Hvad angår valutabestemmelserne, er der ikke i den omhandlede periode sket ændringer i disse. For så vidt angår pengeinstitutternes forrentningsmæssige mellemværender med udlandet, har deponeringsaftalerne - og efter disses ophør i efteråret 1971 valutabestemmelserne - sat relativt snævre grænser for sådanne mellemværender, men dog ikke mere end, at det - som nedenfor anført - kan konstateres, at udviklingen i det internationale renteniveau også spiller en rolle for renteutviklingen på interbankmarkedet.

16. Med den ramme, de ovenfor nævnte forhold lægger omkring rentedannelsen på interbankmarkedet, må det antages at være likviditetsudviklingen, målt ved udviklingen i pengeinstitutternes likviditet, samt likviditetsfordelingen pengeinstitutterne imellem og endelig forventningerne til udviklingen i disse størrelser, der er afgørende for udviklingen i interbankrenten.

Med hensyn til likviditetens fordeling mellem pengeinstitutterne giver den tilgængelige statistik ikke mulighed for at belyse denne. Det har derfor ikke været muligt at inddrage dette forhold i analysen, men der kan være grund til at pege på, at arten af en likviditetspåvirkning af den samlede likviditet i pengeinstitutsystemet kan spille en rolle for,

hvor meget denne påvirkning ændrer på interbankrenten. For eksempel kan det nævnes, at en likviditetsstigning kan påvirke de enkelte pengeinstitutters likviditet højst forskelligt afhængigt af, om der f.eks. er tale om udbetaling af overskydende skat til borgerne eller refusionsbeløb til kommunerne.

Også med hensyn til forventningerne til likviditetsudviklingen er der tale om forhold, som det er overordentligt vanskeligt at underkaste en nærmere analyse.

Ser man på de faktorer, der er bestemmende for udviklingen i pengeinstitutternes likviditet, er det udviklingen i statsfinanserne, nationalbankens køb og salg af obligationer samt udviklingen på betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter.

Af disse likviditetspåvirkende faktorer er det statsfinanserne, der viser langt de hyppigste og største udsving, hvorfor der er en klar sammenhæng - såvel på kort som på langt sigt - mellem udviklingen i statsfinanserne og udviklingen i pengeinstitutternes likviditet. Det er derfor nærliggende først at undersøge, om ændringerne i statsfinanserne kan forklare udviklingen i interbankrenten.

17. En undersøgelse for perioden oktober 1970 til december 1975 viser, at i 37 ud af 63 måneder har en likviditetsudpumpning fra statsfinanserne fået interbankrenten - målt ved månedsgennemsnittet - til at falde, eller en likviditetsopsugning fået renten til at stige. Bruges renten ved månedens udgang, fås det forventede udfald i 40 af 63 måneder, mens ultimoperiodens rentegennemsnit for perioden oktober 1970 til april 1975 giver 43 udfald ud af 56 forventede, jfr. tabel 7.

Disse tal viser, at udviklingen i statsfinanserne spiller en afgørende rolle for udviklingen i pengemarkedsrenten; frem til afviklingen af intradeordningen ved udgangen af april 1975 især for renteforholdene omkring månedsskiftet. Når forklaringsgraden ikke er højere, må dette først og fremmest tilskrives to ting. For det første er udviklingen i statsfinanserne ikke alene om at bestemme likviditetsforholdene i bank- og sparekassesystemet. Også nationalbankens open-market operationer, betalingsbalancens løbende poster og den ikke-statslige kapitalimport påvirker pengeinstitutternes likvidi-

Tabel 7. Antal måneder, hvor ændringen i pengemarkedsrenten ved ændring i statsfinanserne og banksystemets likviditet svarer til den forventede i forhold til samlet antal måneder.

	Interbankrenten målt ved:		
	Månedsgennemsnit	Ultimo måneden	Ultimoperiodens gennemsnit
Ændringer i:			
Statsfinanserne	37 af 63	40 af 63	43 af 56
Bankernes bruttolikviditet	40 af 63	36 af 63	29 af 56
Bankernes nettoilikviditet	46 af 63	46 af 63	44 af 56

Anm.: For interbankrenten målt ved månedsgennemsnittet og ved månedens udgang omfatter undersøgelsen perioden oktober 1970 - december 1975, mens ultimoperiodens gennemsnit kun omfatter perioden oktober 1970 - april 1975 som følge af intradeordnings ophævelse i slutningen af april 1975.

tet. For det andet spiller det også en rolle for forholdene på interbankmarkedet, hvorledes den likviditetspåvirkning, der udgår fra statsfinanserne, påvirker likviditetsfordelingen mellem pengeinstitutterne. Hertil kan så føjes, at dersom der sker ændringer i den andel af borgernes kasse, der ønskes holdt som sedler og mønt samt postgiroindskud (seddelbrøken), vil dette også påvirke pengeinstitutternes likviditet.

Endelig må nævnes den rolle, omfanget af og fordelingen mellem pengeinstitutterne af ikke-udnyttede trækningsrettigheder i nationalbanken spiller.

18. Man kan derfor starte med at undersøge, hvilken sammenhæng der er mellem udviklingen i pengeinstitutternes (i nærværende sammenhæng bankernes) likviditet og interbankrenten.

Ser man først på bankernes bruttolikviditet, der udgøres af deres beholdninger af sedler, mønt og postgiroindskud samt deres tilgodehavender i nationalbanken og udlandet, viser det sig, at i 40 ud af 63 måneder stiger interbankrenten, målt ved månedsgennemsnittet, når bruttolikviditeten falder - eller omvendt falder renten, når likviditeten stiger. Bruger man i stedet renten ved månedens udgang, fremkommer den forventede sammenhæng i 36 ud af 63 måneder, mens det dårligste resultat, nemlig 29 måneder ud af 57, fremkommer, når man anvender ultimoperiodens rentegennemsnit (sidstnævnte sammenhæng er kun undersøgt frem til intradeordningens ophævelse i slutningen af april 1975).

Anvender man derimod bankernes nettolikviditet, hvor der også er taget hensyn til gælden til nationalbanken og udlandet, bliver resultatet, at i 46 ud af 63 måneder er der den forventede sammenhæng mellem udviklingen i nettolikviditeten og pengemarkedsrenten, målt ved månedsgennemsnittet. Bruges i stedet renten ved månedens udgang, viser den forventede sammenhæng sig også i 46 ud af 63 måneder. Det relativt bedste resultat, nemlig 44 ud af 56, opnås med ultimoperiodens gennemsnit (også her kun undersøgt frem til intradeordningens ophør).

Sammenfattende kan man sige, at det klart er påvist, at inden for de rammer, der afstikkes af nationalbankens låne-regler og valutabestemmelserne, spiller udviklingen i statsfinanserne en afgørende rolle for udviklingen i interbankrenten,

især når denne repræsenteres ved ultimoperiodens rentegennemsnit. Men endnu mere klart er det vist, at det er udviklingen i bankernes nettolikviditet, der bestemmer interbankrenten, hvilket betyder, at man foruden udviklingen i statsfinanserne må inddrage nationalbankens open-markets operationer, betalingsbalancens løbende poster og den ikke-statslige kapitalimport som forklaringsvariable, ligesom det må antages, at forventningerne til likviditetsudviklingen bør inddrages som en forklarende faktor. Lignende resultater har økonometriske analyser ¹⁾ af interbankrentens determinanter ført til.

19. De her refererede undersøgelser af interbankrentens determinanter er i overvejende grad baseret på observationer under relativt stramme likviditetsforhold for pengeinstitutterne. Såvel virkningen af likviditetsomsvinget på statsfinanserne i løbet af efteråret 1974 som den ændring af nationalbankens låneordninger, dette omsving fremkaldte, indgår kun med forholdsvis ringe vægt i analysematerialet. Der er derfor grund til at tro, at de fremkomne konklusioner kun har begrænset gyldighed på nuværende tidspunkt. Hertil kommer, at introduktionen af 91-dages markedsorienterede nationalbankindlånsbeviser også må antages at få en vis betydning for interbankrenten, ikke mindst, hvis de emitteres i takt med udsvingene på statsfinanserne. Endelig kan det nævnes, at de nye kassebindingsregler for vinterhalvåret 1975/76 også må antages at komme til at spille en rolle for interbankmarkedet, først og fremmest i dagene op til bindingstidspunkterne.

Man synes således at kunne konkludere, at interbankrenten - specielt dag-til-dag renten - er særdeles følsom over for ændringer i de forhold, der bestemmer pengeinstitutternes likviditetsforhold og forventningerne hertil.

Kilder:

1. Den månedlige artikel om penge- og kreditforholdene i Statistiske efterretninger, Danmarks Statistik.
2. Materiale i Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.
3. De i litteraturlisten nævnte kilder.

1) F.Dalby Jensen i Fagskrift for bankvæsen.

Litteratur vedrørende det danske interbankmarked.

Nielsen, Arne: Et dansk pengemarked etableret. Fagskrift
for bankvæsen, 30. årgang, nr. 1, maj 1971..

Andreasen, Jesper:
Rentedannelsen på det korte og det lange
marked.
Finanstidende, 57. årgang,
nr. 25, 17. marts 1972.

Zacchi, Ole, Andreas Wildt og Hans Denkov:
Nyt lys over det danske kapitalmarked III.
Økonomi og Politik, 46. årgang,
nr. 2, 1972.

Zacchi, Ole: Focus på pengemarkedet.
Sparekassen, 74. årgang,
nr. 1, januar 1973.

Larsen, Jens Erik:
Forudsigelse af renten på pengemarkedet.
Sparekassen, 74. årgang,
nr. 7-8, juli-august 1973.

Jacobsen, Kjeld: Specialfirma udjævner likviditeten
mellem 100 skandinaviske banker.
Bankstanden, 36. årgang,
nr. 8, oktober 1973.

Andreasen, Jesper:
Penge- og obligationsrenten.
Finanstidende, 59. årgang,
nr. 41, 12. juli 1974.

Jensen, Flemming Dalby:
Det danske interbankmarked.
Stor opgave ved Københavns universitet,
februar 1975.

Jensen, Flemming Dalby:
Rentedannelsen på pengemarkedet.
Fagskrift for bankvæsen, 34. årgang,
nr. 3, november 1975.



Bilagstabel A. Antal deltagende pengeinstitutter på interbankmarkedet.

Ultimo	Antal pengeinstitutter, der ved månedens udgang kun har afgivet beløb til interbankmarkedet	Antal pengeinstitutter, der ved månedens udgang kun har modtaget beløb fra interbankmarkedet	Antal pengeinstitutter, der ved månedens udgang både har afgivet og modtaget beløb via interbankmarkedet	Til-sammen
<u>Banker:</u>				
December 1970	15	6	11	32
Januar 1971	18	7	10	35
Februar	16	9	12	37
Marts	16	8	13	37
April	18	13	8	39
Maj	19	9	11	39
Juni	18	14	10	42
Juli	18	8	15	45
August	19	13	10	42
Sept.	21	10	14	45
Oktober	19	10	17	46
November	24	6	14	44
December	17	7	14	38
Januar 1972	15	13	13	41
Februar	17	14	15	46
Marts	14	15	16	45
April	23	16	14	53
Maj	15	11	18	44
Juni	16	13	17	46
Juli	18	12	20	50
November	16	11	15	42
Juli 1975	25	7	27	59
August	19	13	25	57
Sept.	22	9	29	60

(fortsættes)

Bilagstabel A (fortsat)

Ultimo	Antal pengeinstitutter, der ved månedens udgang kun har afgivet beløb til interbankmarkedet	Antal pengeinstitutter, der ved månedens udgang kun har modtaget beløb fra interbankmarkedet	Antal pengeinstitutter, der ved månedens udgang både har afgivet og modtaget beløb via interbankmarkedet	Til-sammen
<u>Sparekasser:</u>				
November 1972	16	3	-	19
Juli 1975	25	5	6	36
August -	14	5	11	30
September -	16	1	12	29

Bilagstabel B. Pengeinstitutternes mellemværender over interbankmarkedet.

Mill. kr., ultimo		Banker		Sparekasser		Tilsammen	
		Afgivne beløb	Modtagne beløb	Afgivne beløb	Modtagne beløb	Afgivne beløb	Modtagne beløb
December 1970		356	494			356	494
Januar 1971		375	490			375	490
Februar	-	541	691			541	691
Marts	-	382	450			382	450
April	-	503	649			503	649
Maj	-	541	641			541	641
Juni	-	531	569			531	569
Juli	-	823	1.021			823	1.021
August	-	787	899			787	899
September	-	783	986			783	986
Oktober	-	748	867			748	867
November	-	631	784			631	784
December	-	621	712			621	712
Januar 1972		686	930			686	930
Februar	-	603	1.017			603	1.017
Marts	-	663	787	185	6	848	793
April	-	824	1.207	350	7	1.174	1.214
Maj	-	772	990	233	8	1.005	998
Juni	-	678	737	220	10	898	747
Juli	-	1.009	1.378	374	1	1.365	1.379
August	-	898	1.004	147	2	1.045	1.006
September	-	788	832	174	3	962	835
Oktober	-	1.310	1.398	170	0	1.480	1.398
November	-	997	1.050	170	19	1.167	1.069
December	-	927	1.072	283	10	1.210	1.082

(fortsættes)

Bilagstabel B (fortsat)

Ultimo, mill. kr.		Banker		Sparekasser		Tilsammen	
		Afgivne beløb	Modtagne beløb	Afgivne beløb	Modtagne beløb	Afgivne beløb	Modtagne beløb
1973		1.227	1.248	217	24	1.444	1.272
Januar	-	734	821	184	35	918	856
Februar	-	956	946	45	24	1.001	970
Marts	-	858	1.019	164	65	1.022	1.084
April	-	872	1.248	134	77	1.006	1.325
Maj	-	1.108	1.276	267	89	1.375	1.365
Juni	-	1.120	1.166	310	27	1.330	1.194
Juli	-	776	962	316	63	1.092	1.025
August	-	1.067	1.313	472	82	1.539	1.395
September	-	1.479	1.539	403	81	1.882	1.620
Oktober	-	1.033	1.132	287	56	1.320	1.188
November	-	1.079	1.195	276	99	1.355	1.294
December	-	1.195	1.259	444	65	1.639	1.324
1974		879	1.299	613	36	1.492	1.335
Januar	-	919	1.111	362	50	1.281	1.161
Februar	-	1.268	1.544	484	143	1.752	1.687
Marts	-	752	1.392	704	74	1.456	1.466
April	-	874	1.362	709	25	1.583	1.387
Maj	-	1.501	1.725	542	88	2.043	1.813
Juni	-	1.326	1.642	525	62	1.851	1.704
Juli	-	1.391	1.608	693	57	2.084	1.665
August	-	2.055	2.557	780	158	2.835	2.715
September	-	1.617	1.926	868	183	2.485	2.109
Oktober	-	1.488	1.749	690	68	2.178	1.817
November	-						
December	-						

