

SKØN OVER ÆNDRINGER I DEN DANSKE FORDRINGSSTRUKTUR FRA 1960 TIL 1965

AF MORTEN BALLING*

Indledning. Talmaterialets karakter.

1. Der har i de senere års kapitalmarkedsteori været en voksende tendens til at anskue valget af statussammensætning som en helhed, hvor mange aktiver og passiver med varierende egenskaber har mulighed for at komme med i beslutningstagernes portefølje. Skal der foretages en empirisk porteføljeanalyse, må man følgelig bygge på en talmæssig belysning af de økonomiske enheders statussammensætning og på oplysninger om de faktorer, der kan antages at øve indflydelse på porteføljebeslutningerne.

Det er formålet med nærværende arbejde at prøve for Danmark at opstille nogle talmæssige skøn over ændringer i udvalgte sektorer statussammensætning i de senere år. Desuden skal tallenes evne til at give fingerpeg om økonomiske sammenhænge diskuteres.

Dansk statistik er desværre meget lidt oplysende, hvad angår formueudviklingen. Det gælder i særlig grad for udviklingen i værdien af erhvervslivets produktionsapparat, hvor en mængde vurderingsvanskeligheder som bekendt gør sig gældende. Men også oplysningerne om fordringer og gæld lader meget tilbage at ønske.

Den mest specificerede opgørelse over fordringsstrukturen i Danmark findes i Poul Windings bog om kapitalmarkedet¹. Windings fordringsbalance med tal fra begyndelsen af 1955 bygger på en opdeling af samfundet i en halv snes sektorer. Tallene er i nogen grad beregnet skønmæssigt, og der er ligeledes et betydeligt behov for skøn, når udviklingen i fordringsstrukturen efter 1955 skal vurderes.

2. At det er nødvendigt med skøn skyldes navnlig, at statuspostopdelingen i regnskaberne for de forskellige kapitalmarkedsinstitutioner foregår efter

* Amanuensis ved Handelshøjskolen i Århus. Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag på Marstrandmødet i Hellebæk den 25. august 1967.

1. Poul Winding, *Det danske kapitalmarked*, København 1958, Tavlehefte, Tabel 17.1.

SKØN OVER ÆNDRINGER I DEN DANSKE FORDRINGSSTRUKTUR FRA 1960 TIL 1965

AF MORTEN BALLING*

Indledning. Talmaterialets karakter.

1. Der har i de senere års kapitalmarkedsteori været en voksende tendens til at anskue valget af statussammensætning som en helhed, hvor mange aktiver og passiver med varierende egenskaber har mulighed for at komme med i beslutningstagernes portefølje. Skal der foretages en empirisk porteføljeanalyse, må man følgelig bygge på en talmæssig belysning af de økonomiske enheders statussammensætning og på oplysninger om de faktorer, der kan antages at øve indflydelse på porteføljebeslutningerne.

Det er formålet med nærværende arbejde at prøve for Danmark at opstille nogle talmæssige skøn over ændringer i udvalgte sektorer statussammensætning i de senere år. Desuden skal tallenes evne til at give fingerpeg om økonomiske sammenhænge diskuteres.

Dansk statistik er desværre meget lidt oplysende, hvad angår formueudviklingen. Det gælder i særlig grad for udviklingen i værdien af erhvervslivets produktionsapparat, hvor en mængde vurderingsvanskeligheder som bekendt gør sig gældende. Men også oplysningerne om fordringer og gæld lader meget tilbage at ønske.

Den mest specificerede opgørelse over fordringsstrukturen i Danmark findes i Poul Windings bog om kapitalmarkedet¹. Windings fordringsbalance med tal fra begyndelsen af 1955 bygger på en opdeling af samfundet i en halv snes sektorer. Tallene er i nogen grad beregnet skønsomt, og der er ligeledes et betydeligt behov for skøn, når udviklingen i fordringsstrukturen efter 1955 skal vurderes.

2. At det er nødvendigt med skøn skyldes navnlig, at statuspostopdelingen i regnskaberne for de forskellige kapitalmarkedsinstitutioner foregår efter

* Amanuensis ved Handelshøjskolen i Århus. Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag på Marstrandmødet i Hellebæk den 25. august 1967.

1. Poul Winding, *Det danske kapitalmarked*, København 1958, Tavlehefte, Tabel 17.1.

uensartede principper, idet der hvert sted synes at have udviklet sig en bogholderipraksis, som er særegen for den pågældende institution. Der er et kolossalt behov for at få koordineret regnskabsprincipperne og ved samme lejlighed kunne man måske standardisere regnskabsårene, således at tallene kom til at referere til samme statustidspunkt.

For en række institutioner gælder det, at specifikationsgraden i status er aldeles utilstrækkelig til analyseformål; for deres vedkommende har det været nødvendigt til nærværende undersøgelse at indhente en række supplerende oplysninger, men kun i få tilfælde eksisterer der et egentligt brugbart talmateriale, der giver mere end de offentliggjorte regnskaber. Henvendelserne har dog været nyttige, fordi de ofte har givet fingerpeg om, hvorledes skøn med fordel kunne udarbejdes.

Det giver særlige problemer, at værdipapirbeholdningernes værdi er opgjort efter varierende principper til dels i henhold til lovgivningsbestemmelser. For nogle institutioner foreligger der både bogførte værdier og pålydende værdier, men for andre kun bogførte værdier. Det har derfor her været nødvendigt i en del tilfælde at betjene sig af ret hårdhændede metoder ved omregningen fra bogført værdi til pålydende værdi.

Nogle af tallene til belysning af fordringsstrukturen foreligger dog med ganske stor nøjagtighed, men af hensyn til fremstillingens overskuelighed er samtlige tal i tabellerne i det følgende på grund af skønselementet i hovedparten af tallene afrundet til nærmeste med 100 mill. kr. delelige beløb¹.

3. Fremstillingen er disponeret således, at der først redegøres for de bogholderimæssige afgrænsninger i sektorer og statusposter. Dernæst opstilles og kommenteres tabellerne, og kapitalmarkedets vækst betragtes ud fra mere generelle synspunkter. Artiklen afsluttes med nogle bemærkninger om fordringstallenes fortolkning.

1. De i tabel 1-4 meddelte tal er beregnet på grundlag af de i litteraturlisten anførte empiriske publikationer. Det er uoverkommeligt i detaljer at redegøre for, hvorledes der er skønnet i alle de tilfælde, hvor materialet har været utilstrækkeligt i relation til den her benyttede specifikationsgrad for sektorer og statusposter. Forfatteren står imidlertid gerne til rådighed med yderligere oplysninger for eventuelle interesserede. Med henblik på at give læseren et indtryk af de benyttede fremgangsmåder kan et enkelt eksempel dog fremdrages her: For en af de forvaltningsinstitutioner, der er medregnet under sektoren *KI*, og som administrerede en samlet kapital på mere end 1 milliard kr. i begyndelsen af 1965, forelå der for et af årene mellem 1960 og 1965 en speciel opgørelse af fordelingen på forskellige værdipapirtyper, bankindsud m.v. En tilsvarende fordeling for h.h.v. 1960 og 1965 fandtes derimod ikke opgjort; her havde man stort set kun beløbet for den samlede administrerede kapital. Der konstrueredes på dette grundlag skønnede tal for 1960 og 1965 ud fra den antagelse, at den relative fordeling på aktivtyper havde været den samme som i det år, hvor fordelingen var talmæssigt belyst.

Sektoropdeling, statuspostopdeling og symbolforklaring.

4. Sektoropdelingen og statuspostopdelingen i en model, der skal forsøges benyttet til empirisk analyse, må udformes under hensyntagen til såvel foreliggende data som analysens målsætning. Det der sigtes imod i det følgende er at få tilvejebragt et overblik over nogle af de væsentligste porteføljeforskydninger i Danmark fra 1960 til 1965. Man vil med fuld ret kunne hævde, at hensynet til denne målsætning for analysen er blevet tillagt for stor vægt i forhold til hensynet til foreliggende data. Det er et tilstrækkeligt bevis herfor, at der benyttes skønmæssige fordelinger af tal fra diverse institutionsregnskaber. Det skulle hermed være tilstrækkelig stærkt understreget, at tabellerne til belysning af fordringsstrukturen i det følgende skal tages med store forbehold.

5. Samfundet opdeles i 5 sektorer:

1. *OF* er den offentlige sektor inklusive Nationalbanken,
2. *FB* er forretningsbankerne og sparekasserne,
3. *KI* er kapitalmarkedsinstitutioner i øvrigt, herunder er medregnet forsikringsselskaber, pensionsfonde, Overformynderiet, forvaltningsafdelingerne i Bikuben og Sparekassen for København og Omegn, arbejdsløshedskasser og sygekasser, kredit- og hypotekforeninger og tredjeprioritetsinstitutter samt ATP-fonden,
4. *BO* er de private husholdninger og virksomheder. Tallene der henføres til denne sektor er overvejende beregnet residualt,
5. *UD* er udlandet.

