NYT LYS OVER DET DANSKE KAPITALMARKED III

OLE ZACCHI, ANDREAS WILDT OG HANS DENKOV

Nærværende artikel om det danske pengemarked er den tredie i en serie artikler, der tilsigter at kaste nyt lys over hidtil helt eller delvist ubelyste dele af det danske kapitalmarked. Den første artikel, der omhandlede pantebrevsmarkedet, bragtes i Økonomi og Politik *nr. 2, 1971 og den anden, der omhandlede finansieringsselskaber og lignende virksomheder, i* Økonomi og Politik *nr. 3, 1971.*

En fjerde afsluttende artikel, omhandlende forbrugerkredit, vil senere blive publiceret i Økonomi og Politik.

1. INDLEDNING.

Ved beskrivelsen af den samlede kredit- og låneformidling i et samfund er det hensigtsmæssigt at foretage en inddeling og gruppering heraf efter forskellige kriterier. Et af disse kriterier tager udgangspunkt i lånenes løbetider. På dette grundlag kan det samlede lånemarked opdeles i kapitalmarkedet, hvor der formidles og omsættes overvejende langfristede lån og værdipapirer, kreditmarkedet, der typisk dækker mellemlange kreditter og lån, samt endelig markedet for helt korte lån og værdipapirer – pengemarkedet – der er emnet for denne artikel.

Det har været et karakteristisk træk ved det danske finansielle system frem til 1970, at der herhjemme i modsætning til en række andre lande – først og fremmest Storbritannien og USA – har manglet et egentligt organiseret pengemarked. Årsagerne hertil må først og fremmest søges i de danske institutionelle forhold, særlig det forhold, at der ikke i Danmark findes kortfristede værdipapirer af nogen beløbsmæssig betydning. De af Nationalbanken udstedte indlånsbeviser er ganske vist i princippet at betragte som pengemarkedspapirer, men har i praksis udelukkende haft en funktion som forrentede og belånbare indskud i Nationalbanken.

Mens statsfinansielle finansieringsbehov i en række andre lande dækkes gennem udstedelse af kortfristede statspapirer, har man herhjemme valgt at lade statens ind- og udbetalinger slå igennem på den indenlandske likviditet. Som modstykke hertil har danske pengeinstitutter en vidtgående og i et vist omfang automatisk adgang til at låne direkte i centralbanken. De enkelte pengeinstitutters lånemuligheder i Nationalbanken har frem til slutningen af 60'erne været tilstrækkelige til at imødegå udsvingene i den

private sektors likviditet, og der har derfor ikke været et påtrængende behov for et egentligt pengemarked. Den stramning af penge- og finanspolitikken, som satte ind i 1969 og 1970, har i væsentlig grad ændret dette forhold, og som konsekvens heraf er der i løbet af 1970 etableret et dansk pengemarked.

I det følgende skal der nærmere redegøres for forholdene på dette marked. I afsnit 2 diskuteres hvilken funktion pengemarkedet har og i afsnit 3 baggrunden for dets opståen. I afsnit 4 gennemgås de faktorer, der er bestemmende for indenfor hvilke grænser pengemarkedsrenten kan svinge. Herefter gennemgås i afsnit 5 pengemarkedets omfang og struktur, og i afsnit 6 pengemarkedsrenten og dens determinanter.

Gennemgangen af det danske pengemarked er baseret på materiale beroende i Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank. I det omfang der bygges på offentliggjort materiale, vil dette fremgå i artiklen.

2. PENGEMARKEDETS FUNKTION.

Det danske pengemarked er i sin nuværende form opstået i sommeren 1970 og omfatter indskud og lån mellem banker og sparekasser indbyrdes. Der er ikke tale om et pengemarked i bred forstand, men alene om et interbankmarked, der svarer nøje til det britiske og amerikanske interbankmarked. På det danske pengemarked deltager normalt de større banker, en række mindre banker samt enkelte sparekasser. På markedet handles der først og fremmest såkaldte dag til dag penge, d. v. s. lån med en løbetid på 1 dag, men der handles også beløb over flere dage og i visse tilfælde helt op til et par måneder. Handlerne foregår pr. telefon. Blandt bankfolk går pengemarkedet også under betegnelserne »kronemarkedet« og »telefonmarkedet«.

Udgangspunktet for et pengeinstituts beslutning om at deltage på pengemarkedet en given dag vil være en opgørelse over likviditetsbehovet den pågældende dag. En sådan oversigt kan normalt udarbejdes umiddelbart efter checkclearingen i Nationalbanken og omfatter foruden det nettokrav, der måtte blive stillet til det pågældende pengeinstitut herigennem, de træk på og indbetalinger til pengeinstituttet, der kan forventes at opstå i løbet af dagen.

På baggrund heraf kan det beregnes, hvor stort et beløb der eventuelt enten skal lånes eller kan udlånes på pengemarkedet den pågældende dag, idet målet er at minimere pengeinstituttets uforrentede indestående på foliokonto i Nationalbanken.