(fortsættes)

Bilagstabel B (fortsat)

Ultimo, mill. kr.	Banker		Sparekasser		Tilsammen	
	Afgivne beløb	Modtagne beløb	Afgivne beløb	Modtagne beløb	Afgivne beløb	Modtagne beløb
1975						
Januar	1.805	2.247	817	63	2.622	2.310
Februar	2.161	3.174	1.181	107	3.342	3.281
Marts	2.058	2.400	655	117	2.713	2.517
April	2.036	2.587	801	222	2.837	2.809
Maj	1.829	2.561	867	138	2.696	2.699
Juni	2.269	2.606	851	128	3.120	2.734
Juli	1.827	2.477	675	236	2.502	2.713
August	1.857	2.390	522	159	2.379	2.549
September	2.140	2.266	586	313	2.726	2.579
Oktober	2.837	3.116	814	362	3.651	3.478
November	2.566	2.646	865	148	3.431	2.794
December	3.258	2.872	473	458	3.731	3.330

Bilagstabel C. Renteutviklingen på interbankmarkedet.

pct. p.a.	Månedsgennemsnit	Gennemsnit for ultimo-perioden	Gennemsnit for medio-perioden	Ultimo måneden	Højst i måneden	Lavest i måneden
September 1970	-	9,2	-	10		
Oktober	8,1	7,4	7,8	9	9½	5¾
November	5,5	8,2	3,4	9	9	2½
December	9,2	9,6	9,4	10	11¼	7¾
Januar 1971	9,0	8,1	9,1	8¼	10	8 1/8
Februar	6,3	8,8	5,1	9½	9½	2¼
Marts	8,9	8,8	8,6	9¾	10½	7½
April	7,4	7,4	7,2	8¼	9½	6¼
Maj	6,5	7,5	5,7	8	8¼	4
Juni	7,4	7,8	7,2	9	9½	5
Juli	7,1	6,1	6,6	7½	9½	5
August	3,6	6,3	2,1	7¼	7½	1¾
September	6,7	6,7	5,9	8	8½	2¼
Oktober	4,5	4,9	2,6	7¾	7¾	1¾
November	3,1	6,2	1,8	6¾	7½	1¾ (fortsættes)

Bilagstabel C. Rentudviklingen på interbankmarkedet.

pct. p.a.	Månedsgennemsnit	Gennemsnit for ultimo-perioden	Gennemsnit for medio-perioden	Ultimo måned	Højst i måneden	Lavest i måneden
September 1970	-		-	10		
Oktober	8,1	9,2	7,8	9	9½	5¾
November	5,5	7,4	3,4	9	9	2½
December	9,2	8,2	9,4	10	11¼	7¾
Januar 1971	9,0	9,6	9,1	8¼	10	8½
Februar	6,3	8,1	5,1	9½	9½	2½
Marts	8,9	8,8	8,6	9¾	10½	7½
April	7,4	8,8	7,2	8¼	9½	6¼
Maj	6,5	7,4	5,7	8	8¼	4
Juni	7,4	7,5	7,2	9	9½	5
Juli	7,1	7,8	6,6	7½	9½	5
August	3,6	6,1	2,1	7¼	7½	1¾
September	6,7	6,3	5,9	8	8½	2¼
Oktober	4,5	6,7	2,6	7¾	7¾	1¾
November	3,1	4,9	1,8	6¾	7½	1¾
December	7,2	6,2	6,9	7 5/8	8 5/8	3½ (fortsættes)

Bilagstabel C. Renteudviklingen på interbankmarkedet.

pct. p.a.		Månedsgennemsnit	Gennemsnit for ultimo-perioden	Gennemsnit for medio-perioden	Ultimo måneden	Højst i måneden	Lavest i måneden
Januar	1972	6,0	7,6	5,1	7	8½	2¼
Februar	-	3,2	6,0	1,3	7	7	1¼
Marts	-	6,7	5,3	6,6	7 1/8	7¾	6
April	-	5,7	7,0	4,8	7¼	7½	2¼
Maj	-	4,9	5,9	3,1	7 3/8	7½	1½
Juni	-	7,5	7,3	7,5	8½	9 1/8	5
Juli	-	8,2	8,6	7,8	9	10¼	7¼
August	-	5,2	8,1	1,8	9½	9½	1¼
September	-	8,2	7,4	7,6	9¼	9¾	6¼
Oktober	-	7,3	8,5	6,6	9	9	6
November	-	3,8	7,4	1,1	6½	8¼	¾
December	-	8,2	6,4	7,7	10¼	10¼	6½
Januar	1973	7,8	8,8	7,7	8	11½	7
Februar	-	5,3	8,0	3,5	9	9	1
Marts	-	8,0	7,2	7,9	7½	9½	7 (fortsættes)
			7,8				

Bilagstabel C. Renteudviklingen på interbankmarkedet.

pct. p.a.	Månedsgennemsnit	Gennemsnit for ultimo-perioden	Gennemsnit for medio-perioden	Ultimo måneden	Højt i måneden	Lavest i måneden
April 1973	7,6		7,3	8 3/8	9 1/8	6 3/4
Maj -	5,7	7,6	2,9	7 3/4	9	3 3/4
Juni -	8,9	8,3	7,4	12	13 1/4	7
Juli -	10,8	9,4	11,3	11	22	7
August -	8,8	10,9	7,9	9 1/4	12	6
September -	10,5	10,1	9,1	12 3/4	25	8
Oktober -	8,8	10,1	8,6	11	11 1/2	7 3/4
November -	4,7	8,6	1,5	10	10	1 1/2
December -	10,6	8,2	9,7	14 1/4	15	8
Januar 1974	10,4	12,1	9,7	14 3/4	16	8 3/4
Februar -	13,9	11,4	11,0	18	18 1/4	10
Marts -	15,5	15,6	15,7	16 1/2	16 1/2	14
April -	15,7	15,6	15,4	16	16 1/2	14 1/2
Maj -	14,8	15,7	13,6	16 1/4	16 1/4	11 1/4
Juni -	16,8	16,2	16,8	17 1/4	19 3/4	16
Juli -	15,9	16,4	15,8	16	16 1/2	14 3/4 (fortsættes)

Bilagstabel C. Renteudviklingen på interbankmarkedet.

pct. p.a.		Månedsgennemsnit	Gennemsnit for ultimo-perioden	Gennemsnit for medio-perioden	Ultimo måneden	Højest i måneden	Lavest i måneden
August	1974	12,3	15,2	10,9	14 $\frac{1}{4}$	15 $\frac{3}{4}$	10
September	-	12,8	12,8	12,1	15 $\frac{1}{2}$	15 $\frac{1}{2}$	10
Oktober	-	12,5	13,6	12,3	14	21	10
November	-	7,7	11,3	5,3	11	11 $\frac{1}{4}$	$\frac{3}{4}$
December	-	12,7	11,3	12,0	16 $\frac{3}{4}$	18	9 $\frac{3}{4}$
Januar	1975	10,7	14,7	9,3	11	17	8 $\frac{3}{4}$
Februar	-	10,1	7,8	9,2	12 $\frac{3}{4}$	14	7 $\frac{3}{4}$
Marts	-	12,8	12,1	12,4	14	23 $\frac{1}{2}$	9
April	-	11,1	14,3	9,5	8	26	8
Maj	-	3,9	8,4	0,8	10 $\frac{1}{4}$	10 $\frac{1}{4}$	$\frac{3}{4}$
Juni	-	5,4	4,6	5,6	8 $\frac{1}{4}$	9	$\frac{3}{4}$
Juli	-	8,7	5,4	9,5	11 $\frac{3}{4}$	13 $\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$
August	-	0,9	8,4	0,5	4	4	$\frac{1}{2}$
September	-	4,6	0,9	4,6	8 $\frac{1}{2}$	8 $\frac{3}{8}$	$\frac{1}{4}$
Oktober	-	4,2	5,4	4,7	3	11	$\frac{3}{4}$

(fortsættes)

Bilagstabel C. Renteudviklingen på interbankmarkedet.

pct. p.a.	Månedsgennemsnit	Gennemsnit for ultimo-perioden	Gennemsnit for medio-perioden	Ultimo måned	Højst i måned	Lavest i måned
November 1975	1,3	3,8	0,3	7	7	$\frac{1}{4}$
December -	4,5	2,3	4,7	8	8	$\frac{1}{4}$
		5,6				

Underbilag 2.Aftalekontomarkedet.

1. Aftalekontomarkedet (eller markedet for blokindskud) er markedet for de indlån i pengeinstitutterne, hvor der for hvert enkelt indlån særskilt er aftalt løbetid og rentesats. Udbyderne af likviditet på markedet er altså pengeinstitutternes kunder, mens pengeinstitutterne er efterspørgere.

Baggrunden for aftalekontomarkedets etablering var bortfaldet af pengeinstitutternes renteaftale pr. 1. februar 1973, idet denne aftale forhindrede individuelle aftaler vedrørende indlånsrentesatser.

2. Det forhold, at der på aftalekontomarkedet kun omsættes indlån af en vis minimumsstørrelse - normalt 100.000 kr. - betyder, at det kun er en begrænset del af pengeinstitutternes indlånskunder, der optræder som deltagere på markedet. Blandt de vigtigste udbydergrupper kan således nævnes kommuner, realkreditinstitutter, forsikringsselskaber og pensionskasser samt større virksomheder. Det kan i denne sammenhæng nævnes, at det typiske indlån på markedet ligger væsentligt over 1 mill. kr.

På efterspørgselssiden synes det - ligesom tilfældet er på interbankmarkedet - først og fremmest at være de større pengeinstitutter, der optræder med efterspørgsel af beløbsmæssig betydning.

Som nævnt aftales løbetiden i hvert enkelt tilfælde, men det er en udbredt opfattelse, at langt den største del af det materiale, der omsættes på markedet, har løbetider mellem 1 uge og 6 måneder med tyngdepunktet i aftaletider på 1-3 måneder.

3. Der offentliggøres ikke statistiske oplysninger til belysning af aftalekontomarkedets omfang og udviklingen heri. På grundlag af en af nationalbanken i august 1974 foretagen undersøgelse blev det anslået, at: aftalekontiene på dette tidspunkt for bankernes vedkommende udgjorde knap 10 pct. af de samlede indlån - og væsentligt mindre for sparekasserne - sva-

rende til et udestående beløb på aftalekontomarkedet på ca. 6 mia. kr. Inden for det sidste års tid synes der at være sket en relativt stærk vækst i dette markeds omfang, bl.a. på grund af den kraftige vækst i borgernes pengeforsyning som følge af omsvinget på statsfinanserne samt den høje likviditetspræference, der i den nuværende konjunktursituation præger borgernes porteføljesammensætning.

På efterspørgselssiden kan pengeinstitutternes interesse i at øge deres aktivitet i dette marked antagelig - ud over likviditetsforholdene og forventningerne hertil - bl.a. tilskrives langsigtede konkurrenceovervejelser vedrørende indbyrdes markedsandele. I løbet af 1975 må det også antages, at pengeinstitutternes tilpasning til rentemarginallovens bestemmelser typisk er sket gennem en forhøjelse af den gennemsnitlige indlånsrente; en forhøjelse, der især er sket gennem en kombination af ydelse af højere renter på aftalekonti og en forøgelse af disse konti's andel af de samlede indlån.

Endelig kan om udviklingen i markedets omfang nævnes, at dette synes at variere en del igennem året, især som følge af de kraftige sæsonsvingninger i statens udbetalinger til kommunerne.

4. Det siger sig selv, at renten på aftalekontomarkedet altid vil ligge over renten på alternativ placering på almindelig (standard) indlånskonto. Herudover er det naturligvis udbuds- og efterspørgselsforholdene, der er bestemmende for rentefastsættelsen.

På udbudssiden er det kundernes alternative placeringsmuligheder, der spiller en rolle. Her kan bl.a. nævnes obligationsrenten og forventningerne til dennes udvikling i bindingsperioden samt det internationale renteniveau incl. kurssikring.

På efterspørgselssiden må det først og fremmest være renten på interbankmarkedet, der er afgørende. Det betyder, at nationalbankens udlånsrentesatser samt i et vist omfang også det internationale renteniveau, likviditetsforholdene i pengeinstitutterne og forventningerne hertil må antages at spille en rolle.

Endelig kan - som ovenfor nævnt - også tilpasnin-

gen til rentemarginalloven antages at spille en vis rolle for rentedannelsen på aftalekontomarkedet.

Underbilag 3.Markedet for korte værdipapirer.

1. Når bortses fra skibskreditfondsobligationer, og de i 1975 emitterede statsobligationer, er markedet for korte obligationer i dag meget begrænset.

Af realkreditobligationer med restløbetider på op til 5 år er der ved udgangen af 1975 en cirkulerende mængde på knap 1 mia. kr. Hertil kommer obligationerne fra Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk. Her er løbetiden op til 7 år, og der cirkulerer ca. 500 mill. kr.

Endelig er der stadig ca. 100 mill. kr. i omløb af gamle statslån med restløbetid under 5 år.

Alle de nævnte typer er overvejende fast placeret. Der er praktisk taget ingen omsætning, hverken over børsen eller uden om børsen.

2. Skibskreditfondens obligationer, der har en løbetid på 1-8 år, er kendetegnet ved, at de af låntagerne sælges direkte til nationalbanken til kurs 100, hvorefter nationalbanken lader videresalg af skibskreditobligationer til markeds-kurs indgå i likviditets- og rentepolitikken.

De handles normalt i store blokke og har i perioder haft næsten samme funktion som nationalbankens indlænsbeviser, fordi banker og sparekasser på grund af "skibenes" kursstabilitet kan bruge dem til likviditetsudjævning. I løbet af 1975 har nationalbanken således solgt skibskreditobligationer til en markedsværdi på ca. 3 mia. kr.