Interessen samler sig først og fremmest om porteføljeudviklingen i sektor 2, 3 og 4, som tilsammen udgør den private sektor. Når den private sektor er tredelt, bygger det på en muligvis letsindig antagelse om, at der er fælles træk ved adfærden hos beslutningstagerne inden for hver af de tre delsektorer. I ethvert valg af sektoropdeling ligger der gemt beslutninger om hvilke størrelser der skal med i betragtning og hvilke der ikke skal. Man vil næsten altid kunne fremføre eksempler på oplysninger af interesse, der forsvinder ud af billedet ved en konkret benyttet sektoropdeling, fordi de vedrører enheder inden for samme sektor. Over for den her anvendte opdeling er den alvorligste indvending formentlig, at hele den private ikke-finansielle sektor betragtes som en helhed, hvorved f.eks. de foreliggende statistiske oplysninger om enkelte erhvervs gældsforhold m.v. ikke udnyttes. En større specificationsgrad på dette punkt ville bringe flere betydningsfulde oplysninger frem, men ville samtidig begrænse tabellernes overskuelighed.

6. Statusposterne i de forskellige sektorerers porteføljer antages at kunne grupperes i tre fordringskategorier, hvortil kommer fysiske aktiver, aktier og balanceskabende passivposter. Fordringstyperne er:

1. L : likvide fordringer eller kortfristet gæld,
2. B : obligationsbeholdninger eller obligationsgæld (pålydende værdi),
3. U : direkte udlån eller gæld.

Denne opdeling er gennemført, fordi det synes at være relevant at skelne mellem kasse, obligationer med markedsprisdannelse og de direkte gældsforhold, hvor rentefastsættelsen overvejende er administrativ.

Selve fordringsbegrebet afgrænses på den måde, at forsikringstageres tilgodehavender i forsikringselskaberne, som først bliver udbetalt, når og hvis en nærmere defineret begivenhed indtræffer, falder udenfor. Dette medfører naturligvis, at der bliver tale om meget betydelige balanceskabende passivposter i KI .

Der benyttes i øvrigt den notation, at et nederste indeks symboliserer den betragtede fordrings kreditor, medens det øverste indeks repræsenterer fordringens debitor. F. eks. symboliserer L_{FB}^{UD} forretningsbankernes likvide fordringer på udlandet. Søjlesummer i fordringsmatricen bærer alene et nederste indeks, fordi søjlesummen angiver fordringer i alt, medens rækkesummer i fordringsmatricen kun bærer et øverste indeks, fordi rækkesummen angiver gæld i alt.

Der er lagt en række restriktioner på fordringsmatricen, hvorved en del rubrikker kommer til at stå tomme. F. eks. antages det, at FB ikke har obligationsgæld, og at BO og KI ikke kan være debitorer for likvide fordringer.

Nogle væsentlige danske porteføljeforskydninger fra 1960 til 1965 belyst gennem fordringsmatricer.

7. Når vi ved ordet portefølje forstår hele status, giver en opgørelse af fordringsbalancen kun muligheder for at studere et udsnit af portefølje problemerne, nemlig den del der vedrører fordringer og gæld. Det er imidlertid meget vel muligt med udgangspunkt i fordringsmatricen at undersøge nogle af de problemer, der knytter sig til placering i fysiske aktiver, fordi transaktioner i disse foregår ved hjælp af betalingsmidler, og i øvrigt fordi den realøkonomiske udvikling sætter sig sine spor også i hele den øvrige del af fordringsbalancen.

8. Med de i forrige afsnit valgte symboler og den valgte sektor- og statuspostopdeling får fordringsbalancen i matrixform udseende som i tabel 1 og 2. Disse to tabeller indeholder beholdningsstørrelser, medens tabellerne 3 og 4 gengiver dels de absolutte dels de relative forskydninger i fordringssammensætningen, dvs. i form af hhv. strømstørrelser og indeks.

En søjle i fordringsmatricen angiver fordringssammensætningen for den pågældende kreditor fordelt på debitorsektorer og fordringstyper. Successive fordringsmatricers søjler kan følgelig danne basis for en analyse af ændringer i aktivsammensætningen i de forskellige kreditorsektorer både med hensyn

til debitorer og fordringstyper. Desuden kan en sammenligning mellem søjlerne i fordringsmatricen for et bestemt år bringe forskelle i de enkelte sektors placeringspolitik for dagen. Kombineres endelig tidsserie- og cross-section-analysen, som det jo her i virkeligheden drejer sig om, kan man gøre sig forestillinger om eventuelle forskelle i placeringsadfærden i de forskellige sektorer med hensyn til forskydninger i det relative afkast af de enkelte fordringstyper m.v. Det ville dog for mange formål helt klart være ønskeligt med en mere specificeret opdeling end den her benyttede.

En række i fordringsmatricen angiver gældssammensætningen for den pågældende debitor fordelt på kreditorsektorer og gældstyper. Successive fordringsmatricers rækker kan følgelig danne basis for en analyse af ændringer i passivsammensætningen i de forskellige debitorsektorer både med hensyn til kreditorer og gældstyper. Desuden kan en sammenligning mellem rækkerne i fordringsmatricen for et bestemt år bringe forskelle i de enkelte sektors lånemuligheder og lånepolitik frem. Kombineres endelig for rækkernes vedkommende tidsserie- og cross-section-analysen, kan man måske påvise en forskellig adfærd med hensyn til gældsstiftelsens afhængighed af ændringer i rentestrukturen m.v.

Det er vigtigt at være opmærksom på, at rækker og søjler i fordringsmatricen ikke blot påvirkes af og øver indflydelse på udviklingen i fordringernes afkast, men også har sammenhæng med afkastet af og omfanget af transaktioner i fysiske aktiver. I virkeligheden er der her tale om en helt grundlæggende relation, idet det jo er ad denne vej forbindelsen mellem de realøkonomiske størrelser og de monetære størrelser går. Enhver teoretisk forklaring af baggrunden for de stedfundne forskydninger i fordringsstrukturen må tage udgangspunkt her.

9. Fordringsbalancen påvirkes, når en sektors opsparing er forskellig fra dens investering. Er således i en periode opsparingen større end investeringen i en sektor, forbedres sektorens nettofordringsstilling, og det vil i fordringsmatricen kunne aflæses som en positiv ændring af forskellen mellem den pågældende sektors totale søjlesum og totale rækkesum. Omvendt vil forskellen mellem søjlesum og rækkesum ændres i negativ retning, når sektoren har opsparingsunderskud. Ser vi på tabel 3, der angiver de absolutte forskydninger i fordringsbalancen i Danmark fra 1960 til 1965, fremgår det, at kun sektoren *BO* (borgerne) har haft opsparingsunderskud i femårsperioden. For *BO* er rækkesum minus søjlesum bortset fra tallene i hoveddiagonalen vokset med 12,4 milliarder kroner som følge af en meget betydelig lånefinansiering af de private investeringer. Dette kan altså fortolkes som et udtryk for, at opsparingen i virksomheder og husholdninger ikke har kunnet følge med den overordentlig kraftige private realkapitaldannelse i første halvdel af 1960'erne, selv om indkomststigningen faktisk medførte en væsentlig forøgelse af den

private opsparing. Det fremgår af Børsbetænkningen¹, at der har været betydelige opsparingsunderskud i undersektorerne boligbyggeri, landbrug, industri og søfart i perioden, derimod har lønmodtagerne haft et voksende opsparingsoverskud. Forklaringen på, at de private virksomheder har været så villige til at lånefinansiere deres investeringer trods en formentlig ganske stærk selvfinansieringspræference, er nok den, at de derigennem har kunnet opnå en profitrate, der langt oversteg låneomkostningerne. De skattemæssige afskrivningsregler har haft stor betydning i denne sammenhæng.

10. At en sektor kan forlænge sin status på den måde, at den *låner for at erhverve fordringer*, understreger yderligere, at man må interessere sig for forskellen på søjlesum og rækkesum. Lånefinansiering af fordringserhvervelse vil nemlig forøge søjle og række med samme beløb, hvorfor forskellen vil være uændret². Omvendt vil afvikling af gæld gennem salg af finansaktiver formindske søjlesum og rækkesum med samme beløb.

Disse problemer er naturligvis i særlig grad relevante for *FB* (banker og sparekasser) og *KI* (øvrige kapitalmarkedsinstitutioner). Det fremgår således af tabel 3, at $\Delta \Sigma_{FB}$ og $\Delta \Sigma^{FB}$ er af samme størrelsesorden, ligesom $\Delta \Sigma_{KI}$ og $\Delta \Sigma^{KI}$. Når der faktisk er tale om en noget større søjlesumstilvækst både for *FB* og *KI*, hænger det sammen med konsolidering i kreditinstitutionerne og med vækst i de aktuarmæssige passivposter. Børsbetænkningen henleder da også opmærksomheden på betydningen af de finansielle institutioners opsparing i 60'erne.