Ved indgåelse af handler på pengemarkedet aftales beløbet, der normalt er af betydelig størrelsesorden, samt låneperioden og renten for denne låneperiode. Når handelen er afsluttet, meddeles det i hvilket pengeinstitut,

det lånte beløb leveres, samt hvortil tilbagebetaling med tillæg af renter skal ske.

Som et alternativ til låntagning på det danske pengemarked kan bankerne overveje at skaffe sig det ønskede beløb over valutamarkedet, ved salg af valuta enten fra egen beholdning eller lånt i udlandet. Mulighederne for at skaffe sig kronelikviditet herigennem har imidlertid været begrænset på forskellig vis. Den mellem Nationalbanken og bankerne indgåede deponeringsaftale indeholdt således bestemmelser om fuld, deponering ved forøgelse af nettogælden til udlandet. Endvidere henstillede Nationalbanken i februar 1969 til bankerne at holde nettoudsvingene i valutastillingen inden for visse grænser. Disse begrænsninger er i slutningen af 1970 indarbejdet i de af Nationalbanken udstedte valutabestemmelser.

Herudover er der praktiske vanskeligheder. Det kan således nævnes, at forretningerne på eurodollarmarkedet i modsætning til det danske pengemarked sædvanligvis indgås 2 dage før effektueringen. Også Nationalbankens valutahandel sker efter 2-dages princippet.

Alt i alt kan det konkluderes, at valutamarkedet i praksis ikke er noget alternativ til det danske kronemarked[1]).

3. BAGGRUNDEN FOR PENGEMARKEDETS OPSTÅEN.

Etableringen af et dansk pengemarked må som nævnt i indledningen ses på baggrund af den stramning af pengeinstitutternes likviditet, som satte ind i tiden efter valutakrisen i foråret 1969.

Pengemarkedets formål er gennem en omfordeling af likviditet mellem pengeinstitutterne at få en bedre udnyttelse heraf. Når der kan opstå et behov herfor, skyldes dette, at den generelle likviditetsstramning påvirker de enkelte pengeinstitutter med forskellig styrke afhængig af den erhvervsmæssige fordeling af indlån og udlån.

Pengeinstitutternes likviditet består af disses beholdninger af primære betalingsmidler, d. v. s. fordringer på Nationalbanken, staten og udlandet. Fordringer på Nationalbanken består af beholdningerne af sedler, indestående på folio og andre kontoindeståender i Nationalbanken samt beholdningerne af Nationalbankens indlånsbeviser. Fordringer på staten består af mønt og indeståender på postgiro, mens fordringerne på udlandet udgøres af de udenlandske nettomellemværender.

Ser man på udviklingen i likviditeten, viser det sig, at ændringer heri især giver sig udtryk i bankernes nettomellemværende med Nationalbanken. Dette likviditetsbegreb skal derfor anvendes i det følgende.

---

[1]) En mere udførlig redegørelse for, hvorledes pengemarkedet rent teknisk fungerer, er givet i Arne Nielsen, Et dansk pengemarked etableret, *Fagskrift for Bankvæsen*, nr. 1, 30. årgang, maj 1971.

TABEL 1.

Bankernes nettostilling over for Nationalbanken

	1969	1970	1971	1972
	mill. kr.			
Marts	÷ 24	÷ 899	÷2.296	÷1.969
Juni	÷230	÷1.311	÷1.787	÷1.742
September	÷805	÷ 593	÷ 875	–
December	÷617	÷ 771	÷ 462	–

Kilde: Monetary Review.

I ovenstående tabel er udviklingen i bankernes nettomellemværende med Nationalbanken belyst. Det fremgår umiddelbart, at der i perioden fra begyndelsen af 1969 frem til midten af 1971 har været tale om en fremadskridende forringelse af banksystemets likviditet.

Likviditeten i banksystemet påvirkes af udviklingen i en række likviditetsbestemmende forhold. Hertil hører først og fremmest statsfinanserne, betalingsbalancen samt Nationalbankens obligationskøb. I nedenstående oversigt er vist udviklingen heri i perioden fra 1966 til 1971.

Det fremgår af oversigten, at statsfinanserne navnlig i de senere år har øvet en betydelig indflydelse på udviklingen i likviditeten. Dette gælder ikke mindst, når man betragter udviklingen inden for det enkelte finansår, hvor der er tale om betydelige variationer i likviditetspåvirkningen; typisk på den måde, at der i første halvdel af finansåret er tale om en udpumpning, mens der i anden halvdel sker en opsugning. Årsagen hertil er den tidsmæssige skævhed, der præger ind- og udbetalingerne til staten – en skævhed, der i de senere år er blevet mere udtalt. Hertil kommer, at de senere års stigning i den statslige andel af nationalindkomsten selvsagt har øget betydningen af den statslige likviditetspåvirkning.