Bankerne, sparekasserne og nationalbanken er stort set de eneste, der har beholdninger af skibskreditfondsobligationer, hvoraf der ved udgangen af 1975 cirkulerer ca. $6\frac{1}{2}$ mia. kr.

3. De i 1975 emitterede 3-6 årige statsobligationer er herudover med et cirkulerende beløb på 6 mia. kr. i dag det eneste korte papir af betydning på værdipapirmarkedet. Langt den overvejende del, nemlig godt 90 pct., af disse obligationer er overtaget af pengeinstitutterne.

4. De - indtil slutningen af april 1975 - af nationalbanken udstedte indlånsbeviser med en løbetid på 3, 6 og 9 måneder fik aldrig karakter af egentlige markedspapirer, da de enten var fuldt belånbare i eller kunne tilbagesælges til nationalbanken. I de sidste år inden suspensionen af disse beviser var deres beløbsmæssige betydning relativt begrænset.

5. I november 1975 påbegyndte nationalbanken udstedelse af en ny type 3-måneders indlånsbeviser. For at gøre dem mere markedsorienterede sker rentefastsættelsen på basis af ugentlige auktioner, hvor nationalbanken fastsætter maksimum for salgets størrelse (afpasset efter likviditetsforventningerne de næste 3 måneder) samt en mindstekurs og dermed højeste rente.

Ved udgangen af 1975 cirkulerede der for knap 1,1 mia. kr. af disse indlånsbeviser, udelukkende placeret i banker og sparekasser.

6. Rentefastsættelsen på det korte værdipapirmarked er - ud over forholdet til det egentlige lange obligationsmarked, hvor forbindelsen synes at være afsvækket det sidste års tid - især bestemt af udviklingen i pengeinstitutternes likviditet og skal derfor ses i snæver sammenhæng med udviklingen på aftalekontomarkedet og - om end i mindre grad - interbankmarkedet.

BILAG 2.Rentesamhørighed på det danske kreditmarked.

I dette bilag skal spørgsmålet om graden af samhørighed mellem rentesatserne på de forskellige fordringsmarkeder herhjemme tages op til diskussion. Der indledes med en kort drøftelse af, hvad der egentlig forstås ved samhørighed, hvorefter der tages fat på en belysning af dette forhold samt gøres forsøg på at forklare, hvilke faktorer det er, der ligger bag den tætte sammenhæng, der tilsyneladende er på det danske kreditmarked.

Definition af begrebet samhørighed.

I denne sammenhæng skal begrebet samhørighed mellem korte og lange rentesatser afgrænses til den samhørighed, der på samme tid findes mellem rentesatser på de forskellige markeder. Der er derimod lagt mindre vægt på at vurdere samhørighed mellem renten på de forskellige markeder over så lange perioder, at der kan være sket egentlige strukturforskydninger.

Rentesamhørighed på det danske kreditmarked.

Som et udgangspunkt for en belysning af graden af samhørighed på det danske kreditmarked anføres i tabel 1 en oversigt, der er en stærkt simplificeret skitsering af, hvilke faktorer der for enkelte rentesatser kan tænkes på ganske kort sigt at kunne bevæge disse i enten den ene eller den anden retning. De anførte indikatorer giver i sig selv et udtryk for, i hvor høj grad de enkelte rentesatser kan siges at være administrerede satser eller markedsbestemte satser.

Et umiddelbart indtryk af tabellen er, at der er en meget høj grad af samhørighed på det danske kreditmarked. Nedenfor skal dette uddybes dels i forbindelse med forklaringerne på, hvorfor der er samhørighed, dels i forbindelse med et konkret eksempel på "renteadskillelsespolitik" herhjemme.

Årsager til rentesamhørighed.

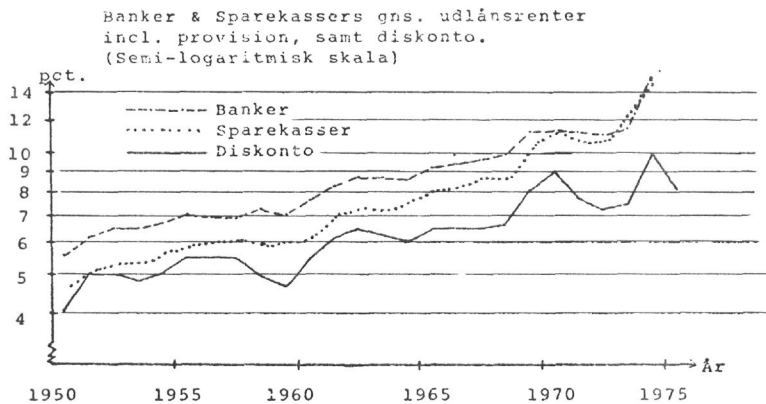
Nærliggende forklaringer på høj grad af substitution kan være institutionelle forhold og tradition. Dette skal nærmere belyses med et par eksempler.

Tabel 1. Rentepåvirkningsfaktorer på de danske fordringsmarkeder.

Fordringsmarked:	Faktorer, der - ud over de markedsmæssige forhold - påvirker renten på kort sigt:
Interbankmarked	Udviklingen i pengeinstitutternes likviditet og likviditetens fordeling pengeinstitutterne imellem. Vilkår for nationalbankens indlån og udlån, herunder rentesatserne. Det internationale renteniveau (inkl. kurssikring).
Aftalekontomarkedet	Som interbankmarkedet, idet dog særlige konkurrence og indkomstpolitiske forhold (rentemarginalloven) kan spille ind.
Indlån i pengeinstitutterne på standardvilkår	Diskontoen, herunder henstillinger i forbindelse med ændringer i denne. Indkomstpolitiske indgreb (rentemarginalloven).
Udlån fra pengeinstitutterne	Som indlån på standardvilkår, suppleret med: Obligationsrenten. Internationale renteniveau inkl. kurs-sikring.
Obligationsmarkedet	Likviditetsforholdene i bredeste forstand. Nationalbankens køb og salg i markedet. Diskontoen og henstillinger og udtalelser i forbindelse med ændringer heri. Udformningen af nationalbankens låne-regler. Det internationale renteniveau.
Det private pantebrevsmarked	Obligationsrenten med en vis træghed.

Mest fremtrædende blandt de institutionelle forhold er sammenhængen mellem diskontoen og pengeinstitutternes rentesatser. Under renteaftalen var der en faktisk – om ikke formel – binding fra diskontoen over til pengeinstitutternes indlånsrentesatser. Pengeinstitutternes udlånsrentesatser var ganske vist ikke omfattet af renteaftalen og kunne i teorien svinge frit. Imidlertid viste det sig, at udlånsrentesatserne rent faktisk fortrinsvis ændredes i forbindelse med diskontoen. Figur 1 viser dog, at der kan konstateres en stærkere vækst i pengeinstitutternes udlånsrenter end i den gennemsnitlige diskonto.

Figur 1.



Det er et spørgsmål, om renteaftalens ophævelse i begyndelsen af 1973 i nævneværdigt omfang har fjernet bindingen mellem diskontoen og pengeinstitutternes rentesatser. På en vis måde kan det hævdes, at sammenhængen er blevet endnu mere udtalt. Ganske vist er der sket det, at en del af pengeinstitutternes indlån – de såkaldte aftalekonti eller terminskonti – ikke direkte og fuldt ud reguleres af ændringer i diskontoen (disse renter bestemmes dog alligevel af en række forhold, der mere eller mindre direkte kontrolleres af de pengepolitiske myndigheder, såsom likviditeten og nationalbankens udlånsregler). Den diskussion, der udspandt sig omkring pengeinstitut-

ternes rentesatser i begyndelsen af 1975, medførte imidlertid for den overvejende del af ind- og udlånsrentesatserne en mere eller mindre reel binding til diskontoen.

Under diskussionen blev det betegnet som pengepolitisk højst utilfredsstillende, at der igennem 1974 på trods af uændret diskonto havde kunnet konstateres en forøgelse af pengeinstitutternes udlånsrenter.

Det blev fra nationalbankens side klart understreget, at pengeinstitutterne fremover – efter en nedjustering af udlånsrentesatserne – skulle lade også udlånsrenterne følge ændringerne i diskontoen. Dette fremgår bl.a. af nationalbankens meddelelse om diskontoændringen pr. 14. januar 1975. Således udtaler nationalbanken, at man forventer, at de private pengeinstitutter ligeledes reducerer deres rentesatser.

Gennem denne "renteforståelse" mellem nationalbanken og pengeinstitutterne påvirkes pengeinstitutternes rentesatser af nationalbankens ind- og udlånsrentesatser og nationalbankens regler for disse ind- og udlån, idet der som hovedregel er – og især tidligere var – direkte sammenhæng mellem diskontoen og nationalbankens udlånsrentesatser. Således er renten i første og anden tranche af pengeinstitutternes lånerammer i nationalbanken direkte relateret til diskontoen. Renten i tredje udlånstranche er derimod knyttet til obligationsrenten.

I det omfang, der kan siges at være en sammenhæng mellem obligationsrenten og diskontoen, er der også her tale om en binding mellem diskontoen og pengeinstitutternes rentesatser.

Sammenhængen mellem obligationsrenten og diskontoen er straks mere vanskelig at dokumentere. Da obligationsrenten er markedsbestemt, er det også givet, at den i meget høj grad påvirkes af en række forhold på efterspørgsels- og udbudssiden. Når den gennemsnitlige obligationsrente (med diskontoen = 100) har udviklet sig som anført i tabel 2, er det jo bl.a. et udtryk for udviklingen inden for byggesektoren og udviklingen i inflationsforventningerne.

Men obligationsrenten og diskontoen har traditionelt ganske betydelig tidsmæssig samhörighed, om end denne ikke, som for indlåns- og udlånsrenterne i banker og sparekasser, kan vurderes på en periode af f. eks. kun 1-2 ugers varighed. Samhörigheden må bl.a. tilskrives, at diskontoen og obligations-

renten har vist sig at være påvirket af de samme faktorer. Her tænkes specielt på renten i udlandet og inflationsforventningerne mere generelt.

Tabel 2. Udviklingen i forskellige rentesatser i forhold til nationalbankens diskonto.

Indeks for diverse rentesatser. Diskonto = 100								
	1 obligationer	2 bankers udlån	3 spks. udlån	Indlån				8 Diskonto 100
				4 Check indeks	5 Anf.	6 3-mdr	7 12-mdr	
1950	117,4	137,6	115,5	36,9	73,7	98,3	.	100
1951	111,0	123,8	101,6	27,5	60,0	80,0	.	100
1952	116,0	130,2	107,2	20,0	60,0	80,0	.	100
1953	117,7	133,9	110,7	20,5	61,6	82,1	.	100
1954	116,5	134,1	110,6	29,0	59,8	79,7	.	100
1955	117,3	128,7	107,1	36,4	54,5	72,7	.	100
1956	120,0	126,9	109,1	36,4	54,5	72,7	.	100
1957	126,2	125,3	110,7	36,4	54,5	72,7	.	100
1958	113,7	147,0	119,0	40,3	60,5	77,2	.	100
1959	119,0	151,9	129,7	43,1	64,7	75,4	.	100
1960	110,1	140,3	115,6	36,6	54,9	72,5	.	100
1961	116,6	136,2	119,7	32,8	54,1	75,2	.	100
1962	114,3	134,8	112,9	30,8	53,8	76,9	.	100
1963	117,8	138,7	115,2	32,0	54,1	77,8	.	100
1964	133,2	142,0	126,1	33,1	56,2	79,2	.	100
1965	146,2	141,4	124,3	30,8	57,7	80,8	.	100
1966	146,9	144,9	128,3	30,8	57,7	80,8	.	100
1967	138,4	147,6	133,1	30,9	57,9	80,9	.	100
1968	128,6	149,3	130,4	31,2	58,9	82,9	109,4	100
1969	118,6	140,4	130,4	32,4	57,2	83,5	97,8	100
1970	129,4	137,2	124,8	34,9	66,7	88,9	100,0	100
1971	148,2	146,4	138,1	33,8	61,4	87,4	110,9	100
1972	155,6	151,2	149,5	32,8	58,8	86,3	113,7	100
1973	173,1	154,1	161,9	33,4	59,9	86,6	119,6	100
1974	160,1	153,1	148,1	37,4	69,8	89,9	120,1	100
1975	151,9			34,6	63,1	87,7	124,6	100

Noter:

Kol.1: Gennemsnitlig effektiv forrentning af 10-årige obligationer.

Kol.2: Rente incl. provision.

Kol.3: Rente incl. provision i regnskabsåret (april-marts).

Kol.4-8: Rentesatser vægtet med tielen.

Ud over de reale og markedsmæssige forhold, der ligger bag obligationsudstedelsen/efterspørgslen, synes renteniveauet i udlandet at spille en rolle for rentedannelsen på obligationsmarkedet. Der kan således anføres eksempler på, at obligationsmarkedet tilsyneladende har ladet sig påvirke af renteændringer i betydningsfulde samhandelslande.

Men også under andre forhold kan der observeres en sammenhæng. En vigtig side af nationalbankens diskontopolitik er at påvirke forventningerne. Således vil en diskontoændring ofte blive opfattet som et varsel om en ændring i pengepolitikken. Det er givet, at der er en tradition for, at pengepolitik-

ken i et vist omfang virker gennem instrumenter af mindre håndgribelig karakter, nemlig henstillinger og udtalelser fra bl.a. de pengepolitiske myndigheder.

Det må således nok kunne konkluderes, at traditionen parret med de institutionelle forhold spiller en betydelig rolle for rentedannelsen, og at der på den altovervejende del af kreditmarkedet - målt ved volumen - er en særdeles tæt samhørighed mellem korte og lange satser.

Eksempler på differentieret rentepolitik.

En del af erfaringsgrundlaget for differentiering af kort og lang rente må hentes fra udlandet. Her skal der blot henvises til omtalen af det amerikanske "twist"-fænomen. ¹⁾

Spørgsmålet bliver imidlertid, om det er muligt at parallelisere til den nuværende situation i Danmark, hvor problemet i meget høj grad er at vurdere forholdene i en indkørfase og i en situation, hvor det korte marked i en længere årrække må ventes volumenmæssigt at være afgørende mindre end det lange obligationsmarked.