11. *Kapitalgevinster og kapitaltab* kan også påvirke fordringsbalancen, dog kun indirekte. Hvis en sektor eksempelvis har kapitalgevinster på sine fysiske aktiver i en periode, og der ikke sker andet, vil egenkapitalen være forøget med gevinsten, hvorimod fordringer og gæld er uændrede. Det er først, når kapitalgevinsterne realiseres ved salg eller ved belåning, at de influerer på fordringsbalancen. Belånes f.eks. de fysiske aktiver, der gennem prisstigninger har opnået større værdi, vil rækkesummen for den pågældende sektor vokse, mens søjlesummen er uændret, hvis provenuet går til forbrug eller investering. Det er nærliggende her at tænke på problemet om tillægslån i fast ejendom og på det uafklarede spørgsmål om betydningen af disse lån for forbrugs- og investeringsefterspørgselen. En del af forringelsen af borgernes nettofordringsstilling kan formentlig tilbageføres til dette forhold.

En særlig form for kapitalgevinster og kapitaltab er de, der skyldes kursændringer for værdipapirbeholdninger. Er der tale om aktiebeholdninger,

1. *Børsen og kapitalmarkedet*. Betænkning I afgivet af Handelsministeriets udvalg til revision af fondsbørsordningen, betænkning nr. 436. København 1967, p. 34 ff.

2. Vi ser her bort fra problemet med obligationernes kursværdi kontra pålydende værdi.

gælder de betragtninger, der netop er anlagt om virkningerne på fordringsmatricen, fordi aktierne her er slået sammen med de fysiske aktiver uden for matricen; men ændringer i kursværdien af obligationer kommer heller ikke direkte frem i fordringsmatricen i den form, den har her, fordi obligationerne optræder med de pålydende værdier. At nedgangen i obligationsbeholdningernes kursværdier i første halvdel af 1960'erne ikke kommer frem, betyder naturligvis ikke, at den er uden betydning. F. eks. er mange beslutningstageres likviditet blevet reduceret ved faldet i deres beholdningers realisationsværdi, og det kan jo tænkes, selv om det formentlig ikke er et forhold, man skal lægge større vægt på, at der i nogle kapitalmarkedsinstitutioner har været tale om en vis locking-in-effect.

12. Virkningerne af kapitalgevinster og kapitaltab falder altså umiddelbart på ejerens formuestilling, men der kan ikke direkte påvises tab eller gevinster hos andre. Derimod er der tale om symmetrisk modsatte *formuevirkninger hos kreditorer og debitorer, når prisniveauet i almindelighed ændrer sig.*

Nu skal det straks fremhæves, at det typiske er, at en sektor på een gang ejer fordringer og har gæld, dvs. at de af prisstigninger hidførte debitorgevinster og kreditortab til dels opvejer hinanden. Dette gælder naturligvis særlig tydeligt for penge- og kreditinstitutionerne, hvis funktion det netop er at holde finansaktiver og hæfte for indskud fra borgerne. Men det gælder også i stor udstrækning for den øvrige private sektor, bl.a. på grund af det forholdsvis høje aggregeringsniveau, vi her arbejder på. I det hele taget vil det dog selv på mikroplan være uhyre vanskeligt at opdrive en beslutningstager, der enten udelukkende er debitor eller udelukkende kreditor.

Af sektorerne i fordringsmatricen har kun *BO* været netto-debitor både i begyndelsen og i slutningen af femårsperioden. Sektoren har derfor som følge af prisniveauets stigning fået en forbedring af sin reale formuestilling. Heller ikke dette viser sig direkte i successive fordringsbalancer opgjort i nominelle værdier, men først når sektorens porteføljebeslutninger eventuelt påvirkes af udviklingen.

Man må i virkeligheden regne med en gensidig årsagssammenhæng mellem prisstigninger og fordringsmarked. På den ene side har inflationen ansporet til gældsstiftelse på grund af mulighederne for debitorgevinster i forbindelse med reale placeringer. På den anden side har de monetære størrelser ikke lagt noget væsentligt hånd på efterspørgselen i samfundet, bl.a. på grund af ringe rentefølsomhed i forbrugs- og investeringsefterspørgselen, dvs. kapitalmarkedet har formentlig ikke i særlig stort omfang medvirket til at bremse inflationen i første halvdel af 60'erne.

13. *Penge- og finanspolitikken* øver som bekendt også indflydelse på fordringsstrukturen. Når der faktisk har været tale om overskud på statens og

kommunernes samlede drifts- og anlægsbudget, betyder det en forringelse af den private sektors nettofordringsstilling over for den offentlige sektor. Fordringssammensætningen i den private sektor påvirkes også, afhængigt af hvorledes betalingerne til og fra det offentlige finansieres. Det fremgår af tabel 3, at den offentlige sektors nettofordringsstilling er blevet forbedret med $7.000 - 4.100 = 2.900$ mill. kr. Når der ikke er tale om endnu større tal, hænger det sammen med, at betydelige overskud på statsfinanserne i væsentlig grad er blevet opvejet af underskud på de kommunale finanser.

Pengepolitikken fremkalder forskydninger i fordelingen på de forskellige fordringstyper, men lader efter sin definition i modsætning til finanspolitikken nettofordringsstillingen uændret. Det er den likvide nettofordringsstilling, pengepolitikken tager sigte på at ændre, og det sker ved modsatte forskydninger i den lange ende af fordringsskalaen. I første halvdel af 60'erne har Nationalbanken overvejende købt obligationer (jævnfør tabel 3: $\Delta B_{OF} = + 2.300$ mill. kr.), hvilket har medvirket til at afbøde den forringelse af den private sektors likviditet, som er udgået fra statsfinanserne, ligesom bankens forøgede kreditgivning har gjort det. Til gengæld er statens udlån til den private sektor kun steget svagt (se tabel 4: $I_{U_{OF}^{BO}} = 119$). I 50'erne fungerede staten i nogen grad som en kreditforening, idet den solgte statsobligationer og udlånte store beløb. Ved overgangen til 60'erne ændredes lovgivningen, og det blev private institutioner, der overtog i særdeleshed belåningen af fast ejendom.

De private pengeinstitutters pengeskabelse i perioden kan bl.a. vurderes på grundlag af successive fordringsmatricer ved sammenligning af udviklingen i L_{FB}^{OF} og L_{BO}^{FB} . Forholdet mellem ændringerne i disse to størrelser skulle give udtryk for kreditmultiplikatoren, idet der dog som bekendt ligger nogle vanskelige periodeafgrænsningsproblemer gemt i en beregning af multiplikatoren. Det vil kunne ses i successive fordringsbalancer, at pengeskabelsesprocessen har givet sig udslag i en nogenlunde parallel vækst i beholdningsstørrelserne L_{BO}^{FB} og U_{FB}^{BO} over længere tidsrum, men man kan næppe forvente at finde nogen stabil korttidssammenhæng mellem tilvæksterne i bankernes og borgernes kasse.

Bankernes kreditekspansion kan såvel ske ved køb af værdipapirer som ved direkte udlån. Det fremgår af tabel 4, at de i særlig grad har forøget udlånene ($I_{U_{FB}} = 184$ medens $I_{B_{FB}} = 138$). Samtidig er deres likviditetssituation relativt blevet forringet. Væksten i de likvide fordringer angives ved et indeks på 107, medens deres kortfristede gæld er vokset til indeks 158. Bankerne synes at have imødekommet kundernes låneefterspørgsel stort set uden at være hæmmet af deres forringede likviditetssituation, og de synes at foretrække udlån frem for obligationer til trods for, at den effektive obligationsrente i hvert fald i den sidste del af femårsperioden har været højere end den i Bankberetningen offentliggjorte gennemsnitlige udlånsrente. Det skal dog her tilføjes, at det måske ikke er særlig relevant at sammenligne udlånsrenten med den be-

regnede effektive obligationsrente på grund af de to afkastbegrebers vidt forskellige tidshorizont. Mere detaljerede tidsseriestudier afslører, at omfanget af bankernes værdipapirkøb har været meget varierende¹.

De øvrige kapitalmarkedsinstitutioners ekspansion har været kraftigere end forretningsbankernes og sparekassernes (se tabel 4: $I_{\Sigma KI} = 180$ medens $I_{\Sigma FB} = 166$ og $I_{\Sigma KI} = 196$ medens $I_{\Sigma FB} = 158$), hvilket kan skyldes den fri adgang til obligationslån i perioden i forening med kreditrationeringen i bankerne, men måske også en stor indkomstelasticitet for en række forsikrings typer. Også for *KI* har der været tale om en relativ forringelse af likviditeten, hvilket illustreres af, at de likvide fordringer er vokset betydeligt langsommere end de samlede forpligtelser (tabel 4: $I_{L KI} = 138$ medens $I_{\Sigma KI} = 196$). Når det navnlig er U_{KI} og B^{KI} , der er vokset, hænger det sammen med, at obligationslåne optræder under disse to poster.