Som følge af de betydelige underskud er der også fra betalingsbalancen udgået en kraftig likviditetsvirkning, om end nettokapitalimporten til den private sektor i betydeligt omfang har afdæmpet likviditetsvirkningerne herfra. Mens statsfinanserne og den private sektors køb af valuta tilsammen har medført en betydelig opsugning af likviditet, har Nationalbankens obligationskøb virket i modsat retning. Det er imidlertid karakteristisk, at disse køb i de seneste år har haft et mindre omfang, end det tidligere var tilfældet, hvilket må ses på baggrund af den revision af obligationskøbspolitikken, som blev gennemført som led i den pengepolitiske stramning i forbindelse med valutakrisen i foråret 1969. Set under denne synsvinkel kan man sige, at Nationalbankens obligationskøbspolitik har været en medvirkende faktor til dannelsen af et dansk pengemarked.

TABEL 2.

Udviklingen i de vigtigste likviditetsbestemmende forhold

	Overskud på statsfinanserne (÷)[1]	Overskud på betalingsbalancens løbende poster	Nettokapitalimport til private, kommuner og offentlige værker	Nationalbankens obligationskøb
	Millioner kroner			
1966	÷936	÷1.453	1.778	839
1967	114	÷2.004	1.732	1.349
1968	851	÷1.616	1.332	2.229
1969	÷760	÷3.081	2.184	1.648
1970	÷1.566	÷4.067	3.748	379
1971	505	÷3.495*	2.924*	1.137
1970 1. kvartal	÷258	÷1.060	812	÷154
2. –	92	÷1.592	785	82
3. –	÷20	÷396	708	165
4. –	÷1.380	÷1.019	1.443	286
1971 1. kvartal	÷2.145	÷1.534	1.949	152
2. –	1.442	÷953	÷148	844
3. –	3.030	÷255	205	163
4. –	÷1.822	÷753*	918*	÷22

[1]) Forøgelse (÷) eller formindskelse af statens nettotilgodehavende i Nationalbanken korrigeret for
a. statens nettolåntagning i udlandet,
b. ændringer i postgiroindskud korrigeret for Postgiroens køb af obligationer og fra 1970 statens postgiroindeståender,
c. nettosalg af mønt samt
d. frem til juni 1969 betalinger til og træk på Valutafonden.

* Foreløbige tal.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Beretning og regnskab*, 1971.

Mens likviditetsudviklingen har været den væsentligste faktor bag dannelsen af det danske pengemarked, har de mellem pengeinstitutterne indgåede renteaftaler været bestemmende for markedets afgrænsning til disse institutter. Renteoverenskomsten, der senest er blevet fornyet i 1970, er en landsomfattende bindende aftale om maksimale rentesatser for de vigtigste indlånsformer. For så vidt angår pengeinstitutternes mest likvide indlånsformer (folio, kontokurant samt bank- og sparekassebøger med check) findes der ingen landsdækkende aftaler, men disse satser er reguleret ved lokale aftaler, således at samtlige indlånsrentesatser er underkastet regulering. Renteaftalerne dækker med få undtagelser samtlige pengeinstitutter. Renteaftalerne er i deres nuværende næsten altomfattende og bindende form næppe forenelige med et mere udbygget pengemarked, idet man må forvente, at især større erhvervsvirksomheders indskud på folio (hvor renten er særlig lav) vil blive trukket ud, og tilbudt den højstbydende bank på pengemarkedet. Fortsætter de seneste års likviditetsstramning, må det forventes, at disse aftaler vil blive udsat for et stigende pres, ligesom der

formentlig vil blive tale om dannelse af et pengemarked uden for pengeinstitutternes kreds. Der er allerede tegn på, at dette er sket[2]).

4. BESTEMMELSE AF RENTEN PÅ PENGEMARKEDET.

I afsnit 5 omtales udviklingen i renten for dag til dag penge, og i afsnit 6 fremdrages faktorer, der har betydning for ændringer i renten. I dette afsnit er det hensigten at undersøge, inden for hvilke grænser renten principielt kan svinge, samt – da dette bestemmes af Nationalbankens belåningsregler – at give en redegørelse for disse regler.

På markedet omsættes centralbankpenge, d. v. s. primære betalingsmidler. Disse består udover af likvide fordringer på Nationalbanken også af likvide fordringer på staten og udlandet. Banksystemet har imidlertid ingen praktisk mulighed for i større udstrækning af variere omfanget af likvide fordringer på staten, og spillerummet for variationer i forhold til udlandet er som tidligere omtalt meget snævert. Har en bank overskydende likviditet, der er af mere vedvarende art, vil den tilstræbe at investere de pågældende midler for at opnå den størst mulige indtjening. Investeringen kan f. eks. ske ved udlån, ved obligationskøb eller i Nationalbankens indlånsbeviser. Er den overskydende likviditet derimod rent midlertidig, foreligger der kun to alternativer: Indskud på folio i Nationalbanken eller udlån på pengemarkedet. Står en bank omvendt i en situation præget af mangel på likviditet, vil den enten kunne dække manglen ved lån i Nationalbanken eller ved lån på pengemarkedet.