I 1960'erne tog en betydelig del af pengepolitikken sigte på obligationsrenten.²⁾ At man - ud over markedsoperationer - også anvendte diskontopolitikken i denne relation, fremgår af nationalbankens redegørelse til handelsministeren af den 5. februar 1970 vedrørende renteaftalen.³⁾

En hovedbegrundelse for, at nationalbankens diskonto fra juni 1964 til december 1967 holdtes uændret på 6,5 pct., var, at der skulle skabes interesse for køb af obligationer ved at holde en rimelig afstand mellem pengeinstitutternes højeste indlånsrente og obligationsrenten. Det synes således at have været nationalbankens synspunkt, at pengeinstitutternes højeste indlånsrente nærmest har været et forbindelsesled mellem, hvad der kan betegnes som det: korte og det lange marked.

Denne politik kom i stadig stigende grad under pres. Der er næppe tvivl om, at forholdene, som de udviklede sig i

1) Det økonomiske Råds rapport fra maj 1975» side 67-68

2) Niels Thygesen: The Sources and the Impact of Monetary Changes, København 1971.

3) Nationalbankens beretning og regnskab for året 1969, bilag 3.

1967 og 1968 frem til maj 1969, i meget høj grad var præget af et pengepolitisk dilemma i relation til obligationsrenten. Dette skiftede med valutakrisen i maj 1969, hvor det altafgørende hensyn i nationalbankens rentepolitik blev betalingsbalanceunderskuddets finansiering.

Det kan derfor være af interesse at undersøge det forsøg, der blev gjort herhjemme på at gribe ind i sammenhængen mellem kort og lang rente i forbindelse med valutakrisen i maj 1969, hvor diskontoen blev sat op fra 7 til 9 pct.

Af hensyn til valutasituationen ønskede nationalbanken, at pengeinstitutternes udlånsrentesatser steg med fulde 2 pct.-point. Man ønskede samtidig ikke – af hensyn til byggeriet – at lade den lange rente stige med mere end 1 pct.-point. Det aftaltes derfor med pengeinstitutterne, at de kun forhøjede deres højeste indlånsrente (12-måneders renten) med 1 pct.-point. Herigennem håbede man på at undgå den fulde afsmitning på obligationsrenten.

Umiddelbart må det vel siges, at eksperimentet lykkedes. Hjulpet af meget kraftige henstillinger og formaninger fra nationalbankens side kom det kun til kursfald på obligationsmarkedet svarende til 1 pct.-point's forhøjelse af obligationsrenten i dagene efter diskontoforhøjelsen. '

Når denne renteadskillellespolitik kunne lykkes i første fase, skyldes det ganske givet helt ekstraordinære omstændigheder. Det var ikke svært at overbevise obligationsmarkedet om, at det gældende renteniveau var ekstraordinært højt. En tilsvarende rentestigning (kursfald) var ikke set tidligere under normale forhold. Om 1969-eksemplet bør det dog bemærkes, at det ikke lod sig gøre på blot lidt længere sigt at holde obligationsrenten ude af niveau med, hvad de realøkonomiske forhold betinger.

Paralleliseres der til forholdene i 1975, er det et spørgsmål, om nationalbanken ville kunne have gennemført en lig-

- 1) Disse henstillinger forekommer at have været helt nødvendige for, at resultatet skulle nås. Det er næppe sandsynligt, at tilbageholdenhed med renteforøgelse på et – set i forhold til obligationsmarkedet – så lille marked som pengeinstitutternes længere indlån i sig selv skulle kunne dirigere renten på obligationsmarkedet.

nende politik. Der er næppe tvivl om, at en hovedårsag til, at obligationsrenten igennem 1975 ikke nåede så langt ned, som det umiddelbart kunne ventes, er, at der var meget udbredte forventninger til et stigende renteniveau den dag, den økonomiske aktivitet igen begyndte at gå opad.

Det må hermed tages i betragtning, at man i de seneste år har set meget betydelige fluktuationer i den lange rente. Obligationsmarkedet har derfor ikke - således som i 1969 - opfattelsen af, at der eksisterer en vis overgrænse for obligationsrenten eller fornemmelse af, at udsving har en begrænset størrelse.

Bilag 3.

Erfaringer fra andre lande.

Summarisk beskrivelse af den finansielle struktur i en række OECD-lande med særlig henblik på de korte fordringsmarkeders betydning som statslig finansieringskilde og deres rolle i den pengepolitiske transmissionsmekanisme.

af

Niels Blomgren-Hansen

I. Indledning.

1. Nedenstående summariske beskrivelse består af korte beskrivelser af den finansielle struktur i Belgien, Frankrig og Tyskland samt et tabelafsnit dækkende 12 OECD-lande.

Beskrivelser af den finansielle struktur i de øvrige 9 lande, der indgår i den tabellariske fremstilling, samt en sammenfattende og konkluderende beskrivelse af udenlandske erfaringer med markeder for korte fordringer som statslig finansieringskilde og deres rolle i den pengepolitiske transmissionsmekanisme har måttet udgå på grund af tidnød.

2. Den tabellariske fremstilling viser, at den finansielle struktur kan være overordentlig forskellig i lande, der i øvrigt er præget af en stort set parallel økonomisk, social og kulturel udvikling. Den sproglige harmonisering, der kendetegner internationalt sammenlignelig statistik, formår ikke at dække over de nationale traditioners afgørende betydning for de institutionelle rammer omkring de finansielle markeder.

Til illustration af de nationale særpræg med hensyn til statslig opsparing, statens rolle i kreditformidlingen og finansieringsformer for et eventuelt statsligt lånebehov og udenlandske erfaringers heraf følgende begrænsede gyldighed er i tabel 1 anført statsgælden, den cirkulerende Obligationsmasse og pengeforsyningen i pct.

af BNP for en række OECD-lande. Det fremgår af tabellen, at statsgældsprocenten varierer fra 50 i Italien og 40 i Belgien over 20-30 i Sverige, Norge, Holland, UK, Canada og USA til under 10 i Japan, Tyskland, Frankrig, Schweiz, Finland og Danmark, og at den cirkulerende obligationsmasse i pct. af BNP varierer fra 80-90 i Danmark og Belgien, 50-60 i Sverige, Italien, Canada og USA, til under 20 i Frankrig og Holland.

3. I betragtning af den meget store variationsbredde er det i grunden overraskende, at markederne for korte fordringer - så vidt det er muligt at skønne på grundlag af den gennemgående meget mangelfulde statistik på dette område - er kvantitativt ret ubetydeligt i alle de analyserede lande.

OECD's finansielle statistik tillader kun en belysning af den cirkulerende masse af korte fordringer i 8 lande, nemlig i Norge, Sverige, Belgien, Holland, Italien, UK, USA og Japan og kun ved de finansielle institutioners beholdninger og på varierende tidspunkter.

Tilsyneladende er markedet for korte fordringer størst i Sverige og Italien med henholdsvis 8 og 7 pct. af BNP. Men det er kun tilsyneladende. I Sverige er hovedparten af den cirkulerende masse af korte fordringer skatkammerbeviser overdraget til Riksbanken; denne del af den cirkulerende masse antager følgende karakter af overtræk på statens konto i Riksbanken. For Italiens vedkommende gælder noget tilsvarende. Langt den overvejende del af den cirkulerende beholdning af skatkammerbeviser er overtaget af de private banker til opfyldelse af deres kassebindingsforpligtelser.

Bortsæltes fra centralbankernes beholdninger af statslige og udenlandske papirer og de italienske bankers tvungne overtagelse af skatkammerbeviser, er markederne for korte fordringer kun af kvantitativ betydning i USA, UK, Belgien og Holland. I disse fire lande udgjorde markederne målt ved de finansielle institutioners beholdninger 3-4 pct. af BNP.

4. Med den usikkerhed, der følger af, at nettotilgangen af korte fordringer varierer stærkt fra år til år, bekræftes indtrykket af de korte fordringsmarkeders kvantitative ubetydelighed i de fleste lande af statistikken over de intersektorale kapitalstrømme.

1) Fordringer med op til 2 års løbetid.

Kun i UK og Italien, hvor den samlede, registrerede netto-tilgang af fordringer af strukturelle årsager er overordentlig stor, nåede nettotilgangen af korte fordringer i de betragtede år op på ca. 3 pct. af BNP. For UK's vedkommende skal denne tilgang ses i forbindelse med de engelske finansielle institutioners stærke specialisering. For Italiens vedkommende kan tilgangen af korte fordringer i hovedsagen tilskrives statens skatkammerbevis-dækkende træk på centralbanken.

For de øvrige europæiske lande var der i den betragtede periode registrerede intersektorale nettokapitalstrømme på 40-50 pct. af BNP næppe som helhed tale om nogen tilgang af korte fordringer overhovedet.

5. Tabellerne 4-6 beskriver rentestrukturen i en række OECD-lande. Hensigten er en belysning af markedernes gensidige afhængighed.

Den tabellariske fremstilling viser store forskelle i de vestlige, industrialiserede landes finansielle struktur og bekræfter dermed det indtryk af de institutionelle forholds betydning for rentestrukturen, der er givet i landebeskrivelserne nedenfor.

6. De institutionelle forholds store betydning for samspillet mellem de enkelte finansielle markeder gør det overordentlig vanskeligt at udnytte andre landes erfaringer m. h. t. effektiviteten af specifikke pengepolitiske midler og at vurdere hensigtsmæssigheden af harmoniserede pengepolitiske målsætninger. Den pengepolitiske hensigtsmæssighed af et marked for korte fordringer kan således ikke vurderes, uden at de institutionelle forhold, der er af betydning for markedets afhængighed af bankernes ind- og udlånsbetingelser (diskontoen), obligationsrenten og det udenlandske renteniveau og det pengepolitiske spillerum uden et kort fordringsmarked, præciseres.

En beskrivelse af de pengepolitiske styringsmuligheders afhængighed af institutionelle forhold, således som de kommer til udtryk i samspillet mellem de enkelte finansielle markeder, er givet i redegørelsen "En analyse af samspillet mellem de finansielle markeder i en række OECD-lande med henblik på en vurdering af effekten på de pengepolitiske styringsmuligheder af at etablere et marked for korte fordringer i Danmark", der vil blive offentliggjort i Nationaløkonomisk Tidsskrift.

II. Landebeskrivelser.

Belgien.

1. Belgiens finansielle struktur afspejler dette lands lange tradition for betydelige finansielle underskud på den offentlige sektors budgetter, især statsbudgettet. I årene 1968-74 svarede statens gennemsnitlige årlige opsparingsunderskud således til ca. 3 pct. af bruttonationalindkomsten. Ved udgangen af 1974 var statsgælden kommet op på ca. 40 pct. af bruttonationalindkomsten. Hertil kommer et ligeledes meget betragteligt opsparingsunderskud i den kommunale sektor.

Den offentlige sektors finansieringsbehov dækkes i helt overvejende grad ved obligationsudstedelse. Ved udgangen af 1973 udgjorde den cirkulerende mængde af statsobligationer 703 mia. B. frcs. og den cirkulerende beholdning af kommuneobligationer m. v. 277 mia. B. frcs. svarende til henholdsvis 39 og 16 pct. af bruttonationalindkomsten.

Den næstvigtigste finansieringskilde for den offentlige sektor er direkte låntagning i banker og andre finansielle institutioner. Ved udgangen af 1972 udgjorde bankernes og de finansielle institutioners lån til staten og kommunerne 225 mia. B. frcs. ,svarende til 14 pct. af bruttonationalindkomsten. Størstedelen af disse lån var langsigtet.

I en kortere årrække i slutningen af 60'erne spillede tillige markedet for korte statspapirer en vis rolle i finansieringen af det statsfinansielle underskud. Det betød imidlertid ikke etableringen af et bredt marked for disse fordringer. De belgiske pengemarkeder, inkl. markedet for korte statspapirer, er offentligt regulerede interbank-markeder med det primære sigte at justere pengeinstitutternes samlede likviditet og at udjævne likviditeten pengeinstitutterne imellem. For at undgå konkurrence med pengeinstitutterne var og er ikke-finansielle virksomheder udelukkede fra at optræde som långiver eller låntager i pengemarkederne.

Da korte statspapirer er belånbare i den belgiske nationalbank (inden for vide rammer fastlagt for det enkelte pengeinstitut), betød udstedelsen af korte statspapirer til finansiering af statsudgifter en likviditetsforøgelse i pengesystemet. På denne baggrund ændredes finansie-

ringspolitikken i 1970. I de følgende to år reduceredes den udestående mængde af korte statspapirer kraftigt, trods en markant stigning i statens finansieringsbehov. Som modstykke hertil oversteg statens nettoobligationsudstedelse i disse år dens samlede lånebehov.

2. Som følge af det store offentlige finansieringsbehov er det en væsentlig pengepolitisk målsætning, at låneoptagelsen kan ske til en lav og stabil rente.

Det heraf afledte ønske om, at fluktuationer i penge- og kredit efterspørgselen i så ringe grad som muligt reflekteres i rentefluktuationer, begrænser anvendelsen af de klassiske markedsorienterede pengepolitiske instrumenter: rediskontosatsen, kassekvoter og intervention i fordringsmarkederne.

Disse klassiske pengepolitiske instrumenter har da også spillet en ret underordnet rolle i belgisk pengepolitik. I stedet har de (decentraliserede) pengepolitiske myndigheder i stadig stigende grad søgt at regulere kredittens omfang, retning og pris gennem et fleksibelt system af indgreb og aftaler med de enkelte pengeinstitutter og disses organisationer.

De pengepolitiske myndigheders betydelige grad af kontrol med renteniveauet og rentestrukturen bygger således på 1) en renteaftale, hvorefter bankernes indlånsrente satser (bortset fra renten på indskud på 5 mill. B.fracs. og derover) fastlægges af en rentekommission under den belgiske nationalbanks formandskab, 2) offentlig regulering af obligationstilgangen og godkendelse af de obligationsudstedende finansieringsinstitutters lånebetingelser, herunder løbetid og effektiv rente, 3) beskyttelse af pengeinstitutternes monopol som modtagere af indskud og udbydere af kortfristede lån gennem de ikke-finansielle virksomheders ovenfor omtalte udelukkelse fra de indenlandske pengemarkeder og 4) en (begrænset effektiv) isolering af de indenlandske finansielle markeder gennem en tvedeling af valutamarkedet, således at kapitaltransaktioner som hovedregel må ske over et frit marked med fluktuerende kurser.

De pengepolitiske myndigheders kontrol med renteniveauet og rentestrukturen sigter primært på at skabe betingelserne for en jævn og billig finansiering af den offentlige sektors opsparingsunderskud. Samme sigte har en placeringsaftale med de private pengeinstitutter, hvorefter disse har forpligtet sig til at investere et beløb svarende til 45-50 pct. af deres indenlandske passiver inkl. indlån i statsobligationer. Denne aftale sikrer efterspørgselen efter ca. halvdelen af tilgangen af statsobligationer.