Der har for visse af institutionerne i sektoren *KI* været tale om lempelser af de i lovgivningen fastlagte placeringsbestemmelser i og umiddelbart forud for femårsperioden, men disse ændringer synes ikke i større omfang at have fremkaldt ændringer i placeringsadfærden.

14. Det står tilbage at belyse konsekvenserne af *betalingsbalance-uligevægt* på fordringsmatricen. Da der gennemgående har været underskud på betalingsbalancens løbende poster, er landets nettofordringsstilling over for udlandet blevet forringet. Det fremgår af tabel 3, at udlandssektorens søjlesumstilvækst har været 6.400 mill. kr., medens rækkesumstilvæksten har været 3.700 mill. kr. Dvs. at *UD's* nettofordringsstilling over for de fire danske sektorer er blevet forbedret med 2.700 mill. kr.

Gældsstiftelsen over for udlandet har været langfristet, hvad der kommer til udtryk i, at Danmarks likvide nettofordringsstilling faktisk er blevet forbedret med $1.900 - 400 = 1.500$ mill. kr. Der har været en kraftig stigning i det offentliges udenlandske obligationsgæld, men endnu kraftigere har stigningen i borgernes gæld til udlandet været (tabel 4: $I_{U UD}^{BO} = 270$ medens $I_{B UD}^{OP} = 192$). Da borgerne har gældsat sig til udlandet bl.a. på grund af rentefordelen herved, må man regne med, at en eventuel senere dansk rentenedsættelse gennem privat tilbagebetaling af lån vil kunne få følelig indflydelse på valutastillingen. Forretningsbankernes udenlandske gældsstiftelse har også haft stor betydning ikke mindst set i et pengepolitisk perspektiv, og ønsket om at begrænse disse udenlandske lån har som bekendt været en af de væsentlige faktorer bag etableringen af Nationalbankens deponeringsaftaler med bankerne i februar 1965.

1. Se Jørgen H. Gelting: »Om prisdannelsen på obligationsmarkedet«, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 1966, 104 Bd., 3-4 Hefte, p. 171-77.

Om forskellige årsager til kapitalmarkedets vækst.

15. Det er af interesse at sammenholde væksten i kapitalmarkedet med væksten i nationalindkomsten. Et indeks for nationalindkomsten i 1964/65 med 1959/60 = 100 vil ligge på ca. 160, medens mange fordringskategorier er vokset kraftigere (se tabel 4).

Der kan være flere forklaringer herpå, men en faktor af stor betydning er sektorfordelingen af udgifter og indtægter. Jo skævere denne fordeling er, jo større opsparingsoverskud hhv. -underskud er der i sektorerne, som skal kanaliseres gennem kapitalmarkedet. Det voksende opsparingsunderskud i erhvervslivet er således en del af forklaringen på kapitalmarkedets relativt stærke vækst fra 1960 til 1965. Det er i øvrigt muligt, at denne udvikling kan opfattes som et udslag af en mere generel konjunktursammenhæng, der giver de private virksomheder opsparingsunderskud under ekspansion og opsparingsoverskud under kontraktion. Samtidig er der måske holdepunkter for at antage, at en modsat rettet men svagere tendens gør sig gældende for husholdningernes vedkommende¹.

Hvis disse teoretiske overvejelser er relevante, kunne de måske tages som indicium for, at det danske kapitalmarkeds vækst i forhold til nationalindkomsten i det lange løb bliver langsommere end i den af ekspansion prægede periode fra 1960 til 1965².

16. Dette er imidlertid kun en meget ufuldkommen forklaring på fordringsmarkedets relative vækst, fordi der ikke er blevet taget hensyn til, at alle sektorer har blandede kreditor- og debitorpositioner. Når det er tilfældet, kan opsparingsunderskudssektorer udover ved stiftelse af ny gæld finansiere underskuddet ved nedbringelse af finansaktiver. Omvendt kan fordringsmarkedets vækst forceres, derigennem at omfanget af blandede kreditor- og debitorpositioner vokser. Dette sidste har netop fundet sted i stor udstrækning, idet vi jo lige har set, at *FB* og navnlig *KI* er ekspanderet stærkt i perioden.

Den relative vækst i disse institutioner, der groft taget svarer til dem, der i angelsaksisk litteratur kaldes »monetary« og »nonmonetary intermediaries«, spiller altså en selvstændig rolle for kapitalmarkedets vækst, men den her benyttede fremstillingsform skulle helst ikke lede tanken bort fra, at de ikke kun har en formidlende rolle i relation til opsparing og investering, men at borgernes opsparing tværtimod må antages at afhænge af, hvilke fordringskategorier på *KI* og *FB*, der står til rådighed for dem. Desuden er det helt klart, at bankerne gennem kredit-ekspansion øver indflydelse på investeringsomfanget.

Det fortjener nok lige at blive nævnt i forbindelse med omtalen af kapitalmarkedsinstitutionernes vækst, at opsparing i form af erhvervelse af fordringer på både *FB* og *KI* er blevet fremmet gennem bestemmelser om skattebegunstigelser af forskellig slags.

17. For enkelte fordringstypers vedkommende kan det måske forekomme en smule verdensfjernt at ville forklare stigningen med generelle samfundsøkonomiske overvejelser f.eks. om sektoruligevægt. Det kan meget vel være rent institutionelle forhold, der har bidraget og vil bidrage væsentligst til en forklaring af formue- og gældsudvikling i forskellige sektorer. Når der oprettes nye institutioner eller indføres nye fordringstyper, må der i en tilpasningsperiode regnes med en forholdsvis kraftig stigning i fordringsbeløbene, indtil det nye institut eller den nye papirtype er helt indarbejdet. Et eksempel med relevans for den betragtede femårsperiode er de nye tredjeprioritetsinstitutter og måske i et endnu længere perspektiv ATP-fonden.

1. Jævnfør f.eks. Duesenberrys eller Friedmans forbrugsfunktioner. James S. Duesenberry, *Income, Saving and the Theory of Consumer Behaviour*. Cambridge, Mass. 1949 og Milton Friedman, *A Theory of the Consumption Function*. Princeton 1957.
2. Parallelliteten mellem disse betragtninger og spørgsmålet om variation i indkomstløbshastigheden er måske værd at lægge mærke til.

Slutbemærkninger om de teoretiske vanskeligheder ved fortolkningen af fordringsmatricer.

18. Meget af argumentationen i det foregående har været bygget på sammenhænge af rent bogholderimæssig natur. Med de benyttede definitioner er det klart, at opsparingsoverskud i en sektor må modsvares af underskud i andre sektorer osv. Bogholderi er nyttigt, men rigtig interessant bliver det jo først, når vi kan diskutere adfærdsrelationer. Imidlertid er det sin sag med udgangspunkt i regnskabstallene i fordringsmatricerne at sige noget om adfærdsrelationerne i sektorerne. Det ville være vanskeligt, selv om vi havde hele tidsrækker af fordringsmatricer til vores rådighed i stedet for blot to. Man må jo tænke sig, at der eksisterer et delmarked for hver af de fordringskategorier, der optræder i matricerne. På disse markeder må man forestille sig såvel udbuds- som efterspørgselsrelationer, som fremkommer ved addition af relationerne i alle de sektorer, der efterspørger hhv. udbyder den pågældende fordringstype.

For nogle af relationernes vedkommende vil sammenhængen ganske vist nok være forholdsvis simpel, fordi en sektor kan tænkes at forholde sig passivt til det pågældende delmarked, således som det ofte antages, at bankerne forholder sig til L_{BO}^{FB} . I sådanne tilfælde f. eks. med lodret udbudskurve kan man måske tillade sig at fortolke data som bestemmende en ren efterspørgselsrelation. Men ellers står jo den mulighed åben, og det vil vel ovenikøbet være det typiske tilfælde, at data fremkommer ved kombinerede udbuds- og efterspørgselsforskydninger. Desuden kan der jo indtræde ændringer, som ikke skyldes private beslutningstageres handlinger, men derimod det offentliges indgriben, dels i form af løbende pengepolitiske dispositioner, dels som mere varige ændringer af de institutionelle forhold på kapitalmarkedet.

19. Bestemmelsen af adfærdsrelationerne kompliceres yderligere af, at markederne for de enkelte fordringstyper på ingen måde er skarpt adskilt. Tværtimod er der en til tider meget intim forbindelse imellem dem. Sammenhængen mellem delmarkederne for de forskellige fordringer er desto større, jo nærmere substitutter fordringerne er, såvel for debitorer som for kreditorer. Man må således f. eks. antage, at visse af fordringerne på KI i nogen grad tilfredsstiller borgernes behov for at føle sig likvide, altså et forhold der medvirker til at skabe en sammenhæng mellem markederne for L^{FB} og B^{KI} (og U^{KI}). Mellem markederne for U_{FB} og U_{KI} er der en sammenhæng, fordi borgerne ofte vil stå over for at skulle vælge mellem gældsstiftelse netop i disse to former.