Ved disse overvejelser spiller det en væsentlig rolle, at Nationalbanken ikke yder dag til dag lån, men normalt beregner sig rente for minimum 5 dage (5-dages reglen). Bestemmelsen er netop indført for at forhindre, at bankerne dækker helt korte likviditetsbehov uden særlige omkostninger, da dette ville tillade banksystemet at operere med meget lave kassebeholdninger. Dette ville tillade en betydelig kreditekspansion ved øget likviditet som følge af den store værdi af kreditmultiplikatoren.

Undergrænsen for renten af dag til dag penge bestemmes af renten ved alternative placeringer for en bank med overskydende likviditet. Alternativerne indskrænker sig til folio i Nationalbanken. 3-måneders indlånsbeviser kan ikke anvendes, da de skal være ubelånte i minimum knap 20 dage blot for ikke at være tabgivende. Folioindskud forrentes ikke. Principielt vil det derfor altid være en fordel at låne ud på pengemarkedet, hvis der på dette betales en rente, der er højere end 0, og forudsat der kan ses bort fra enhver risiko. Der stilles ingen sikkerhed på markedet, da handlerne både indgås og effektueres pr. telefon. Alligevel anses risikoen for

[2]) Jfr. Peter Bøggild: Vekselerernes pengemarked, *Fagskrift for Bankvæsen*, 30. årgang nr. 4, januar 1972.

minimal, da der alene er tale om handel mellem pengeinstitutter, hvis soliditet ikke betvivles. Derimod spiller omkostningerne ved transaktionerne, f. eks. telefonudgifter, en vis rolle. Det anses derfor ikke for tilstrækkeligt udbyttegivende at udlåne overskudskasse ved helt lave rentesatser, og lavere renter end omkring 1 pct. p. a. noteres ikke.

Overgrænsen for lån på pengemarkedet sættes af omkostningerne ved lån i Nationalbanken i 5 dage med fradrag af den renteindtægt, der skønnes at kunne opnås ved i 4 dage at kunne genudlåne et i Nationalbanken optaget lån på pengemarkedet. I ekstreme tilfælde, hvor renten på pengemarkedet de følgende 4 dage forventes at bevæge sig omkring 0, vil renten således kunne nærme sig 5 gange Nationalbankens udlånsrente. Renten har dog i praksis aldrig nået sådanne yderpunkter, men er højst nået op omkring det dobbelte af Nationalbankens udlånsrentesats.

Under normale omstændigheder, d. v. s. hvor likviditeten er ujævnt fordelt i banksystemet, således at den rentesats, bankerne kan låne til i Nationalbanken, varierer, eller nogle banker må låne, medens andre i begrænset omfang har overskudskasse, ligger renten på pengemarkedet typisk lidt under den rente, den mindst likvide bank må betale ved alternativ låntagning i Nationalbanken.

Den laveste rente for lån i Nationalbanken er siden diskontoforhøjelsen pr. 31. marts 1969 beregnet for lån på Skibskreditfondens B-obligationer. Ifølge belåningsordningen for disse obligationer er renten fastsat til 1 pct. over den til enhver tid gældende diskonto, men dog således at belåningsrenten højst kan andrage 6 pct. p. a. Da diskontoen ikke har været under 5 pct. i 1960'erne, har maksimumsatsen på 6 pct. været gældende i den tid, disse obligationer har cirkuleret. Det er kun ret begrænsede beløb, banksystemet kan låne til denne særligt fordelagtige rente, da der ved udgangen af juni 1972 kun cirkulerede for under 300 mill. kr. i pålydende værdi.

Intradekreditter indrømmes pengeinstitutter, som modtager betalinger fra visse offentlige kasser – særligt postkontorer og toldkontorer – til overførsel til statens konto i Nationalbanken. Der kan højst lånes et beløb svarende til det, der skal overføres, og samtlige lån under ordningen skal indfries den 6. og den 21. i måneden. Lån under denne ordning forrentes 1 pct. under diskontoen, d. v. s. ultimo juni 1972 med 7 pct. Intradekreditter, der i Nationalbankens regnskaber bogføres under kontokurant, spiller en betydelig rolle i bankernes låntagning. Nationalbankens månedsbalance vil dog nok overvurdere betydningen, idet kreditmuligheden ultimo måneden er forholdsvis stor dels som følge af betalingernes omfang, dels som følge af at der er forløbet over halvdelen af tidsrummet mellem inddækningerne. For intradekreditter stilles sikkerhed i værdipapirer efter Nationalbankens sædvanlige belåningsregler.