Trods disse kanaliseringsinstrumenters åbenbare styrke har de belgiske pengepolitiske myndigheder i perioder fundet det nødvendigt at supplere dem med loft over de enkelte pengeinstitutters långivning til den private sektor med undtagelse af eksportkreditter og lån til andre formål, der anses for særlig samfundsgavnlig. Det var således tilfældet i perioden fra maj 1969 til september 1971. Overskridelse af låne-loftet sanktioneredes med en reduktion af det pågældende pengeinstituts diskonteringsmuligheder mindst svarende til overskridelsen.

3. Det permanente og betydelige offentlige opsparingsunderskud og de pengepolitiske myndigheders meget håndfaste indgriben i markedsmekanismen for at sikre dette underskuds finansiering på favorable vilkår synes at måtte indebære betydelige risici for fejlallokering af ressourcerne, en ukontrollabel og muligt inflationær vækst i pengeforsyningen og kraftige, utilsigtede kapitalbevægelser. Der er imidlertid meget lidt i nyere belgisk økonomisk historie, der tyder på, at disse bivirkninger har haft et foruroligende omfang. Tværtimod kunne Belgien frem til oliekrisen opvise en lang årrække med kraftig økonomisk vækst, relativt stabile priser og en komfortabel betalingsbalance-situation.

Framkrig

1. Frankrig har en lang tradition for skattefinansiering af statens og kommunernes samlede drifts- og anlægsudgifter. Denne tradition har selv sagt ikke forhindret, at der i økonomiske og politiske kriseår har kunnet opstå et betydeligt offentligt nettolånebehov, men når bortses herfra har staten og kommunerne under ét været præget af en meget høj grad af finansiel ligevægt.

Afspejlende denne politik har den franske statsgæld været praktisk taget konstant fra begyndelsen af 60'erne til begyndelsen af 70'erne. I procent af bruttonationalindkomsten udgjorde den ved udgangen af 1973 kun 7,5 pct. Markedet for statsobligationer er forsvindende. Markedet for korte statspapirer spillede en vis rolle i finansieringen af det statsfinansielle underskud i 1968, men i begyndelsen af 70'erne afviklede finansministeriet igen sine korte forpligtelser. Siden har markedet for korte statspapirer været uden kvantitativ betydning.

2. Trods traditionen for ligevægt på den offentlige sektors budgetter og de statslige fordringsmarkeders ubetydelighed udøver det franske finansministerium en helt afgørende indflydelse på kreditformidlingens omfang og retning.

Det franske kapitalmarked er således så at sige organiseret omkring finansministeriet. Gennem dette kanaliseres indskud i sparekasserne, postgiroen og offentlige sikringsfonde direkte eller indirekte via offentligt kontrollerede finansieringsinstitutter til erhvervene, boligbyggeriet og offentlige virksomheder i overensstemmelse med den nationale plan. Det udøver kontrol med alle obligationsemissioner, fastlægger lånebetingelserne i de vigtigste alternative finansielle markeder gennem sin afgørende indflydelse på Conseil National du Credit, der bl. a. er ansvarlig for fastsættelsen af bankernes rente- og provisionssatser, og kan om nødvendigt gennem regeringsudpegede statskommissærer i enhver ikke-nationaliseret banks bestyrelse nedlægge veto mod beslutninger, som det finder stridende mod de nationale interesser.

Modstykket til finansministeriets effektive styring af den mellem- og langfristede kapitalformidling er, eller snarere var indtil pengemarkedsreformen af 1972-73, en udpræget mangel på kontrol med og interesse for pengeinstitutternes kortfristede långivning og dermed udviklingen i pengeforsyningen.

Den mangelfulde styring af den kortfristede kreditgivning skyldtes ikke svagheder ved det pengepolitiske instrumentarium, men at myndighedernes håndfaste kontrol over pengeinstitutterne ensidigt sigtede på at sikre tilstrækkelig og billig finansiering af sådanne projekter, som tjente til opfyldelsen af Den Nationale Plan.

Bankernes rentesatser fastholdtes på et lavt niveau, og for at undgå at bankernes lånemuligheder begrænsedes af likviditetsmangel, havde de hos Banque de France en refinansieringsadgang for alle i forvejen godkendte låb.

Denne i realiteten ubegrænsede og i høj grad benyttede refinansieringsadgang levnedes ikke megen plads for et egentligt pengemarked. De pengepolitiske myndigheders (begrænsede) køb og salg af pengemarkedspapirer var i realiteten uden betydning for banksystemets samlede likviditet. Likviditetsudjævning pengeinstitutterne imellem skete i helt overvejende grad ved varierende udnyttelsesgrad af det enkelte instituts refinansieringsmuligheder.

3. Pengemarkedsreformen af 1972-73 sigtede på at øge de pengepolitiske myndigheders kontrol med pengeinstitutternes samlede kreditgivning og pengemængden. Reformens hovedbestanddele var

i. indførelsen af et fleksibelt loft over pengeinstitutternes kreditgivning, udformet på den måde, at pengeinstitutter, hvis kreditgivning voksede hurtigere end planlagt, måtte deponere en progressivt stigende del af overskridelsen på en uforrentet konto i Banque de France og

ii. en kraftig reduktion af pengeinstitutternes automatiske refinansieringsmuligheder kompensere af likviditetstilførelse til banksystemet gennem Banque de France's opkøb på auktionsbasis af refinansieringsberettigede lånedokumenter og andre (kvantitativt mindre betydningsfulde pengemarkedspapirer.

I princippet tildelte reformen pengemarkedet en meget central rolle i den pengepolitiske transmissionsmekanisme, vel at mærke uden først at have skabt det brede marked for korte statspapirer, der i den angelsaksisk prægede pengepolitiske debat anses som sine qua non.

Der kan næppe heller herske tvivl om, at pengemarkedsreformen og dens øgede vægt på markedsmekanismen i modsætning til administrative indgreb i likviditetsallokeringen opfyldte reformens biformål: at fremme konkurrencen pengeinstitutterne imellem.

Det er derimod tvivlsomt, om pengemarkedets mere centrale rolle i udjævnningen i pengeinstitutternes ikke lånte reserver har bidraget væsentlig til en bedre pengepolitisk kontrol med udviklingen i pengeinstitutternes kreditgivning og pengemængden. Pengemarkedet er fortsat et centralbankdirigeret interbankmarked uden adgang for ikke-finansielle virksomheder. Pengemarkedsrenten, der i øvrigt kun har udvist moderate fluktuationer i forhold til den officielle diskonto, kan derfor ikke øve nogen direkte indflydelse på ikke-banksektorens ønskede porteføljesammensætning. De herfor bestemmende rentesatser er fortsat i alt væsentligt under de pengepolitiske myndigheders direkte kontrol. Der synes imidlertid nogen evidens for, at pengemarkedets etablering som et egentligt marked har øvet

en indirekte indflydelse på de rentesatser, der berører ikke-banksektoren, ved at øge rentepolitikken fleksibilitet over for markeds kræfterne. Et iøjnefaldende resultat heraf er de senere års drastiske omsving bort fra en decideret lavrentepolitik til en udpræget højrentepolitik.

Tyskland.

1. I Tyskland udøver de offentlige finanser traditionelt kun ringe indflydelse på ligevægten i de finansielle markeder. Den offentlige sektors drifts- og anlægsbudgetter har stort set balanceret siden genopbygningsperiodens definitive afslutning i begyndelsen af 60'erne, når bortses fra konjunkturelt betingede udsving, og de tyske myndigheders intervention i kreditformidlingen ved direkte långivning er kun af beskedent omfang.

2. Bortses fra en statsf or skrivning til forbundsbanken i forbindelse med møntreformen af 1948 udgjorde forbundsregeringens indenlandske statsgæld ved udgangen af 1973 kun 50 mia. DM, svarende til godt 5 pct. af nationalindkomsten.

Af denne i sig selv beskedne statsgæld var kun 5,7 mia. DM, svarende til 11 pct., omsættelige statspapirer, nemlig en mellem- og langfristet obligationsgæld på 4,7 mia. DM og udestående skatkammerbeviser og nominelt uforrentede statsobligationer med en løbetid på op til 2 år for 1,0 mia. DM. Den øvrige statsgæld bortset fra den nævnte statsf orskrivning og et kortfristet lån hos forbundsbanken på knap 3 mia. DM var optaget som langfristede kreditter i banker og andre finansielle institutioner, til dels ved udstedelse af ikke-omsættelige obligationer (Anleihen).

Forbundsregeringens stærkt stigende lånebehov i forbindelse med oliekrisen og det økonomiske tilbageslag har i nogen udstrækning ændret dette mønster. Af en samlet låntagning på 34 mia. DM fra ultimo december 1973 til ultimo august 1975 tilgodesås 10 mia. DM ved udstedelse af papirer med løbetid op til 2 år, knap 8 mia. DM ved udstedelse af omsættelige obligationer og 19 mia. DM ved direkte låntagning i banker og andre finansielle institutioner. Samtidig afvikledes den kortfristede kredit i forbundsbanken på knap 3 mia. DM.

3. Den store tilgang af skatkammerbeviser og (især) nominelt uforrentede statsobligationer med løbetid op til 2 år ændrede pengemarkedet, forstået som markedet for korte fordringer, i kvantitativ henseende. Bortset fra en kort periode omkring konjunkturtilbageslaget i 1967-68 bestod det forud for den nuværende økonomiske krise hovedsageligt af private veksler og

korte statspapirer udstedt på forbundsbankens foranledning (de såkaldte mobiliserings- og likviditetspapirer). Provenuet af salget af disse papirer står ikke til forbundsregeringens disposition, men må afskrives på den ovenfor omtalte statsfor skrivning eller indsættes på en bunden konto.

Men væksten i den cirkulerende beholdning af korte statspapirer har tilsyneladende ikke ændret markedets struktur. Papirerne udbydes og tilbagekøbes af forbundsbanken til kurser, der giver en forrentning en smule under og varierende meget lidt i forhold til den officielle diskonto. Forbundsbanken sælger direkte kun til banker og enkelte offentlige finansielle institutioner, men markedet er ikke legalt begrænset til disse, og efter ophævelsen af renteloven i 1967 er der heller ikke restriktioner på de kurser, hvortil papirerne må videresælges. I sin kursfastsættelse har forbundsbanken demonstreret tilbageholdenhed med at konkurrere med bankerne om indlånskunderne. Markedet har derfor ikke i praksis strakt sig nævneværdigt udover banksektoren og de nævnte finansielle institutioner.

Handel med korte statspapirer pengeinstitutterne imellem er iøvrigt af yderst begrænset omfang. For udligning af pengeinstitutternes reservebehov er markedet af absolut sekundær betydning i sammenligning med det effektive interbankmarked for kontotilgodehavender i forbundsbanken.

4. Til trods for den afgørende vægt, de tyske pengepolitiske myndigheder tillægger udviklingen i pengemængden (målt ved udviklingen i Zentralbankgeldmængde, der defineres som mønt og seddelomløbet plus bundne reserver korrigeret for ændringer i kassebindingsreglerne), er det instrumentarium, man betjener sig af, ensidigt renteorienteret.

Pengemarkedets organisation og pengeinstitutternes rediskonterings- og låneadgang inden for de af forbundsbanken fastsatte kvoter umuliggør således i praksis en kvantitativ kontrol med pengeinstitutternes likviditet og dermed deres udlånspotential. Forbundsbanken kan selvsagt principielt påvirke pengeinstitutternes beholdning af frie, ikke-lånte reserver gennem intervention i obligationsmarkedet og ændrede kassebindingsregler, men den kan ikke hindre, at pengeinstitutterne inden for vide rammer neutraliserer likviditetseffekten af disse indgreb ved låntagning i forbundsbanken, henholdsvis køb af pengemarkedspapirer på de af forbundsbanken fastsatte vilkår. Hertil kommer, som forbundsbankens praksis også viser, at det tyske marked for obligationer er for tyndt til intervention i større målestok, og at vanskeligheder for det enkelte pengeinstitut begrænser den

hyppighed og den **styrke**, hvormed forbundsbanken kan betjene sig af **kasse**-bindingsregler som styringsinstrument.

Med den officielle diskonto og de hermed forbundne låne- og penge-markedssatser som væsentligste pengepolitiske styringsmidler er forbundsbankens muligheder for at styre udviklingen i de finansielle markeder begrænset. Den har ingen formel garanti for, at pengeinstitutternes ind- og udlånsatser vil afspejle dens pengepolitiske intentioner; diskontopolitikens gennemslagskraft er - som den stadig større uafhængighed i pengeinstitutternes rentefastsættelse i tiden efter rentelovens ophævelse viser - i første række et markedsfænomen. Hertil kommer, at pengeinstitutternes dominans på også den langsigtede kredits område i praksis afskærer forbundsbanken fra gennem marked **sinter** vention at øve nogen væsentlig indflydelse på strukturen af de for husholdningerne og virksomhederne bestemmende indenlandske rentesatser.

Tysk pengepolitik's tilsyneladende succes - en relativ høj grad af prisstabilitet og et lavt renteniveau - kan synes noget af et paradoks i lyset af forbundsbankens svage, "liberale" styringsmidler. Men måske er den relative styrke i andre landes centralbankers instrumentarium kun tilsyneladende. Den klare adskillelse mellem tysk pengepolitik's mål og midler og midlernes utvetydige markedsorientering er under alle omstændigheder et tiltalende værn imod den forvridning af den finansielle statistik, der er et hyppigt ledsagefænomen ved direkte kvantitative indgreb i kreditformidlingen.

III. Tabelafsnit.

til summarisk beskrivelse af den finansielle struktur i en række OECD-lande.

- Tabel 1 : Bruttonationalprcduktet, statsgælden, cirkulerende Obligationsmasse og pengeforsyning i en række OECD-lande.
- Tabel 2 : Markederne for korte værdipapirer i en række OECD-lande belyst ved de finansielle institutioners beholdninger i pct. af BNP.
- Tabel 3 : Markederne for korte værdipapirer i en række OECD-lande belyst ved deres betydning for de intersektorale nettokapitalstrømme.
- Tabel 3a : Intersektorale kapitalstrømme efter fordringsart.
- Tabel 4 : Den indenlandske rentestruktur i en række OECD-lande.
- Tabel 5 : Diskontoens samvariation med øvrige indenlandske rentesatser i en række OECD--lande.
- Tabel 6 : Euro-dollarrentens samvariation med indenlandske rentesatser i en række OECD-lande.