Sådan set kan man også tale om sammenhænge mellem delmarkeder af komplementær natur, fordi det f. eks. kan være nødvendigt for at besidde fordringer eller have gæld af en bestemt slags, at man disponerer over fordringer eller kreditmuligheder af en anden slags. På samme linie ligger den velkendte

betragtning, at udbud af fordringer på et delmarked kan være identisk med efterspørgsel på et andet delmarked, hvor det ene af de to markeder er for betalingsmidler.

Mulighederne for sammenhænge er dog langt fra udtømt med disse eksempler.

20. Når det således kun er muligt at få meget sparsomme oplysninger om adfærdsmønstret på kapitalmarkedet ved at studere fordringsmatricerne, er det klart, at man heller ikke ved deres hjælp kan nå langt i retning af en renteforklaring.

Renteniveauets stigning i femårsperioden skyldes formentlig først og fremmest en afsmitning fra det stigende afkast af fysiske aktiver, og da disse falder uden for fordringsmatricen, kan vi ikke vente at have megen gavn af denne ved analysen heraf. Samtidig med opgangen i renteniveauet er der imidlertid sket en ændring af rentestrukturen, der har hævet den effektive obligationsrente relativt. Ved bedømmelsen af denne forskydning kan man snarere drage fordel af fordringsmatricerne, fordi det af dem fremgår, at udbudet af obligationer er steget stærkere end udbudet af de øvrige fordringer, som den private sektor holder. Børsbetænkningen forklarer i det væsentlige den relativt stærke stigning i obligationsudbudet med institutionelle faktorer¹.

Det er imidlertid ikke blot fordringsmængderne, der er blevet påvirket udenom markedsmekanismen, det er en del af rentesatserne også. Som følge af, at pengeinstitutternes rentesatser er administrativt bestemte, har voksende låneefterspørgsel kun løbende kunnet få en renteeffekt på obligationsmarkedet, medens følgen i banker og sparekasser har været skærpelse af kreditrationeringen. Under sådanne institutionelle forhold må man være varsom med at opstille en markedsmæssig fortolkning af ændringer i rentestrukturen. Det synes dog forsvarligt at argumentere for, at den relative stigning i den effektive obligationsrente også hænger sammen med, at borgerne har taget sig betalt for at absorbere en betydelig del af væksten i obligationsmassen i deres portefølje (se tabel 3: $\Delta B_{BO} = +5.700$ mill. kr.).

21. Afslutningsvis skal det lige bemærkes, at fordringsmatricens værdi måske først og fremmest ligger på det pædagogiske plan, i hvert fald så længe talmaterialet er af så dårlig kvalitet, som i de her opstillede tabeller. På samme måde som nationalregnskabet belyser nogle væsentlige sammenhænge mellem sektorerne i samfundet ved hjælp af få omfattende realøkonomiske strømstørrelser, giver fordringsmatricen et vist overblik over sektorernes indbyrdes finansielle mellemværender i form af nogle få beholdningsstørrelser.

Det vil være nærliggende at forsøge at integrere de to bogholderisystemer til

1. op. cit. p. 18.

et, hvorved man må transformere de monetære beholdningsstørrelser til strømme med samme tidsdimension som nationalregnskabstallene ved at benytte ændringer i statustallene, jævnfør konstruktionen af tabel 3 her for en femårsperiode. På længere sigt synes en sådan syntesedannelse at skulle komme til udtryk i udarbejdelsen af en egentlig regelmæssig flow-of-funds statistik.

LITTERATURLISTE

Teoretiske fremstillinger:

- James S. Duesenberry, *Income, saving and the theory of consumer behaviour*. Cambridge, Mass. 1949.
 Milton Friedman, *A theory of the consumption function*. Princeton 1957.
 Jørgen H. Gelting, »Om prisdannelsen på obligationsmarkedet«, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 1966, 104. bd., 3.-4. hefte, p. 171-77.
 S. M. Goldfeld, *Commercial bank behavior and economic activity*. Amsterdam 1966.
 B. Kragh, *Finansiella långtidsperspektiv*. SOU 1967:6. Stockholm 1967.
 B. Kragh, *Prisbildningen på kreditmarknaden*. Uppsala 1951.
 J. Tobin, »Money, capital and other stores of value«, *American Economic Review*, Proc. 1961, p. 26-37.
 Poul Winding, *Det danske kapitalmarked*. København 1958.

Empiriske oplysninger:

- Beretning om *Arbejdsanvisningen og arbejdsløshedsforsikringen*, 1959 og 1964.
Arbejdsmarkedets Tillægspension. Beretning og regnskab, 1964/65.
Bikuben, Forsørgelsesforening og Sparekasse. Beretning og regnskab, 1959/60 og 1964/65.
Byggeriets Realkreditfond. Beretning og regnskab, 1960 og 1965.
Børsen og kapitalmarkedet. Betænkning I afgivet af Handelsministeriets udvalg til revision af fondsbørsordningen, betænkning nr. 436. København 1967.
Danmarks Nationalbank. Beretning og regnskab, 1959 og 1964.
Dansk Landbrugs Realkreditfond. Beretning og regnskab, 1960 og 1965.
 Beretning om *De danske bankers virksomhed*, 1959 og 1964.
 Beretning fra *Direktøren for sygekassevæsenet*, 1959 og 1964.
 Beretning fra *Forsikringsrådet* med regnskabsoplysninger, 1960 og 1965. Bd. 1: Livsforsikringselskaber, pensionskasser samt begravelleskasser og ligbrændingsforeninger. Bd. 2: Skadesforsikring.
Greens Danske Fonds og Aktier, 1960/61, 1964/65 og 1966/67. Bd. 1.
Inflationens årsager. Betænkning afgivet af det af økonomiministeren den 2. juli 1965 nedsatte udvalg, betænkning nr. 421. København 1966.
 Beretning fra Boligministeriet om *Kredit- og hypotekforeningernes virksomhed*, 1959/60 og 1964/65.
Landsbankernes Reallånefond. Beretning og regnskab, 1960 og 1965.
Monetary Review, 1960-66. Udg. af Danmarks Nationalbank.
Overformynderiets regnskab, 1959/60 og 1964/65.
Provinsbankernes Reallånefond. Beretning og regnskab, 1960 og 1965.
Sparekassen for Kjøbenhavn og Omegn. Beretning og regnskab, 1959/60 og 1964/65.
 Beretning om *Sparekasserne i Danmark*, 1959/60 og 1964/65.
Statistisk årbog, 1960-66. Udg. af Danmarks Statistik.
Statistiske Efterretninger, 1959-66. Udg. af Danmarks Statistik.
Statsfinanserne, november 1960 og 1965. Udg. af Det økonomiske Sekretariat.
Statsregnskab, 1959/60 og 1964/65.
Økonomisk årsoversigt, marts 1960 og 1965. Udg. af Det økonomiske Sekretariat.

Tabel 1. Fordringsbalance for begyndelsen af 1960 (Mill. kr.).