De traditionelle værdipapirer udstedt af Nationalbanken – 3 måneders indlånsbeviser og kreditbeviser – belånes til diskontoen. Indlånsbeviserne, der er af størst betydning, belånes med 100 pct. Bankernes beholdning af disse svinger i takt med likviditetsudviklingen. Ved en længere varende stramning i likviditeten vil bankerne ikke i større udstrækning kunne belåne indlånsbeviser. Dette skyldes, at renten ved belåning overstiger afkastet af beviserne, og bankerne vil derfor undgå at købe dem, hvis de må forudse at skulle belåne dem i lange perioder. Kreditbeviser er uden væsentlig betydning i likviditetsmæssig henseende, da der kun er udstedt for omkring 100 mill. kr., og den cirkulerende mængde ligger meget konstant.

Veksler rediskonteres til diskontoen. Kun kommercielle veksler – men ikke finansveksler – kan rediskonteres. Endvidere kræves at vekslerne har en god kvalitet, d. v. s. bærer solide og anerkendte navne. Skønt renten ved diskontering af veksler er mindre end ved belåning af obligationer, vil pengeinstitutterne ofte foretrække at låne på obligationer, da den lavere rente ved vekseldiskontering i mange tilfælde mere end opvejes af de større omkostninger, der følger af administrationsbesværet.

I nær tilknytning til intradekreditter er lån på obligationer og aktier. Belåningsværdien af papirerne er identisk i disse tilfælde, men medens intradekreditter som nævnt forrentes med diskontoen minus 1 pct., er renten ved lån på aktier og obligationer 1 pct. over diskontoen. (Nationalbankens højeste udlånsrente.) Disse ret dyre lån optages typisk i forbindelse med inddækning af intradekreditterne. I øjeblikket (ultimo juni 1972) belånes obligationer med 90 pct. af kursværdien og aktier med 60 pct. Disse satser, der er genstand for variationer, er med virkning fra 10. juli 1972 nedsat til henholdsvis 60 og 50 pct. af kursværdien.

Udover de ovenfor nævnte belåningsmuligheder indførtes i 1969 2 særlige låneordninger i forbindelse med forhåndslånsordningens afskaffelse. Arrangementerne ophører henholdsvis pr. 1. april 1973 og pr. 1. april 1974. De er kun benyttet i begrænset omfang, dels fordi det er dyre låneformer, dels fordi lånene optages med en minimumsperiode på 14 dage.

Af særlig interesse for pengemarkedet er derimod den midlertidige låneordning, der var åbnet pengeinstitutterne i perioden 1. februar – 15. april 1972. Lånene var billige, idet de forrentedes med diskontoen. Endvidere anvendtes 5-dages reglen ikke, og ordningen svarede således til, at Nationalbanken indtrådte på pengemarkedet som udbyder til fast pris, medens de private pengeinstitutter fungerede som mængdetilpassere.

Det skal endelig nævnes, at bankerne tidligere kunne føle sig tilskyndede til at låne på pengemarkedet fremfor i Nationalbanken selv ved meget høje rentesatser. Såfremt bankerne udnyttede bestemte låneordninger udover visse grænser, der ændredes gennem året i takt med likviditetsbehovet, op-

krævedes en tillægsrente på 6 pct. p. a. af den overskydende låntagning. Denne regel – overrenteordningen – suspenderedes pr. 1. april 1971 og indtil videre.

5. PENGEMARKEDETS OMFANG OG STRUKTUR.

a. *Omfang*

Som nævnt i afsnit 2 er pengemarkedet – i den forstand det behandles i nærværende artikel – afgrænset til kun at omfatte forretningsbanker og sparekasser. Hertil kommer at pengemarkedstransaktionerne mellem banker og sparekasser indbyrdes kun er en del af de transaktioner, der foregår mellem banker og sparekasser i form af långivning og låntagning samt placering af ledige midler.

Omfanget af disse transaktioner findes kun oplyst i form af de indenlandske korrespondentposter på månedsbalancerne, d. v. s. beholdningsopgørelser på en bestemt dag.

For sparekassesystemet findes to indenlandske korrespondentposter, nemlig debetposten »Indlån i banker og sparekasser« og kreditposten »Indlån fra banker og sparekasser«. Den første post ligger normalt på 800–1200 mill. kr. ved månedens udgang, mens den anden ligger på 50–60 mill. kr. Den eksisterende statistik for sparekasser opgør ikke hvor stor en del heraf, der er fremkommet ved pengemarkedstransaktioner[3]), men af tallene kombineret med bankstatistikken – se nedenfor – kan umiddelbart sluttes, at pengemarkedstransaktionerne mellem sparekasserne har et ret begrænset omfang i forhold til de tilsvarende transaktioner mellem sparekasserne og bankerne og mellem bankerne indbyrdes. Fremstillingen i det følgende vil derfor udelukkende dreje sig om disse.