Tabel 1. Bruttonationalproduktet, statsgælden, cirkulerende obligationsmasse og pengeforsyningen i en række OECD-lande.

		Bruttonational- produkt	Statsgæld ultimo		I alt	Obligations- beholdning	Penge- forsyning M ₂ ult. 1974
			Indenlandsk valuta	Udenlandsk valuta			
Danmark	(1974) mia. D. kr.	187,4 ¹⁾	2,1 (1,1)	5,6 (3,0)	7,7 (4,1)	165,1 (88,1)	86,7 (46,3)
Finland	(1973) mia. F. mark	66,0	1,3 (2,0)	1,4 (2,1)	2,7 (4,1)	8,22) (15,1)	35,7 (43,6)
Norge	(1973) mia. N. kr.	110,1	29,5 (26,8)	1,3 (1,2)	30,8 (28,0)	36,05) (32,7)	65,5 (51,7)
Sverige	(1973) mia. S. kr.	218,8	49,3 (22,5)	2,0 (0,9)	51,3 (23,4)	128,1 (58,5)	160,4 (65,0)
Belgien	(1974) mia. B. frs.	2070	815 (39,4)	5 (0,2)	820 (39,6)	1509,5) (84,6)	967 (46,7)
Frankrig	(1973) mia. F. frs.	1.143,9	77,7 (6,8)	8,3 (0,7)	86,0 (7,5)	183,06) (16,0)	670,3 (58,6)
Holland	(1973) mia. Hfl.	167,5	38,7 (23,1)	0,0 (0,0)	38,7 (23,1)	31,28) (18,6)	68,7 (41,0)
Italien	(1973) 1000 mia. lire	81,0	..	..	40,82) (50,4)	58,17) (59,8)	104,0 (107,0)
Schweiz	(1974) mia. Sfrs.	139,5	..	..	8,1 (5,8)	..	144,9 (103,8)
Tyskland	(1974) mia. DM	994,0	..	..	72,1 (7,3)	..	247,0 (24,8)
UK	(1973) mia. £	72,1	14,83) (20,5)	..	..	..	37,7 (46,4)
Østrig	(1973) mia. Sch.	533,3	70,43) (13,2)	..	..	..	373,1 (60,5)
Canada	(1974) mia. Ca. \$	140,9	..	..	33,3 (23,6)	72,6 (51,5)	61,4 (43,6)
USA	(1974) mia. US\$	1.397,4	..	..	336,9 (24,1)	741,7 (53,1)	985,0 (70,5)
Japan	(1974) 1000 mia. yen	131,7	9,6 (7,2)	0,0 (0,0)	9,6 (7,2)	43,68) (33,1)	107,4 (81,5)

Kilde: IMF: International Financial Statistics, August 1975.

Note: Tallene i parentes angiver statsgælden i pct. af bruttonationalproduktet.

- 1) Statistiske Efterretninger 1975, nr. 44: BNP, international definition.
- 2) Opregnet på grundlag af statistik over statsgælden ultimo 1969 og nettolåntagningen i årene 1970-72.
- 3) Statens gæld til finansielle institutioner.
- 4) 1972.
- 5) 1973.
- 6) Markedsværdi.
- 7) 1974.
- 8) Kun indenlandske fordringer.

Tabel 2.

Markederne for korte værdipapirer i en række OECD-lande belyst ved de finansielle institutioners beholdninger i pct. af BNP.

	Norge ultimo 1971					Sverige ultimo 1974				
	Værdipapirer udstedt af				I alt	Værdipapirer udstedt af				I alt
	stat, kommu- ner m. v.	finan- sielle inst.	virk- som- heder	ud- land		stat, kommu- ner m. v.	finan- sielle inst.	virk- som- heder	ud- land	
Centralbank	0,1	-	-	-	0,1	4,8	0,0	1,9	6,7	
Andre banker	1,2	-	-	-	1,4	0,2	2,8	0,3	1,3	
Andre finan- sielle inst.	-	-	-	-	-	0,1	0,1	0,0	0,3	
I alt finan- sielle inst.	1,5	-	-	-	1,5	5,0	1,0	2,3	8,3	

	Holland ultimo 1974					Belgien ultimo 1972				
	Værdipapirer udstedt af			I alt	Værdipapirer udstedt af				I alt	
	stat, kommu- ner m. v.	finan- sielle inst.	virk- som- heder		ud- land	stat, kommu- ner m. v.	finan- sielle inst.	virk- som- heder		ud- land
Centralbank	0,1	0,0	-	0,1	0,1	-	-	-	0,1	
Andre banker	2,6	0,7	0,2	3,5	1,2	0,3	-	-	1,5	
Andre finan- sielle inst.	0,0	-	-	0,0	1,9	0,4	-	-	2,3	
I alt finan- sielle inst.	2,7	0,7	0,2	3,6	3,2	0,7	-	-	3,9	

Tabel 2.

	Italien ultimo 1972					UK ultimo 1972				
	Værdipapirer udstedt af				I alt	Værdipapirer udstedt af				I alt
	stat, kommu- ner m. v.	finan- sielle inst.	virke- som- heder	ud- land		stat, kommu- ner m. v.	finan- sielle inst.	virke- som- heder	ud- land	
Centralbank	0,0	0,3	-	0,6	0,9	-	-	-	-	-
Andre banker	5,8	-	-	-	5,8	1,2	0,1	1,3	0,6	3,2
Andre finan- sielle inst.	-	-	-	-	-	0,0	-	-	-	0,0
I alt finan- sielle inst.	5,8	0,3	-	0,6	6,7	1,2	0,1	1,3	0,6	3,2

	USA ultimo 1974					Japan ultimo 1974				
	Værdipapirer udstedt af				I alt	Værdipapirer udstedt af				I alt
	stat, kommu- ner m. v.	finan- sielle inst.	virke- som- heder	ud- land		stat, kommu- ner m. v.	finan- sielle inst.	virke- som- heder	ud- land	
Centralbank	2,6	-	-	0,1	2,7	2,1	-	-	-	2,1
Andre banker	0,7	0,3	0,2	0,2	1,4	-	-	-	-	-
Andre finan- sielle inst.	1,0	0,2	0,4	-	1,6	0,1	-	-	-	0,1
I alt finan- sielle inst.	4,3	0,5	0,6	0,3	5,7	2,2	-	-	-	2,2

Tabel 3.

Markederne for korte værdipapirer belyst ved deres betydning for de intersektorale nettokapitalstrømme i en række OECD-lande. I pct. af BNP.

	Centralbank	Andre banker	Andre finansielle inst.	Stat, kommuner m. v.	Husholdn. og virks.	Udland	I alt
	Stigning i pas-ak-siver tiver	Stigning i pas-ak-siver tiver	Stigning i pas-ak-siver tiver	Stigning i pas-ak-siver tiver	Stigning i pas-ak-siver tiver	Stigning i pas-ak-siver tiver	Stigning i pas-ak-siver tiver
Finland 1972	0,1 -	8,8 -	2,9 -	1,6 -	19,5 -	3,6 -	36,5 -
heraf korte værdipapirer	0,1 -	8,8 -	2,9 -	1,6 -	19,5 -	3,6 -	36,5 -
Norge 1971	2,2 -	6,9 -	7,1 -	5,1 0,9	19,2 -	1,9 -	42,4 0,9
heraf korte værdipapirer	2,2 -	6,9 -	7,1 -	5,1 0,9	19,2 -	1,9 -	42,4 0,9
Sverige 1972	0,9 -	6,9 -	5,5 -	4,6 0,4	14,0 -	2,3 1,0	34,2 1,4
heraf korte værdipapirer	0,9 -	6,9 -	5,5 -	4,6 0,4	14,0 -	2,3 1,0	34,2 1,4
Tyskland 1974	-0,1 -	9,0 -	2,4 -	2,5 0,4	8,9 0,1	4,2 -0,0	26,9 0,4
heraf korte værdipapirer	-0,1 -	9,0 -	2,4 -	2,5 0,4	8,9 0,1	4,2 -0,0	26,9 0,4
Frankrig 1972	3,6 -	11,7 -	10,2 0,1	1,6 -1,1	14,4 -	4,8 -	46,3 -1,0
heraf korte værdipapirer	3,6 -	11,7 -	10,2 0,1	1,6 -1,1	14,4 -	4,8 -	46,3 -1,0
Italien 1973	6,8 -	23,7 -	12,3 -	17,2 2,7	21,3 -	7,2 0,1	88,5 2,8
heraf korte værdipapirer	6,8 -	23,7 -	12,3 -	17,2 2,7	21,3 -	7,2 0,1	88,5 2,8
Holland 1973	3,3 -	11,9 -	6,8 -	4,1 -0,4	17,0 -	10,2 -	53,3 -0,4
heraf korte værdipapirer	3,3 -	11,9 -	6,8 -	4,1 -0,4	17,0 -	10,2 -	53,3 -0,4
Belgien 1972	2,0 -	12,2 -	10,1 0,1	7,0 -1,4	12,0 -	9,0 -	52,3 -1,3
heraf korte værdipapirer	2,0 -	12,2 -	10,1 0,1	7,0 -1,4	12,0 -	9,0 -	52,3 -1,3
U.K. 1973	..	30,2 ¹⁾ 3,1	8,8 0,1	7,7 -0,4	17,8 0,4	20,9 0,3	85,4 1,3
heraf korte værdipapirer	..	30,2 ¹⁾ 3,1	8,8 0,1	7,7 -0,4	17,8 0,4	20,9 0,3	85,4 1,3

Tabel 3.

	Central- bank	Andre banker	Andre finan- sielle inst.	Stat, kom- muner m. v.	Husholdn. og virks.	Udland	I alt
	Stigning i pas- ak- siver tiver	Stigning i pas- ak- siver tiver	Stigning i pas- ak- siver tiver	Stigning i pas- ak- siver tiver	Stigning i pas- ak- siver tiver	Stigning i pas- ak- siver tiver	Stigning i pas- ak- siver tiver
USA 1974 heraf korte værdipapirer	0,3 0,3 - 0,1	5,9 6,0 - 0,2	7,1 7,3 0,1 0,3	2,4 1,1 0,6 -0,2	11,0 12,2 0,4 0,4	2,5 2,3 0,5 0,8	29,2 29,2 1,6 1,6
Canada 1974 heraf korte værdipapirer	1,1 1,0 - 0,4	11,9 12,0 0,1 0,2	6,8 8,0 0,9 0,7	6,6 6,3 0,5 -	23,0 20,7 0,7 0,7	1,0 2,4 - 0,2	50,4 50,4 2,2 2,2
Japan 1974 heraf korte værdipapirer	2,1 2,1 - 1,0	8,9 8,9 - -	16,7 16,7 - -0,5	7,1 3,2 0,4 0,0	22,1 25,0 - .	1,8 2,8 - .	58,7 58,7 0,4 0,4

1) Bank of Englands Banking Department, forretningsbanker, medlemmer af London Discount Market Association og National Giro.

Tabel 4. Den indenlandske rentestruktur i en række OECD-lande.
Månedlige observationer januar 1959 - juni 1975. Pct. p. a.

	Gen- nem- snit	Spred- ning	Varia- tions- bredde	Maksimum		Minimum	
				rente	periode ¹⁾	rente	periode
<u>Danmark</u>							
Diskonto	6,98	1,36	5,50	10,00	2,74	4,50	1,59
Obligationsrente	9,13	2,53	11,55	17,15	7,74	5,60	2,59
Disk. - obl. rente	-2,15	1,49	7,11	-0,04	6,62	-7,15	7,74
<u>Norge</u>							
Diskonto	3,93	0,64	2,00	5,50	2,74	3,50	1,59
Obligationsrente	4,93	0,80	3,26	7,43	2,74	4,17	4,68
Disk. - obl. rente	-0,99	0,38	2,25	0,31	9,69	-1,94	5,74
<u>Sverige</u>							
Diskonto	5,33	0,92	3,50	7,00	7,69	3,50	1,63
Skatkammerbevisrente	5,13	1,87	6,75	8,75	8,74	2,00	1,63
Obligationsrente	6,30	1,06	4,50	9,04	6,75	4,54	2,63
Disk. - skatk. bev. r.	0,21	1,19	6,00	4,00	4,74	-2,00	5,74
Disk. - obl. rente	-0,98	0,69	2,27	-0,15	4,60	-2,42	10,73
Skatk. k. r. - obl. r.	-1,17	1,57	6,96	1,23	12,69	-5,73	4,74
<u>Belgien</u>							
Diskonto	5,17	1,50	5,50	8,75	1,74	3,25	1,59
Kontomarkedsrente	4,11	2,18	11,10	11,85	9,74	0,75	1,62
Skatkammerbevisrente	5,12	2,08	9,90	11,75	7,74	1,85	1,59
Obligationsrente	6,14	1,08	4,62	9,26	8,74	4,64	2,63
Disk. - kontomark. r.	1,07	1,15	7,35	4,25	2,75	-3,10	9,74
Disk. - skatk. bev. r.	0,05	0,80	4,67	1,67	2,59	-3,00	7,74
Disk. - obl. rente	-0,97	1,00	4,69	1,62	7,70	-3,07	4,72
Kontom. r. - skatk. r.	-1,01	1,05	6,00	1,50	12,72	-4,50	2,75
Kontom. r. - obl. r.	-2,04	1,66	8,84	2,91	1,70	-5,93	11,72
Skatk. b. r. - obl. r.	-1,02	1,50	6,50	2,93	7,74	-3,57	4,72
<u>Frankrig</u>							
Diskonto	5,52	2,64	9,50	13,00	6,74	3,50	10,60
Kontomarkedsrente	5,98	2,67	10,71	13,84	7,74	3,13	9,63
Obligationsrente	6,36	1,63	6,93	11,74	9,74	4,81	9,63
Disk. - kontomark. r.	-0,46	1,02	5,56	2,40	5,75	-3,16	11,68