	Kreditor				Gæld ialt	Rækkesum excl. tal fra hoveddiagonal	Total rækkesum
	OF	FB	KI	BO			
OF	$L_{OF}^{OF} = 600$	$L_{FB}^{OF} = 900$	$L_{KI}^{OF} = 200$	$L_{BO}^{OF} = 2600$	$L_{UD}^{OF} = 1400$	$L_{OF}^{OF} = 5700$	$\Sigma_{OF}^{OF*} = 14500$ $\Sigma_{OF}^{OF} = 15500$
	$B_{OF}^{OF} = 400$	$B_{FB}^{OF} = 1400$	$B_{KI}^{OF} = 2300$	$B_{BO}^{OF} = 1600$	$B_{UD}^{OF} = 1200$	$B_{OF}^{OF} = 6900$	
		$U_{FB}^{OF} = 1000$	$U_{KI}^{OF} = 1500$	$U_{BO}^{OF} = 400$		$U_{OF}^{OF} = 2900$	
FB	$L_{OF}^{FB} = 1600$	$L_{FB}^{FB} = 800$	$L_{KI}^{FB} = 600$	$L_{BO}^{FB} = 15700$	$L_{UD}^{FB} = 800$	$L_{FB}^{FB} = 19500$	$\Sigma_{FB}^{FB*} = 18800$ $\Sigma_{FB}^{FB} = 19600$
					$U_{UD}^{FB} = 100$	$U_{FB}^{FB} = 100$	
KI	$B_{KI}^{KI} = 1200$	$B_{FB}^{KI} = 1800$	$B_{KI}^{KI} = 6800$	$B_{BO}^{KI} = 3500$	$B_{UD}^{KI} = 100$	$B_{KI}^{KI} = 13400$	$\Sigma_{KI}^{KI*} = 9100$ $\Sigma_{KI}^{KI} = 16300$
	$U_{OF}^{KI} = 0$	$U_{FB}^{KI} = 0$	$U_{KI}^{KI} = 400$	$U_{BO}^{KI} = 2300$	$U_{UD}^{KI} = 200$	$U_{KI}^{KI} = 2900$	
BO	$B_{BO}^{BO} = 0$	$B_{FB}^{BO} = 200$	$B_{KI}^{BO} = 100$	$B_{BO}^{BO} = 100$	$B_{UD}^{BO} = 0$	$B_{BO}^{BO} = 400$	$\Sigma_{BO}^{BO*} = 35800$
	$U_{OF}^{BO} = 6700$	$U_{FB}^{BO} = 13100$	$U_{KI}^{BO} = 13400$		$U_{UD}^{BO} = 2300$		
UD	$L_{OF}^{UD} = 2000$	$L_{FB}^{UD} = 1100$				$L_{UD}^{UD} = 3100$	$\Sigma_{UD}^{UD*} = 6300$ $\Sigma_{UD}^{UD} = 6300$
	$B_{OF}^{UD} = 0$	$B_{FB}^{UD} = 0$	$B_{KI}^{UD} = 300$	$B_{BO}^{UD} = 100$		$B_{UD}^{UD} = 400$	
	$U_{OF}^{UD} = 100$	$U_{FB}^{UD} = 0$	$U_{KI}^{UD} = 300$	$U_{BO}^{UD} = 2400$		$U_{UD}^{UD} = 2800$	
Fordringer ialt	$L_{OF} = 4200$	$L_{FB} = 2800$	$L_{KI} = 800$	$L_{BO} = 18300$	$L_{UD} = 2200$		
	$B_{OF} = 1600$	$B_{FB} = 3400$	$B_{KI} = 9500$	$B_{BO} = 5300$	$B_{UD} = 1300$		
	$U_{OF} = 6800$	$U_{FB} = 14100$	$U_{KI} = 15600$		$U_{UD} = 2600$		
Sojlesum excl. tal fra hoveddiagonal	$\Sigma_{OF}^{OF*} = 11600$	$\Sigma_{FB}^{FB*} = 19500$	$\Sigma_{KI}^{KI*} = 18700$	$\Sigma_{BO}^{BO*} = 28600$	$\Sigma_{UD}^{UD*} = 6100$		
Total sojlesum	$\Sigma_{OF} = 12600$	$\Sigma_{FB} = 20300$	$\Sigma_{KI} = 25900$		$\Sigma_{UD} = 6100$		

Tabel 2. Fordringsbalance for begyndelsen af 1965 (Mill. kr.).

	Kreditor				Gæld ialt	Rækkesum excl. tal fra hoveddiagonal	Total rækkesum
	OF	FB	KI	BO			
OF	$L_{OF}^{OF} = 700$	$L_{FB}^{OF} = 1200$	$L_{KI}^{OF} = 200$	$L_{BO}^{OF} = 4300$	$L_{UD}^{OF} = 900$	$L^{OF} = 7300$	$\Sigma^{OF} = 19600$
	$B_{OF}^{OF} = 400$	$B_{FB}^{OF} = 1000$	$B_{KI}^{OF} = 2600$	$B_{BO}^{OF} = 1800$	$B_{UD}^{OF} = 2300$	$B^{OF} = 8100$	
	$U_{OF}^{OF} = \cdot$	$U_{FB}^{OF} = 1300$	$U_{KI}^{OF} = 2100$	$U_{BO}^{OF} = 800$	$U_{UD}^{OF} = \cdot$	$U^{OF} = 4200$	
FB	$L_{OF}^{FB} = 2600$	$L_{FB}^{FB} = 1000$	$L_{KI}^{FB} = 900$	$L_{BO}^{FB} = 25000$	$L_{UD}^{FB} = 1700$	$L^{FB} = 30900$	$\Sigma^{FB} = 31000$
	$B_{OF}^{FB} = \cdot$	$B_{FB}^{FB} = \cdot$	$B_{KI}^{FB} = \cdot$	$B_{BO}^{FB} = \cdot$	$B_{UD}^{FB} = \cdot$	$B^{FB} = 100$	
KI	$L_{OF}^{KI} = \cdot$	$L_{FB}^{KI} = 3400$	$L_{KI}^{KI} = 12000$	$L_{BO}^{KI} = 8900$	$L_{UD}^{KI} = 100$	$L^{KI} = 27900$	$\Sigma^{KI} = 31900$
	$B_{OF}^{KI} = 3500$	$B_{FB}^{KI} = 0$	$B_{KI}^{KI} = 400$	$B_{BO}^{KI} = 3300$	$B_{UD}^{KI} = 300$	$B^{KI} = 4000$	
	$U_{OF}^{KI} = 0$	$U_{FB}^{KI} = \cdot$	$U_{KI}^{KI} = \cdot$	$U_{BO}^{KI} = \cdot$	$U_{UD}^{KI} = \cdot$	$U^{KI} = \cdot$	
BO	$L_{OF}^{BO} = \cdot$	$L_{FB}^{BO} = 300$	$L_{KI}^{BO} = 200$	$L_{BO}^{BO} = 200$	$L_{UD}^{BO} = 900$	$L^{BO} = 1600$	$\Sigma^{BO} = 67800$
	$B_{OF}^{BO} = 0$	$B_{FB}^{BO} = 24600$	$B_{KI}^{BO} = 27600$	$B_{BO}^{BO} = \cdot$	$B_{UD}^{BO} = 6200$	$B^{BO} = \cdot$	
	$U_{OF}^{BO} = 8000$	$U_{FB}^{BO} = 800$	$U_{KI}^{BO} = 800$	$U_{BO}^{BO} = 800$	$U_{UD}^{BO} = 800$	$U^{BO} = 800$	
UD	$L_{OF}^{UD} = 4200$	$L_{FB}^{UD} = 0$	$L_{KI}^{UD} = 300$	$L_{BO}^{UD} = 100$	$L_{UD}^{UD} = 4000$	$L^{UD} = 5000$	$\Sigma^{UD} = 10000$
	$B_{OF}^{UD} = 0$	$B_{FB}^{UD} = 0$	$B_{KI}^{UD} = 400$	$B_{BO}^{UD} = 4000$	$B_{UD}^{UD} = \cdot$	$B^{UD} = 400$	
	$U_{OF}^{UD} = 200$	$U_{FB}^{UD} = 0$	$U_{KI}^{UD} = 0$	$U_{BO}^{UD} = 0$	$U_{UD}^{UD} = \cdot$	$U^{UD} = 4600$	
Fordringer ialt	$L_{OF} = 7500$	$L_{FB} = 3000$	$L_{KI} = 1100$	$L_{BO} = 29300$	$L_{UD} = 2600$		
	$B_{OF} = 3900$	$B_{FB} = 4700$	$B_{KI} = 15100$	$B_{BO} = 11000$	$B_{UD} = 3300$		
	$U_{OF} = 8200$	$U_{FB} = 25900$	$U_{KI} = 30500$	$U_{BO} = \cdot$	$U_{UD} = 6600$		
Sojlesum excl. tal fra hoveddiagonal	$\Sigma_{OF} = 18500$	$\Sigma_{FB} = 32600$	$\Sigma_{KI} = 34300$	$\Sigma_{BO} = 48200$	$\Sigma_{UD} = 12500$		
Total sojlesum	$\Sigma_{OF} = 19600$	$\Sigma_{FB} = 33600$	$\Sigma_{KI} = 46700$	$\Sigma_{BO} = \cdot$	$\Sigma_{UD} = 12500$		

Tabel 3. Absolutte forskydninger i fordringsbalancen fra 1960 til 1965. (Mill. kr.).