I tabel 3 er vist forretningsbankernes indenlandske korrespondentposter ultimo måneden i perioden december 1970 – maj 1972. Af tabellen fremgår det, at tilgodehavender i andre banker og sparekasser for banksystemet som helhed i den undersøgte periode svinger mellem godt 1000 mill. kr. og knap 1800 mill. kr. med en klart stigende tendens. Tilsvarende svinger gælden til banker og sparekasser for banksystemet som helhed mellem knap 1600 mill. kr. og 2800 mill. kr. Også her er der tale om en klart stigende tendens over tiden. At de indenlandske korrespondentposter for banksystemet som helhed altid udviser en nettogæld – d. v. s. at forretningsbankernes gæld til banker og sparekasser altid overstiger deres tilgodehavender i banker og sparekasser, i den undersøgte periode med mellem 350 mill. kr. og 1000 mill. kr. – dækker først og fremmest over det velkendte

[3]) Det fremgår af den månedlige sparekassestatistik, at der – i perioden marts-juni 1972 – af sparekasserne via pengemarkedet ved månedens udgang var afgivet 5–6 mill. kr. til sparekasserne.

TABEL 3.

Forretningsbankernes indenlandske korrespondentposter og pengemarkedsposternes andel heraf ultimo december 1970–ultimo maj 1972

Ultimo	Tilgodehavender i andre banker og sparekasser 1.	Heraf afgivet til pengemarkedet 2.	2. i pct. af 1. 3.	Gæld til andre banker og sparekasser 4.	Heraf modtaget fra pengemarkedet 5.	5. i pct. af 4. 6.
	mill. kr.		pct.	mill. kr.		pct.
1970:						
December	1.288	356	28	1.654	494	30
1971:						
Januar	1.027	375	37	1.659	490	30
Februar	1.263	541	43	1.902	691	36
Marts	1.141	382	33	1.585	450	28
April	1.223	503	41	1.969	649	33
Maj	1.128	541	48	1.943	641	33
Juni	1.259	531	42	2.026	569	28
Juli	1.556	823	53	2.512	1.021	41
August	1.517	787	52	2.438	899	37
September	1.583	783	52	2.315	986	43
Oktober	1.579	748	47	2.474	867	35
November	1.546	631	41	2.454	784	32
December	1.779	621	35	2.161	712	33
1972:						
Januar	1.667	686	41	2.497	930	37
Februar	1.796	603	34	2.597	1.017	39
Marts	1.635	663	41	2.182	787	36
April	1.864	824	44	2.851	1.207	42
Maj	1.715	772	45	2.486	990	40

Kilde: Statistiske Efterretninger.

forhold, at banksystemet modtager meget omfattende nettoindlån fra sparekassesystemet[4]). Hertil kommer, at en forskel kan dække over mere posteringstekniske forhold; for korrespondentposterne som helhed f. eks. det forhold, at den afgivende bank posterer transaktionen den dag balancen trækkes – og statistikken udarbejdes – mens den først posteres i den modtagende bank dagen (eller to dage) efter og dermed ikke kommer med i statistikken fra denne bank.

Som foran nævnt er pengemarkedstransaktionerne en del af de samlede transaktioner mellem banker og sparekasser. Disse transaktioner er karakteriseret ved, at der for *hver enkelt* transaktion er aftalt løbetid og rentesats, mens der for de transaktioner, der iøvrigt foregår mellem banker og

[4]) Fællesbanken for Danmarks Sparekasser spiller her en central rolle.

sparekasser er truffet mere generelle aftaler om løbetid og rentesatser i lighed med de rentesatser for ind- og udlån, der anvendes overfor offentligheden.

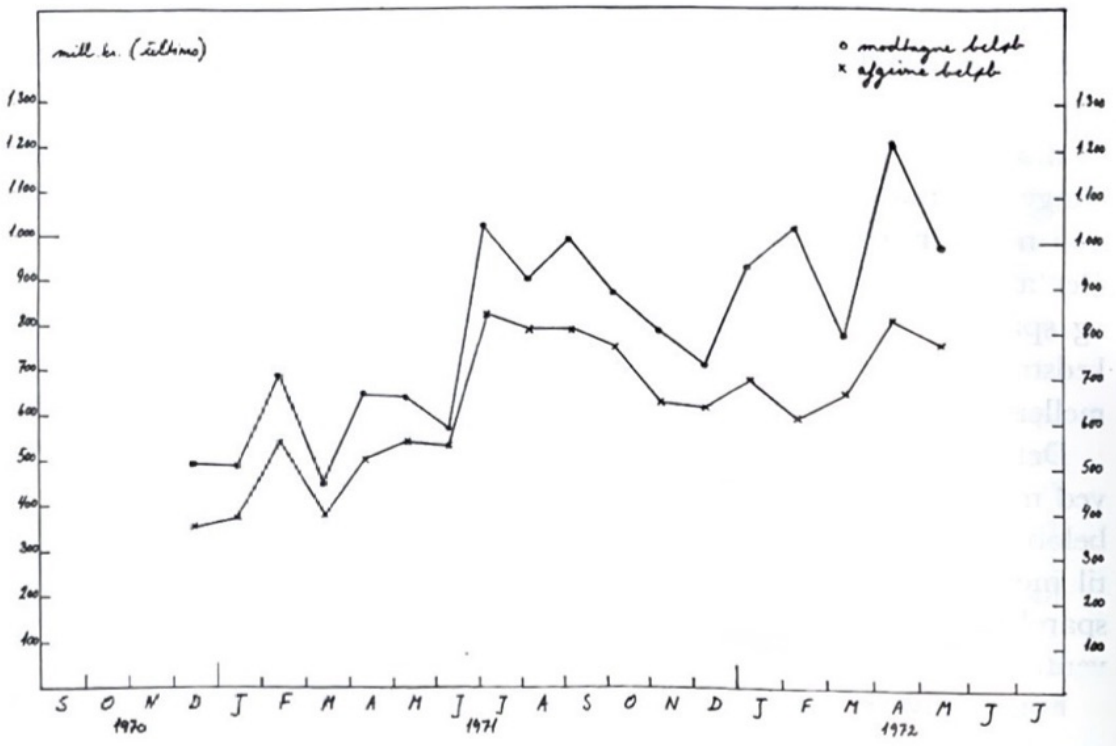
Pengemarkedsposternes andel af forretningebankernes indenlandske korrespondentposter ultimo måneden er for perioden december 1970 til maj 1972 vist i tabel 3. Heraf fremgår, at det beløb bankerne ved udgangen af måneden havde afgivet til pengemarkedet, svinger mellem knap 400 mill. kr. og godt 800 mill. kr., overvejende afgivet til andre banker. Det afgivne beløbs andel af de samlede tilgodehavender i andre banker og sparekasser svinger mellem 28 og 53 pct. hvilket viser, at pengemarkedstransaktionerne udgør en væsentlig del af de samlede transaktioner mellem bankerne indbyrdes og mellem banker og sparekasser.