	Gen-nem-snit	Spred-ning	Varia-tions-bredde	Maksimum		Minimum	
				rente	periode ¹⁾	rente	period
Disk. - obl.rente	-0,84	1,17	5,40	2,94	10,73	-2,46	5,68
Kontom.r. - obl.r.	-0,38	1,51	7,61	4,19	1,74	-3,42	8,72
<u>Holland</u>							
Diskonto	4,69	1,27	5,25	8,00	12,73	2,75	1,59
Kontomarkedsrente	3,74	2,57	15,59	16,13	12,73	0,54	9,72
Skatkammerbevisrente	3,72	1,76	6,80	7,50	8,74	0,70	8,72
Obligationsrente	5,94	1,52	5,67	9,41	10,74	3,74	5,61
Disk. -kontomark.r.	0,95	1,55	12,50	4,37	4,71	-8,13	12,73
Disk. -skatk. bev.r.	0,97	0,85	3,60	3,30	8,72	-0,30	10,74
Disk. - obl.rente	-1,25	0,70	3,30	-0,12	12,73	-3,42	10,72
Kontom.r. - skatk.r.	0,01	1,29	12,18	9,72	12,73	-2,46	4,71
Kontom.r. - obl.r.	-2,20	1,64	14,04	8,01	12,73	-6,03	7,72
Skatk.b.r. - obl.r.	-2,21	0,93	4,87	-0,93	7,64	-5,80	7,72
<u>Italien</u>							
Diskonto	4,26	1,45	5,50	9,00	3,74	3,50	1,59
Skatkammerbevisrente	5,22	3,03	12,21	15,62	9,74	3,41	11,62
Obligationsrente	6,18	1,37	7,15	10,78	12,74	3,63	4,69
Disk. -skatk. bev.r.	-0,96	1,73	8,71	0,09	11,62	-8,62	5,75
Disk. - obl.rente	-1,92	0,63	4,66	1,43	3,74	-3,23	5,75
Skatk.b.r. - obl.r.	-0,96	1,79	7,88	5,46	3,75	-2,42	6,64
<u>Schweiz</u>							
Diskonto	3,09	1,06	3,50	5,50	1,74	2,00	2,59
Kontomarkedsrente	2,47	1,52	9,50	10,00	11,73	0,50	1,68
Obligationsrente	4,47	1,22	4,59	7,41	9,74	2,82	4,61
Disk. -kontomark.r.	0,62	1,49	11,50	5,00	1,75	-5,50	11,73
Disk. -obl.rente	-1,37	0,39	3,03	-0,48	1,59	-3,51	4,66
Kontom.r. -obl.r.	-1,99	1,54	10,28	3,87	11,73	-6,41	9,74
<u>Tyskland</u>							
Diskonto	4,24	1,45	4,75	7,50	3,70	2,75	1,59
Kontomarkedsrente	4,67	2,97	23,25	23,38	8,73	0,13	2,73
Skatkammerbevisrente	3,84	1,48	5,12	7,00	3,70	1,88	1,62
Obligationsrente	7,27	1,34	5,20	10,70	6,74	5,50	8,59
Disk. -kontomark.r.	-0,43	2,14	21,67	4,87	2,73	-16,80	8,73
Disk. -skatk. bev.r.	0,40	0,34	1,62	1,62	3,75	0,00	3,60

	Gen- nem- snit	Spred- ning	Varia- tions- bredde	Maksimum		Minimum	
				rente	periode ¹⁾	rente	period
Disk. -obl. rente	-3,03	0,81	4,40	-0,60	3,70	-5,00	7,72
Kontom. r. -skatk. r.	0,83	2,15	21,13	16,38	8,73	-4,75	9,73
Kontom. r. -obl. r.	-2,60	2,29	21,85	13,48	8,73	-8,37	2,73
Skatk. b. r. -obl. r.	-3,43	0,91	4,22	-1,10	3,70	-5,32	3,75
<u>U. K.</u>							
Diskonto	6,67	2,22	9,00	13,00	11,73	4,00	1,59
Kontomarkedsrente	5,67	2,10	9,12	11,75	2,74	2,63	1,63
Skatkammerbevisrente	6,22	2,22	9,34	12,45	11,73	3,11	1,59
Obligationsrente	7,97	2,81	12,34	17,05	12,74	4,71	1,59
Disk. -kontomark. r.	1,00	0,89	7,25	6,25	6,74	-1,00	4,73
Disk. -skatk. bev. r.	0,45	0,20	1,52	0,89	1,59	-0,63	9,72
Disk. -obl. rente	-1,31	1,42	6,49	0,94	12,67	-5,55	12,74
Kontom. r. -skatk. r.	-0,54	0,87	7,32	1,58	4,73	-5,74	6,74
Kontom. r. -obl. r.	-2,30	1,72	9,98	0,32	12,67	10,30	12,74
Skatk. b. r. -obl. r.	-1,76	1,42	6,52	0,46	11,67	-6,06	12,74
<u>Canada</u>							
Diskonto	5,36	1,66	7,30	9,25	7,74	1,95	9,60
Kontomarkedsrente	4,62	1,64	7,90	9,05	8,74	1,15	9,60
Skatkammerbevisrente	4,79	1,57	7,41	9,11	8,74	1,70	9,60
Obligationsrente	6,35	1,31	5,19	9,84	8,74	4,65	1,59
Disk. -kontomark. r.	0,74	0,50	3,07	3,06	5,71	-0,01	7,60
Disk. -skatk. bev. r.	0,57	0,51	3,05	2,25	4,71	-0,80	7,65
Disk. -obl. r.	0,99	0,85	3,73	0,88	4,68	-2,85	9,60
Kontom. r. -skatk. r.	-0,18	0,37	2,10	0,75	12,70	-1,35	1,60
Kontom. -obl. r.	-1,73	1,01	5,63	0,44	7,59	-5,19	5,71
Skatk. b. r. -obl. r.	-1,56	1,06	4,81	0,46	7,59	-4,35	5,71
<u>U. S. A.</u>							
Diskonto	4,63	1,41	5,50	8,00	4,74	2,50	1,59
Skatkammerbevisrente	4,61	1,70	7,04	9,17	8,74	2,13	10,60
Obligationsrente	5,09	1,09	3,60	7,36	8,74	3,76	2,61
Disk. -skatk. bev. r.	0,03	0,62	3,71	1,61	9,74	-2,10	12,69
Disk. -obl. r.	-0,46	0,59	2,67	1,23	10,73	-1,44	1,59
Skatk. b. r. -obl. r.	-0,49	0,91	4,58	2,16	8,73	-2,42	2,71

1) Cifrene til venstre for kommaet angiver måned, cifrene til højre for kommaet angiver år.

Tabel 5.

Diskontoens samvariation med øvrige indenlandske rentesatser i en række OECE-lande.
Måned-, kvartals- og årsobservationer.

LAND	1)	Gns. afvi- gelse	Spred- ning	Varia- tions- bred- de	Maksimum afvigelse		Minimum afvigelse		Gennem- slags- koeffi- cient	Korre- lations- koeffi- cient
					rente	periode 2)	rente	periode 2)		
<u>Danmark</u>										
Oblig. rente	M K Å	-2,15 -2,15 -2,09	1,49 1,47 1,42	7,11 6,50 5,06	-0,04 -0,08 -0,28	6,62 3,62 62	-7,15 -6,58 -5,34	7,74 2,74 74	1,62 1,66 1,68	0,88 0,89 0,91
<u>Norge</u>										
Oblig. rente	M K Å	- ,99 - ,99 - ,97	,38 ,37 ,33	2,25 1,57 1,27	,31 ,36 ,48	9,69 3,69 72	-1,94 -1,93 -1,75	5,74 2,74 74	1,10 1,12 1,03	0,88 0,89 0,88
<u>Sverige</u>										
Skatk. bev. r.	M K Å	,21 ,21 ,26	1,19 1,12 ,95	6,00 4,83 3,67	4,00 3,00 2,25	4,74 1,74 73	-2,00 -1,83 -1,42	5,74 3,74 70	1,75 1,76 1,66	0,85 0,88 0,87
Oblig. rente	M K Å	- ,96 - ,96 - ,95	,77 ,71 ,68	6,42 3,19 2,20	4,00 ,78 ,18	10,62 4,62 60	-2,42 -2,41 -2,38	10,73 3,73 73	0,93 0,94 0,99	0,74 0,77 0,77
<u>Belgien</u>										
Kontomark. r.	M K Å	1,07 1,07 1,04	1,15 ,81 ,68	7,35 4,26 3,03	4,25 2,69 2,13	2,75 1,62 61	-3,10 -1,57 -0,90	9,74 3,74 74	1,26 1,26 1,32	,87 ,94 ,97
Skatk. bev. r.	M K Å	0,05 0,05 0,06	0,80 0,78 0,73	4,67 4,49 2,89	1,67 1,49 1,34	2,59 1,59 59	-3,00 -3,00 -1,55	7,74 3,74 74	1,32 1,32 1,36	,95 ,96 ,97
Oblig. rente	M K Å	-0,97 -0,97 -0,96	1,00 0,99 0,93	4,69 4,61 4,20	1,62 1,54 1,41	7,70 2,70 70	-3,07 -3,07 -2,79	4,72 2,72 72	,54 ,54 ,53	,75 ,75 ,76

LAND	1)	Gns. afvi- gelse	Spred- ning	Varia- tions- bred- de	Maksimum afvigelse		Minimum afvigelse rente	Gennem- slags koeffi- cient	Korre- lations- koeffi- cient
					rente	periode 2)			
<u>Frankrig</u> Kontomark.r.	M	- ,46	1,02	5,56	2,40	5,75	-3,16	11,68	,94
	K	- ,46	,98	4,71	2,12	2,75	-2,59	2,69	,94
	Å	- ,53	,85	3,21	1,07	72	-2,14	69	,99
Oblig.rente	M	- ,84	1,17	5,40	2,94	10,73	-2,46	5,68	,59
	K	- ,84	1,15	4,80	2,43	4,73	-2,37	2,68	,60
	Å	- ,89	1,07	3,74	1,58	74	-2,16	67	,97
<u>Holland</u> Kontomark.r.	M	,95	1,55	12,86	4,37	4,71	-8,13	12,73	1,79
	K	,95	1,39	7,36	3,54	2,71	-3,82	4,73	1,77
	Å	,94	1,14	3,93	2,48	61	-1,45	74	1,78
Skatk. bev. r.	M	,97	,87	3,60	3,30	8,72	- ,30	10,74	1,23
	K	,97	,82	2,73	2,70	3,72	- ,03	2,67	1,23
	Å	,96	,77	2,37	2,38	61	,01	,67	1,28
Oblig.rente	M	-1,25	,70	3,30	- ,12	12,73	-3,42	10,72	1,07
	K	-1,25	,69	2,71	- ,24	4,62	-2,95	4,72	1,07
	Å	-1,24	,64	2,41	- ,34	62	-2,75	72	1,15
<u>Italien</u> Skatk. bev. r.	M	- ,96	1,73	8,71	,09	11,62	-8,62	5,75	1,96
	K	- ,96	1,71	8,31	- ,02	4,68	-8,29	2,75	2,01
	Å	- ,75	1,11	4,05	- ,06	68	-4,11	74	1,81
Oblig.rente	M	-1,92	,63	4,66	1,43	3,74	-3,23	5,75	,85
	K	-1,92	,57	3,35	,41	2,74	-2,94	2,75	,87
	Å	-1,90	,44	3,08	- ,61	74	-2,47	70	,81
<u>Schweiz</u> Kontomark. r.	M	,62	1,49	10,50	5,00	1,75	-5,50	11,73	,54
	K	,62	1,28	7,17	4,67	1,75	-2,50	4,73	,54
	Å	,51	,98	4,06	3,19	74	- ,87	73	,71
Oblig.rente	M	-1,37	,39	3,03	- ,48	1,59	-3,51	4,66	1,10
	K	-1,37	,36	1,56	- ,72	3,66	-2,28	2,70	1,11
	Å	-1,36	,29	1,07	- ,96	61	-2,03	70	1,11

LAND	1)	Gns. afvi- gelse	Spred- ning	Varia- tions- bred- de	Maksimum afvigelse		Minimum afvigelse		Gennem- slags koeffi- cient	Korre- lations- koeffi- cient
					rente	periode 2)	rente	periode 2)		
<u>Tyskland</u>										
Kontomark. r.	M	- ,43	2,14	21,25	4,87	2,73	-16,38	8,73	1,53	,74
	K	- ,43	1,22	8,05	1,17	3,69	- 6,88	3,73	1,54	,92
	Å	- ,43	,92	3,18	,40	68	- 2,78	73	1,56	,98
Skatk. bev. r.	M	,40	,34	1,62	1,62	3,75	,00	3,60	1,00	,97
	K	,40	,33	1,37	1,37	2,74	,00	1,66	1,00	,97
	Å	,38	,25	,84	,86	74	,02	66	1,00	,98
Oblig. rente	M	-3,03	,81	5,60	- ,60	3,70	- 5,00	7,72	,62	,84
	K	-3,03	,79	4,03	- ,90	2,70	- 4,93	3,72	,79	,84
	Å	-3,01	,73	3,09	-1,45	70	- 4,54	,72	,82	,86
<u>England</u>										
Kontomark. r.	M	1,00	,89	7,25	6,25	6,74	- 1,00	4,73	,87	,92
	K	1,00	,57	2,46	2,58	3,73	,12	3,71	,87	,97
	Å	,99	,44	1,48	2,03	74	,35	66	,89	,98
Skatk. bev. r.	M	,45	,20	1,52	,89	1,59	- ,63	9,72	1,00	1,00
	K	,45	,17	,84	,77	1,59	- ,07	3,72	1,00	1,00
	Å	,45	,13	,45	,67	62	,22	69	1,00	1,00
Oblig. rente	M	-1,31	1,42	6,49	,94	12,67	- 5,55	12,74	1,10	,87
	K	-1,31	1,39	5,95	,68	1,65	5,27	4,74	1,11	,87
	Å	-1,70	1,12	3,26	- ,02	65	- 3,28	74	1,15	,91
<u>Canada</u>										
Kontomark. r.	M	,74	,50	3,07	3,06	5,71	- ,01	7,60	,95	,95
	K	,74	,39	2,22	2,38	2,71	,16	4,69	,94	,97
	Å	,72	,30	1,12	1,48	71	,36	59	,96	,98
Skatk. bev. r.	M	,57	,51	3,05	2,25	4,71	- ,80	7,65	,90	,95
	K	,57	,49	2,29	2,12	2,71	- ,17	3,65	,90	,95
	Å	,54	,42	1,81	1,64	71	,17	66	,92	,96
Oblig. rente	M	- ,99	,85	3,73	,88	4,68	- 2,85	9,60	,68	,86
	K	- ,99	,82	3,47	,76	2,68	- 2,71	3,72	,69	,87
	Å	-1,01	,73	2,53	,05	68	2,48	72	,73	,88

LAND	1)	Gns. afvi- gelse	Spred- ning	Varia- tions- bred- de	Maksimum afvigelse		Minimum afvigelse		Gennem- slags koeffi- cient	Korre- lations- koeffi- cient
					rente	periode 2)	rente	periode 2)		
USA	M	,03	,62	3,71	1,61	9,74	-2,10	12,69	1,13	,94
	K	,03	,54	2,67	1,13	1,75	-1,54	4,69	1,13	,95
	Å	,00	,42	1,53	,67	60	- ,86	69	1,17	,98
Oblig. rente	M	- ,46	,59	2,67	1,23	10,73	-1,44	1,59	,71	,92
	K	- ,46	,58	2,42	1,16	4,73	-1,26	1,59	,72	,93
	Å	- ,46	,51	2,01	,86	74	-1,15	72	,73	,95

1) M = månedlige observationer januar 1959 - juni 1975; K = kvartalsgennemsnit af månedsobservationer 1. kvrt. 1959 - 2. kvrt. 1975; Å = årsgennemsnit af månedsobservationer 1959 - 1974.