	Kreditor				Gæld ialt	Rækkesum excl. tal fra hoveddiagonal	Total rækkesum
	OF	FB	KI	BO			
OF	$\Delta L_{OF}^{OF} = + 100$	$\Delta L_{FB}^{OF} = + 300$	$\Delta L_{KI}^{OF} = 0$	$\Delta L_{BO}^{OF} = + 1700$	$\Delta L_{UD}^{OF} = - 500$	$\Delta L_{OF}^{OF} = + 1600$	$\Delta \Sigma^{OF*} = + 4000$ $\Delta \Sigma^{OF} = + 4100$
	$\Delta B_{OF}^{OF} = 0$	$\Delta B_{FB}^{OF} = - 400$	$\Delta B_{KI}^{OF} = + 300$	$\Delta B_{BO}^{OF} = + 200$	$\Delta B_{UD}^{OF} = + 1100$	$\Delta B_{OF}^{OF} = + 1200$	
		$\Delta U_{FB}^{OF} = + 300$	$\Delta U_{KI}^{OF} = + 600$	$\Delta U_{BO}^{OF} = + 400$		$\Delta U_{OF}^{OF} = + 1300$	
FB	$\Delta L_{OF}^{FB} = + 1000$	$\Delta L_{FB}^{FB} = + 200$	$\Delta L_{KI}^{FB} = + 300$	$\Delta L_{BO}^{FB} = + 9300$	$\Delta L_{UD}^{FB} = + 900$	$\Delta L_{FB}^{FB} = + 11400$	$\Delta \Sigma^{FB*} = + 11200$ $\Delta \Sigma^{FB} = + 11400$
					$\Delta U_{UD}^{FB} = 0$	$\Delta U_{FB}^{FB} = 0$	
KI	$\Delta B_{OF}^{KI} = + 2300$	$\Delta B_{FB}^{KI} = + 1600$	$\Delta B_{KI}^{KI} = + 5200$	$\Delta B_{BO}^{KI} = + 5400$	$\Delta B_{UD}^{KI} = 0$	$\Delta B_{KI}^{KI} = + 14500$	$\Delta \Sigma^{KI*} = + 10400$ $\Delta \Sigma^{KI} = + 15600$
	$\Delta U_{OF}^{KI} = 0$	$\Delta U_{FB}^{KI} = 0$	$\Delta U_{KI}^{KI} = 0$	$\Delta U_{BO}^{KI} = + 1000$	$\Delta U_{UD}^{KI} = + 100$	$\Delta U_{KI}^{KI} = + 1100$	
BO	$\Delta B_{OF}^{BO} = 0$	$\Delta B_{FB}^{BO} = + 100$	$\Delta B_{KI}^{BO} = + 100$	$\Delta B_{BO}^{BO} = + 100$	$\Delta B_{UD}^{BO} = + 900$	$\Delta B_{BO}^{BO} = + 1200$	$\Delta \Sigma^{BO*} = + 32000$
	$\Delta U_{OF}^{BO} = + 1300$	$\Delta U_{FB}^{BO} = + 11500$	$\Delta U_{KI}^{BO} = + 14200$		$\Delta U_{UD}^{BO} = + 3900$		
UD	$\Delta L_{OF}^{UD} = + 2200$	$\Delta L_{FB}^{UD} = - 300$				$\Delta L_{UD}^{UD} = + 1900$	$\Delta \Sigma^{UD*} = + 3700$ $\Delta \Sigma^{UD} = + 3700$
	$\Delta B_{OF}^{UD} = 0$	$\Delta B_{FB}^{UD} = 0$	$\Delta B_{KI}^{UD} = 0$	$\Delta B_{BO}^{UD} = 0$		$\Delta B_{UD}^{UD} = 0$	
	$\Delta U_{OF}^{UD} = + 100$	$\Delta U_{FB}^{UD} = 0$	$\Delta U_{KI}^{UD} = + 100$	$\Delta U_{BO}^{UD} = + 1600$		$\Delta U_{UD}^{UD} = + 1800$	
Fordringer ialt	$\Delta L_{OF} = + 3300$	$\Delta L_{FB} = + 200$	$\Delta L_{KI} = + 300$	$\Delta L_{BO} = + 1100$	$\Delta L_{UD} = + 400$		
	$\Delta B_{OF} = + 2300$	$\Delta B_{FB} = + 1300$	$\Delta B_{KI} = + 5600$	$\Delta B_{BO} = + 5700$	$\Delta B_{UD} = + 2000$		
	$\Delta U_{OF} = + 1400$	$\Delta U_{FB} = + 11800$	$\Delta U_{KI} = + 14900$		$\Delta U_{UD} = + 4000$		
Sojlesum excl. tal fra hoveddiagonal	$\Delta \Sigma_{OF*} = + 6900$	$\Delta \Sigma_{FB*} = + 13100$	$\Delta \Sigma_{KI*} = + 15600$	$\Delta \Sigma_{BO*} = + 19600$	$\Delta \Sigma_{UD*} = + 6400$		
Total sojlesum	$\Delta \Sigma_{OF} = + 7000$	$\Delta \Sigma_{FB} = + 13300$	$\Delta \Sigma_{KI} = + 20800$		$\Delta \Sigma_{UD} = + 6400$		

Table 4. Relative forskjævninger i fordringsoplysnen fra 1900 til 1900. (undersøgt for 1900-tal (1900-1900) = 1000).

	Kreditor				Gæld ialt	Rækkesum excl. tal fra hoveddiagonal	Total rækkesum
	OF	FB	KI	BO			
OF	$I_{L,OF} = 117$	$I_{L,OF} = 133$	$I_{L,OF} = 100$	$I_{L,OF} = 165$	$I_{L,OF} = 64$	$I_{\Sigma OF} = 128$	$I_{\Sigma OF} = 126$
	$I_{B,OF} = 100$	$I_{B,OF} = 71$	$I_{B,OF} = 113$	$I_{B,OF} = 113$	$I_{B,OF} = 192$	$I_{\Sigma OF} = 117$	
	$I_{C,OF} = \cdot$	$I_{C,OF} = 130$	$I_{C,OF} = 140$	$I_{C,OF} = 200$	$I_{C,OF} = \cdot$	$I_{C,OF} = 145$	
FB	$I_{L,FB} = 163$	$I_{L,FB} = 125$	$I_{L,FB} = 150$	$I_{L,FB} = 159$	$I_{L,FB} = 213$	$I_{L,FB} = 158$	$I_{\Sigma FB} = 158$
	$I_{B,FB} = \cdot$	$I_{B,FB} = \cdot$	$I_{B,FB} = \cdot$	$I_{B,FB} = \cdot$	$I_{B,FB} = \cdot$	$I_{\Sigma FB} = 160$	
	$I_{C,FB} = \cdot$	$I_{C,FB} = \cdot$	$I_{C,FB} = \cdot$	$I_{C,FB} = \cdot$	$I_{C,FB} = 100$	$I_{C,FB} = 100$	
KI	$I_{B,KI} = 292$	$I_{B,KI} = 189$	$I_{B,KI} = 176$	$I_{B,KI} = 254$	$I_{B,KI} = 100$	$I_{B,KI} = 208$	$I_{\Sigma KI} = 196$
	$I_{C,KI} = \cdot$	$I_{C,KI} = \cdot$	$I_{C,KI} = 100$	$I_{C,KI} = 143$	$I_{C,KI} = 150$	$I_{C,KI} = 138$	
	$I_{L,KI} = \cdot$	$I_{L,KI} = \cdot$	$I_{L,KI} = \cdot$	$I_{L,KI} = \cdot$	$I_{L,KI} = \cdot$	$I_{L,KI} = \cdot$	
BO	$I_{B,BO} = \cdot$	$I_{B,BO} = 150$	$I_{B,BO} = 200$	$I_{B,BO} = 200$	$I_{B,BO} = \cdot$	$I_{B,BO} = 400$	$I_{\Sigma BO} = 189$
	$I_{C,BO} = 119$	$I_{C,BO} = 188$	$I_{C,BO} = 206$	$I_{C,BO} = \cdot$	$I_{C,BO} = 270$	$I_{C,BO} = \cdot$	
	$I_{L,BO} = 210$	$I_{L,BO} = 73$	$I_{L,BO} = \cdot$	$I_{L,BO} = \cdot$	$I_{L,BO} = \cdot$	$I_{L,BO} = 161$	
UD	$I_{B,UD} = \cdot$	$I_{B,UD} = \cdot$	$I_{B,UD} = 100$	$I_{B,UD} = 100$	$I_{B,UD} = \cdot$	$I_{B,UD} = 100$	$I_{\Sigma UD} = 159$
	$I_{C,UD} = 200$	$I_{C,UD} = \cdot$	$I_{C,UD} = 133$	$I_{C,UD} = 167$	$I_{C,UD} = \cdot$	$I_{C,UD} = 164$	
	$I_{L,UD} = 179$	$I_{L,UD} = 107$	$I_{L,UD} = 138$	$I_{L,UD} = 160$	$I_{L,UD} = 118$	$I_{L,UD} = \cdot$	
Fordringer ialt	$I_{B,OF} = 244$	$I_{B,OF} = 138$	$I_{B,OF} = 159$	$I_{B,OF} = 208$	$I_{B,OF} = 254$	$I_{B,OF} = 254$	
	$I_{C,OF} = 121$	$I_{C,OF} = 184$	$I_{C,OF} = 196$	$I_{C,OF} = \cdot$	$I_{C,OF} = 254$	$I_{C,OF} = 254$	
Sojlesum excl. tal fra hoveddiagonal	$I_{\Sigma OF} = 159$	$I_{\Sigma OF} = 167$	$I_{\Sigma OF} = 183$	$I_{\Sigma OF} = 169$	$I_{\Sigma OF} = 205$	$I_{\Sigma OF} = 205$	
Total sojlesum	$I_{\Sigma OF} = 156$	$I_{\Sigma OF} = 166$	$I_{\Sigma OF} = 180$	$I_{\Sigma OF} = \cdot$	$I_{\Sigma OF} = 205$	$I_{\Sigma OF} = 205$	

et, hvorved man må transformere de monetære beholdningsstørrelser til strømme med samme tidsdimension som nationalregnskabstallene ved at benytte ændringer i statustallene, jævnfør konstruktionen af tabel 3 her for en femårsperiode. På længere sigt synes en sådan syntesedannelse at skulle komme til udtryk i udarbejdelsen af en egentlig regelmæssig flow-of-funds statistik.