Det indtryk bekræftes af tabellens tal for det beløb forretningsbankerne ved månedens udgang opgiver at have modtaget via pengemarkedet. Dette beløb svinger mellem godt 400 mill. kr. og godt 1200 mill. kr., svarende til mellem 28 og 43 pct. af bankernes samlede gæld til andre banker og sparekasser. Her spiller beløb modtaget fra sparekasser – som man kunne vente – en vis rolle.

For at give et indtryk af hvorledes pengemarkedets omfang, målt ved de samlede afgivne og modtagne beløb ultimo måneden (beholdningsopgørelse), har udviklet sig fra december 1970 til maj 1972, er i fig. 1 vist de hertil svarende tal. Som figuren viser, svinger tallene kraftigt; på grund af den relativt korte observationsperiode er imidlertid ikke søgt eftersporet nogen systematisk tendens i svingningerne. Der synes dog – som for korrespondentposterne som helhed – at være tale om en tydeligt stigende tendens over tiden. Det bør herudover nævnes, at tallene udover at være påvirket af den ovenfor nævnte fejlkilde, synes at være påvirket af, at visse transaktioner, der af de afgivende banker ikke registreres som pengemarkedstransaktioner af de modtagende banker registreres som sådanne. Dette fremgår af, at det beløb der ved månedens udgang registreres som være modtaget af banksystemet fra andre banker altid overstiger det beløb, der af banksystemet opgives som afgivet til andre banker. Disse beløb skulle – da der er tale om de samme transaktioner, blot set fra henholdsvis afgivernes og modtagernes side – være lige store.

Den eksisterende statistik giver kun mulighed for at belyse pengemarkedets størrelse på grundlag af de ovenfor i tabel 3 og fig. 1 viste beholdningsstørrelser, idet der ikke tilvejebringes statistik over omsætningen (strømopgørelser), ligesom der ikke tilvejebringes statistik over løbetiderne for transaktionerne på pengemarkedet. Som allerede nævnt strækker disse sig fra 1 dag til helt op til flere måneder. Sættes den gennemsnitlige løbetid til 3 dage og antages det, at transaktionerne er jævnt fordelt over måneden (formentlig en urealistisk antagelse, herom senere) samt, at der

Fig. 1. De af forretningsbankerne via pengemarkedet modtagne og afgivne beløb ultimo måneden i perioden december 1970–maj 1972.



Kilde: Statistiske Efterretninger.

ved udgangen af måneden registreres transaktioner svarende til et beløb på 750 mill. kr., kan omsætningen på pengemarkedet beregnes[5]) til 7500 mill. kr. pr. måned eller 350–400 mill. kr. i gennemsnit pr. bankdag, idet det dog må antages, at dette tal i virkeligheden svinger stærkt fra dag til dag.

Til illustration af disse beregningers realitet kan det nævnes, at Danmarks Nationalbank, der fungerer som korrespondentbank ved pengemarkedstransaktioner, i dagene 21., 22. og 23. juli 1971 – altså lige omkring et intradeinddækningstidspunkt, se herom senere – ekspederede pengemarkedsoverførsler for henholdsvis 710 mill. kr., 760 mill. kr. og 600 mill kr.

b. *Struktur*

Som ovenfor nævnt er strukturen på pengemarkedet først og fremmest præget af, at det overvejende er bankerne der optræder som udbydere og efterspørgere på dette marked. Sparekasserne optræder næsten aldrig som direkte efterspørgere, men spiller en vis – omend begrænset – rolle som

5) Jfr. formel (15) i *Økonomi og Politik* nr. 3, 1971, side 302, hvor der her er indsat $F_0 = F_1 = 1000$ mill. kr. og $v = 0{,}1$.