2) Cifrene til venstre for punktummet angiver måneden, henholdsvis kvartalet; cifrene til højre for punktummet angiver året.

Tabel 6. Eurodollarrentens samvariation med indenlandske rentesatser i en række OECD-lande. Måned-, kvartals- og årsobservationer.

	Gns. afvi- gelse	Spred- ning	Varia- tions- bred- de 2)	Maksimum afvigelse rente 2) periode 3)	Minimum afvigelse rente 2) periode 3)	Korré- lations- koeffi- cient	Gennem- slags- koeffi- cient	
1)								
<u>Danmark</u>								
Diskonto	M 1,03 K 1,03 Å 1,01	1,58 1,55 1,46	6,62 6,12 4,42	3,19 3,14 2,79	8,61 3,61 62	-3,43 -2,98 -1,63	8,74 3,73 73	0,45 0,45 0,47
Oblig. rente	M 3,18 K 3,18 Å 3,10	1,43 1,40 1,19	7,89 7,01 5,28	6,70 6,34 5,16	6,75 2,75 72	-1,19 -0,67 -0,12	6,69 3,69 69	0,84 0,84 0,89
<u>Norge</u>								
Diskonto	M -2,01 K -2,01 Å -2,03	2,14 2,12 2,08	8,12 7,60 5,74	0,19 0,14 0,21	8,61 3,61 62	-7,53 -7,46 -5,95	8,74 3,74 69	0,17 0,17 0,18
Oblig. rente	M -1,02 K -1,02 Å -1,06	2,18 2,17 2,14	8,60 8,28 6,32	1,68 1,49 0,95	8,61 3,61 62	-6,92 -6,79 -5,37	9,69 3,69 69	0,54 0,55 0,61
<u>Sverige</u>								
Diskonto	M -0,61 K -0,61 Å -0,64	2,03 2,00 1,95	8,86 7,94 5,32	1,69 1,64 0,62	8,61 3,61 62	-7,17 -6,30 -4,70	7,74 3,74 74	0,24 0,25 0,25
Skatk. bev. r.	M -0,82 K -0,82 Å -0,89	2,27 2,23 2,09	10,82 9,82 7,40	2,19 1,68 1,02	6,75 2,75 65	-8,63 -8,14 -6,38	8,73 3,73 73	0,37 0,37 0,35
Oblig. rente	M 0,35 K 0,35 Å 0,31	1,81 1,76 1,66	8,54 7,37 5,01	2,98 2,35 1,92	6,75 2,75 72	-5,56 -5,02 -3,09	8,74 3,74 74	0,34 0,35 0,37
<u>Belgien</u>								
Diskonto	M -0,77 K -0,77 Å -0,81	1,60 1,57 1,47	6,52 6,04 3,80	1,62 1,48 0,31	7,61 3,61 62	-4,99 -4,56 -3,49	6,69 3,73 69	0,48 0,48 0,49

	1)	Gns. afvigelse	Spredning	Variationsbredde 2)	Maksimum afvigelse		Minimum afvigelse		Korrélationskoefficient	Gennemslagskoefficient
					rente 2)	periode 3)	rente 2)	periode 3)		
Kontomark. r.	M	-1,84	1,59	8,20	1,14	2,74	-7,06	9,73	0,78	0,68
	K	-1,84	1,34	5,18	0,24	1,74	-4,94	3,73	0,84	0,68
	Å	-1,85	1,21	3,84	-0,42	64	-4,26	69	0,88	0,69
Skatk. bev. r.	M	-0,83	1,32	5,70	1,17	1,75	-4,53	8,73	0,85	0,71
	K	-0,83	1,27	4,95	0,98	3,61	-3,97	3,73	0,86	0,71
	Å	-0,87	1,16	3,97	0,12	64	-2,85	73	0,89	0,72
Oblig. r.	M	0,20	1,96	7,60	2,54	8,61	-5,06	7,69	0,67	0,29
	K	0,20	1,93	7,34	2,49	3,61	-4,85	3,69	0,68	0,29
	Å	0,15	1,88	5,45	1,67	72	-3,78	69	0,73	0,29
<u>Frankrig</u>										
Diskonto	M	-0,43	1,59	8,39	4,28	3,75	-4,11	9,69	0,81	0,85
	K	-0,43	1,56	7,81	3,93	1,75	-3,98	3,69	0,82	0,87
	Å	-0,55	1,30	4,25	1,30	74	-2,95	69	0,87	0,88
Kontomark. r.	M	0,04	1,16	6,75	4,37	1,74	-2,38	8,71	0,90	0,96
	K	0,04	1,11	5,68	3,85	1,74	-1,83	3,69	0,91	0,97
	Å	-0,03	0,86	3,48	2,05	74	-1,43	66	0,95	1,00
Oblig. rente	M	0,42	1,63	7,97	3,35	5,75	-4,62	6,69	0,77	0,50
	K	0,42	1,59	7,40	2,95	2,75	-4,45	3,69	0,78	0,51
	Å	0,34	1,47	5,15	1,80	72	-3,35	69	0,83	0,52
<u>Holland</u>										
Diskonto	M	-1,26	1,56	6,46	0,94	3,71	-5,52	7,69	0,86	0,44
	K	-1,26	1,52	5,71	0,56	1,71	-5,15	3,69	0,87	0,44
	Å	-1,28	1,44	4,19	-0,01	64	-4,20	69	0,92	0,45
Kontomark. r.	M	-2,21	1,51	13,38	5,64	12,73	-7,74	3,73	0,82	0,84
	K	-2,21	1,32	7,26	1,66	1,74	-5,60	1,73	0,86	0,85
	Å	-2,22	0,76	2,49	-1,31	67	-3,80	69	0,95	0,86
Skatk. bev. r.	M	-2,23	1,43	6,76	-0,07	7,64	-6,83	4,73	0,83	0,58
	K	-2,23	1,38	5,43	-0,37	3,64	-5,80	2,73	0,85	0,59
	Å	-2,24	1,28	4,12	-0,94	64	-5,06	73	0,88	0,59
Obligat. r.	M	-0,01	1,33	6,38	2,22	5,72	-4,16	6,69	0,89	0,54
	K	-0,01	1,29	5,70	1,87	2,72	-3,83	3,69	0,91	0,55
	Å	-0,04	1,18	4,03	1,29	72	-2,74	69	0,94	0,57

	1)	Gns. afvi-	Spred- ning	Varia- tions- bred- de 2)	Maksimum afvigelse rente 2) periode 3)	Minimum afvigelse rente 2) periode 3)	Korre- lations- koeffi- cient	Gennem- slags- koeffi- cient
<u>Italien</u>								
Diskonto	M K Å	-1,69 -1,69 -1,77	1,93 1,90 1,80	8,80 8,08 5,86	1,28 0,93 -0,21	3,75 2,75 62	0,64 0,66 0,71	0,37 0,38 0,38
Skatk. bev. r.	M K Å	-0,73 -0,73 -1,02	2,51 2,48 1,72	16,11 15,21 7,11	9,56 9,22 1,74	6,75 2,75 74	0,60 0,61 0,75	0,73 0,74 0,72
Obligat. r.	M K Å	0,23 0,23 0,13	1,94 1,92 1,77	9,53 9,11 5,62	4,17 3,87 1,48	6,75 2,75 64	0,64 0,65 0,77	0,35 0,35 0,35
<u>Schweiz</u>								
Diskonto	M K Å	-2,85 -2,85 -2,88	1,76 1,73 1,64	7,01 6,47 4,82	-1,01 -1,26 -1,71	5,72 2,72 62	0,82 0,82 0,88	0,34 0,35 0,37
Kontomark. r.	M K Å	-3,47 -3,47 -3,39	2,15 2,00 1,81	11,69 9,57 6,61	0,26 -1,39 -1,95	11,73 4,72 64	0,52 0,61 0,73	0,32 0,32 0,35
Obligat. r.	M K Å	-1,48 -1,48 -1,52	1,61 1,58 1,48	6,85 6,10 4,53	0,55 0,31 -0,34	5,75 2,75 64	0,85 0,86 0,91	0,42 0,42 0,44
<u>Tyskland</u>								
Diskonto	M K Å	-1,71 -1,71 -1,70	1,71 1,67 1,61	7,37 6,52 4,41	0,94 0,56 -0,71	3,71 1,71 62	0,75 0,77 0,79	0,44 0,44 0,45
Kontomark. r.	M K Å	-1,28 -1,28 -1,27	2,48 1,79 1,52	21,36 9,81 4,97	12,00 9,81 -0,10	8,73 3,73 73	0,60 0,73 0,80	0,72 0,70 0,72
Skatk. bev. r.	M K Å	-2,11 -2,11 -2,08	1,77 1,74 1,63	8,49 7,64 4,11	0,69 0,31 -1,26	3,71 1,71 64	0,72 0,73 0,78	0,43 0,43 0,45
Obligat. r.	M K Å	1,32 1,32 1,31	1,68 1,65 1,60	7,33 6,77 5,44	3,04 2,79 2,50	5,72 2,72 72	0,78 0,79 0,81	0,42 0,42 0,44

	1)	Gns. afvi- gelse	Spred- ning	Varia- tions- bred- de 2)	Maksimum afvigelse rente 2) periode 3)	Minimum afvigelse rente 2) periode 3)	Korre- lations- koeffi- cient	Gennem- slags - koeffi- cient
<u>U. K.</u>								
Diskonto	M	0,72	1,53	7,44	4,14	2,74	-3,30	9,71
	K	0,72	1,47	6,64	3,66	1,74	-2,98	3,69
	Å	0,64	1,16	3,44	1,57	65	-1,87	69
Kontomark. r.	M	-0,28	1,62	10,07	3,39	2,74	-6,68	8,74
	K	-0,28	1,40	6,37	2,45	2,75	-3,92	3,69
	Å	-0,35	1,07	3,71	0,96	65	-2,75	69
Skatk. bev. r.	M	0,27	1,46	7,01	3,46	2,74	-3,55	9,71
	K	0,27	1,40	6,46	3,29	3,61	-3,17	3,69
	Å	0,19	1,08	3,15	1,06	65	-2,09	69
Obligat. r.	M	2,03	1,77	10,92	8,72	5,75	-2,20	12,69
	K	2,03	1,74	10,33	8,50	2,75	-1,83	3,69
	Å	1,84	1,26	5,15	4,31	74	-0,84	69
<u>Canada</u>								
Diskonto	M	-0,59	1,40	7,04	2,41	6,62	-4,63	8,73
	K	-0,59	1,36	6,21	2,07	3,62	-4,14	3,73
	Å	-0,65	1,24	3,77	0,76	62	-3,01	73
Kontomark. r.	M	-1,33	1,43	6,77	1,64	7,62	-5,13	8,73
	K	-1,33	1,36	6,23	1,38	3,62	-4,85	3,73
	Å	-1,37	1,27	3,82	0,12	62	-3,70	73
Skatk. bev. r.	M	-1,16	1,52	7,06	1,86	6,62	-5,20	8,73
	K	-1,16	1,49	6,12	1,37	3,62	-4,75	3,73
	Å	-1,18	1,44	4,01	0,34	62	-3,67	73
Obligat. r.	M	0,40	1,50	6,41	2,82	6,75	-3,59	8,74
	K	0,40	1,47	5,83	2,47	2,75	-3,36	3,69
	Å	0,36	1,39	4,06	1,86	72	-2,20	69
<u>U. S. A.</u>								
Diskonto	M	-1,31	1,31	5,37	-0,06	6,75	-5,43	8,74
	K	-1,31	1,27	4,66	-0,32	2,75	-4,98	3,69
	Å	-1,34	1,19	3,27	-0,64	63	-3,91	69
Skatk. bed. r.	M	-1,34	1,06	5,85	-0,05	6,75	-5,90	9,74
	K	-1,34	0,99	4,38	-0,56	1,64	-4,94	3,74
	Å	-1,34	0,91	2,33	-0,71	63	-3,04	69

	1)	Gns. afvi- gelse	Spred- ning	Varia- tions- bred- de 2)	Maksimum afvigelse		Minimum afvigelse		Korre- lations- koeffi- cient	Gennem- slags- koeffi- cient
					rente 2)	periode 3)	rente 2)	periode 3)		
Obligat. r.	M	-0,85	1,63	6,89	0,86	6,75	-6,07	8,74	0,89	0,38
	K	-0,85	1,60	6,29	0,62	2,72	-5,67	3,74	0,89	0,39
	Å	-0,88	1,51	4,14	0,27	72	-3,87	74	0,94	0,41

1) M = månedlige obs. januar 1959 - juni 1975; K = kvartalsgennemsnit af månedsobs. 1. kvrt. 1959 - 2. kvrt. 1975; Å = årsgennemsnit af månedsobservationer 1959 - 1974.

2) Beregnet på grundlag af observationer fra marts 1961 til juni 1975, da renten på amerikanske 3-måneders skatkammerbeviser bruges som repræsentant for Eurodollarenten i perioden forud for marts 1961.

3) Cifrene til venstre for kommaet angiver måned henholdsvis kvartal; cifrene til højre for kommaet angiver år.