LITTERATURLISTE

Teoretiske fremstillinger:

- James S. Duesenberry, *Income, saving and the theory of consumer behaviour*. Cambridge, Mass. 1949.
 Milton Friedman, *A theory of the consumption function*. Princeton 1957.
 Jørgen H. Gelting, »Om prisdannelsen på obligationsmarkedet«, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 1966, 104. bd., 3.-4. hefte, p. 171-77.
 S. M. Goldfeld, *Commercial bank behavior and economic activity*. Amsterdam 1966.
 B. Kragh, *Finansiella långtidsperspektiv*. SOU 1967:6. Stockholm 1967.
 B. Kragh, *Prisbildningen på kreditmarknaden*. Uppsala 1951.
 J. Tobin, »Money, capital and other stores of value«, *American Economic Review*, Proc. 1961, p. 26-37.
 Poul Winding, *Det danske kapitalmarked*. København 1958.

Empiriske oplysninger:

- Beretning om *Arbejdsanvisningen og arbejdsløshedsforsikringen*, 1959 og 1964.
Arbejdsmarkedets Tillægspension. Beretning og regnskab, 1964/65.
Bikuben, Forsørgelsesforening og Sparekasse. Beretning og regnskab, 1959/60 og 1964/65.
Byggeriets Realkreditfond. Beretning og regnskab, 1960 og 1965.
Børsen og kapitalmarkedet. Betænkning I afgivet af Handelsministeriets udvalg til revision af fondsbørsordningen, betænkning nr. 436. København 1967.
Danmarks Nationalbank. Beretning og regnskab, 1959 og 1964.
Dansk Landbrugs Realkreditfond. Beretning og regnskab, 1960 og 1965.
 Beretning om *De danske bankers virksomhed*, 1959 og 1964.
 Beretning fra *Direktøren for sygekassevæsenet*, 1959 og 1964.
 Beretning fra *Forsikringsrådet* med regnskabsoplysninger, 1960 og 1965. Bd. 1: Livsforsikringselskaber, pensionskasser samt begravelseskasser og ligbrændingsforeninger. Bd. 2: Skadesforsikring.
Greens Danske Fonds og Aktier, 1960/61, 1964/65 og 1966/67. Bd. 1.
Inflationens årsager. Betænkning afgivet af det af økonomiministeren den 2. juli 1965 nedsatte udvalg, betænkning nr. 421. København 1966.
 Beretning fra Boligministeriet om *Kredit- og hypotekforeningernes virksomhed*, 1959/60 og 1964/65.
Landsbankernes Reallånefond. Beretning og regnskab, 1960 og 1965.
Monetary Review, 1960-66. Udg. af Danmarks Nationalbank.
Overformynderiets regnskab, 1959/60 og 1964/65.
Provinsbankernes Reallånefond. Beretning og regnskab, 1960 og 1965.
Sparekassen for Kjøbenhavn og Omegn. Beretning og regnskab, 1959/60 og 1964/65.
 Beretning om *Sparekasserne i Danmark*, 1959/60 og 1964/65.
Statistisk årbog, 1960-66. Udg. af Danmarks Statistik.
Statistiske Efterretninger, 1959-66. Udg. af Danmarks Statistik.
Statsfinanserne, november 1960 og 1965. Udg. af Det økonomiske Sekretariat.
Statsregnskab, 1959/60 og 1964/65.
Økonomisk årsoversigt, marts 1960 og 1965. Udg. af Det økonomiske Sekretariat.

Tabel 2. Fordringsbalance for begyndelsen af 1965 (Mill. kr.).

	Kreditor				Gæld ialt	Rækkesum excl. tal fra hoveddiagonal	Total rækkesum
	OF	FB	KI	BO			
OF	$L_{OF}^{OF} = 700$	$L_{FB}^{OF} = 1200$	$L_{KI}^{OF} = 200$	$L_{BO}^{OF} = 4300$	$L_{UD}^{OF} = 900$	$L_{OF}^{OF} = 7300$	$\Sigma^{OF} = 19600$
	$B_{OF}^{OF} = 400$	$B_{FB}^{OF} = 1000$	$B_{KI}^{OF} = 2600$	$B_{BO}^{OF} = 1800$	$B_{UD}^{OF} = 2300$	$B_{OF}^{OF} = 8100$	
	$U_{OF}^{OF} = \cdot$	$U_{FB}^{OF} = 1300$	$U_{KI}^{OF} = 2100$	$U_{BO}^{OF} = 800$	$U_{UD}^{OF} = \cdot$	$U_{OF}^{OF} = 4200$	
FB	$L_{OF}^{FB} = 2600$	$L_{FB}^{FB} = 1000$	$L_{KI}^{FB} = 900$	$L_{BO}^{FB} = 25000$	$L_{UD}^{FB} = 1700$	$L_{FB}^{FB} = 30900$	$\Sigma^{FB} = 31000$
	\cdot	\cdot	\cdot	\cdot	$U_{UD}^{FB} = 100$	$U_{FB}^{FB} = 100$	
KI	$B_{OF}^{KI} = 3500$	$B_{FB}^{KI} = 3400$	$B_{KI}^{KI} = 12000$	$B_{BO}^{KI} = 8900$	$B_{UD}^{KI} = 100$	$B_{KI}^{KI} = 27900$	$\Sigma^{KI} = 31900$
	$U_{OF}^{KI} = 0$	$U_{FB}^{KI} = 0$	$U_{KI}^{KI} = 400$	$U_{BO}^{KI} = 3300$	$U_{UD}^{KI} = 300$	$U_{KI}^{KI} = 4000$	
	\cdot	\cdot	\cdot	\cdot	\cdot	\cdot	
BO	$B_{OF}^{BO} = 0$	$B_{FB}^{BO} = 300$	$B_{KI}^{BO} = 200$	$B_{BO}^{BO} = 200$	$B_{UD}^{BO} = 900$	$B_{BO}^{BO} = 1600$	$\Sigma^{BO} = 67800$
	$U_{OF}^{BO} = 8000$	$U_{FB}^{BO} = 24600$	$U_{KI}^{BO} = 27600$	$U_{BO}^{BO} = \cdot$	$U_{UD}^{BO} = 6200$	$U_{BO}^{BO} = \cdot$	
	$L_{OF}^{UD} = 4200$	$L_{FB}^{UD} = 800$	$L_{KI}^{UD} = \cdot$	$L_{BO}^{UD} = \cdot$	$L_{UD}^{UD} = 5000$	$L_{UD}^{UD} = 5000$	
UD	$B_{OF}^{UD} = 0$	$B_{FB}^{UD} = 0$	$B_{KI}^{UD} = 300$	$B_{BO}^{UD} = 100$	$B_{UD}^{UD} = \cdot$	$B_{UD}^{UD} = 400$	$\Sigma^{UD} = 10000$
	$U_{OF}^{UD} = 200$	$U_{FB}^{UD} = 0$	$U_{KI}^{UD} = 400$	$U_{BO}^{UD} = 4000$	$U_{UD}^{UD} = \cdot$	$U_{UD}^{UD} = 4600$	
	$L_{OF} = 7500$	$L_{FB} = 3000$	$L_{KI} = 1100$	$L_{BO} = 29300$	$L_{UD} = 2600$		
Fordringer ialt	$B_{OF} = 3900$	$B_{FB} = 4700$	$B_{KI} = 15100$	$B_{BO} = 11000$	$B_{UD} = 3300$		
	$U_{OF} = 8200$	$U_{FB} = 25900$	$U_{KI} = 30500$	$U_{BO} = \cdot$	$U_{UD} = 6600$		
Sojlesum excl. tal fra hoveddiagonal	$\Sigma_{OF} = 18500$	$\Sigma_{FB} = 32600$	$\Sigma_{KI} = 34300$	$\Sigma_{BO} = 48200$	$\Sigma_{UD} = 12500$		
Total sojlesum	$\Sigma_{OF} = 19600$	$\Sigma_{FB} = 33600$	$\Sigma_{KI} = 46700$	$\Sigma_{BO} = \cdot$	$\Sigma_{UD} = 12500$		