TABEL 4.

De ved månedens udgang på pengemarkedet deltagende forretningsbanker i perioden december 1970–maj 1972

Ultimo	Antal banker, der ved månedens udgang *enten* har afgivet *eller* modtaget beløb fra pengemarkedet	Antal banker, der ved månedens udgang *kun* har afgivet beløb via pengemarkedet	Antal banker, der ved månedens udgang *kun* har modtaget beløb via pengemarkedet	Antal banker, der ved månedens udgang *både* har afgivet og modtaget beløb via pengemarkedet
1970:				
December	32	15	6	11
1971:				
Januar	35	18	7	10
Februar	37	16	9	12
Marts	37	16	8	13
April	39	18	13	8
Maj	39	19	9	11
Juni	42	18	14	10
Juli	41	18	8	15
August	42	19	13	10
September	45	21	10	14
Oktober	46	19	10	17
November	44	24	6	14
December	38	17	7	14
1972:				
Januar	41	15	13	13
Februar	46	17	14	15
Marts	45	14	15	16
April	53	23	16	14
Maj	44	15	11	18

direkte udbydere. Som allerede tidligere nævnt spiller sparekasserne imidlertid antagelig indirekte en noget mere afgørende rolle på udbudssiden gennem deres korrespondentbanker, herunder især Fællesbanken, som så indtræder for disse i pengemarkedet.

For at få et indtryk af antallet af udbydere og efterspørgere på pengemarkedet, er i tabel 4 vist hvormange banker der ved udgangen af måneden opgiver enten at have afgivet (udbudt) eller modtaget (efterspurgt) eller såvel afgivet som modtaget beløb via pengemarkedet i perioden december 1970 til maj 1972. Heraf fremgår det, at af de ca. 80 banker, der ialt fandtes i undersøgelsesperioden deltog fra 32 til 53 ved udgangen af den enkelte måned i pengemarkedstransaktioner, hvilket vil sige godt halvdelen af samtlige banker.

De deltagende banker fordeler sig med godt 1/3 som rene udbydere,

TABEL 5.

De på pengemarkedet optrædende bankers pengemarkedsposter (netto) ved månedens udgang fordelt på bankgruppen

	Nettoafgivet (+) eller nettomodtaget (÷) af banken i:				
	Hoved-banken	Hovedstaden i øvrigt	Øerne uden hovedstaden	Jylland	I alt
	mill. kr.				
1970:					
December	÷ 106	÷ 36	66	÷ 62	÷ 139
1971:					
Januar	÷ 225	90	79	÷ 58	÷ 115
Februar	÷ 434	254	60	÷ 29	÷ 150
Marts	÷ 248	206	35	÷ 60	÷ 67
April	÷ 483	314	58	÷ 35	÷ 146
Maj	÷ 388	248	82	÷ 43	÷ 100
Juni	÷ 273	251	79	÷ 94	÷ 38
Juli	÷ 714	445	128	÷ 57	÷ 198
Augurt	÷ 523	276	97	39	÷ 112
September	÷ 731	341	96	91	÷ 203
Oktober	÷ 590	335	100	36	÷ 120
November	÷ 472	159	93	67	÷ 153
December	÷ 358	48	93	125	÷ 92
1972:					
Januar	÷ 540	124	106	67	÷ 244
Februar	÷ 648	80	47	106	÷ 415
Marts	÷ 357	185	20	28	÷ 124
April	÷ 884	370	67	64	÷ 383
Maj	÷ 541	30	100	191	÷ 220

Kilde: Statistiske Efterretninger.

knap 1/3 som rene efterspørgere og knap 1/3 som såvel udbydere som efterspørgere. Sidstnævnte gruppe udgøres især af de større banker, som hermed kommer til at optræde som en art formidlere for de mindre banker og sparekasserne, samt som arbitragører, d. v. s. udnyttere af renteforskelle på pengemarkedet.

Resultaterne af en undersøgelse af hvilke bankgrupper der optræder som nettoudbydere og nettoefterspørgere på pengemarkedet fremgår af tabel 5.

Heraf ses tydeligt, at hovedbankerne og i et vist omfang bankerne i Jylland optræder som nettoefterspørgere på pengemarkedet, mens bankerne i hovedstaden, bortset fra hovedbankerne, og – i noget mindre omfang – de øvrige banker på øerne optræder som nettoudbydere. Pengemarkedet kanaliserer således først og fremmest ledige kasser fra resten af banksystemet til hovedbankerne.

6. PENGEMARKEDSRENTEN OG DENS DETERMINANTER

a. *Pengemarkedsrenten*

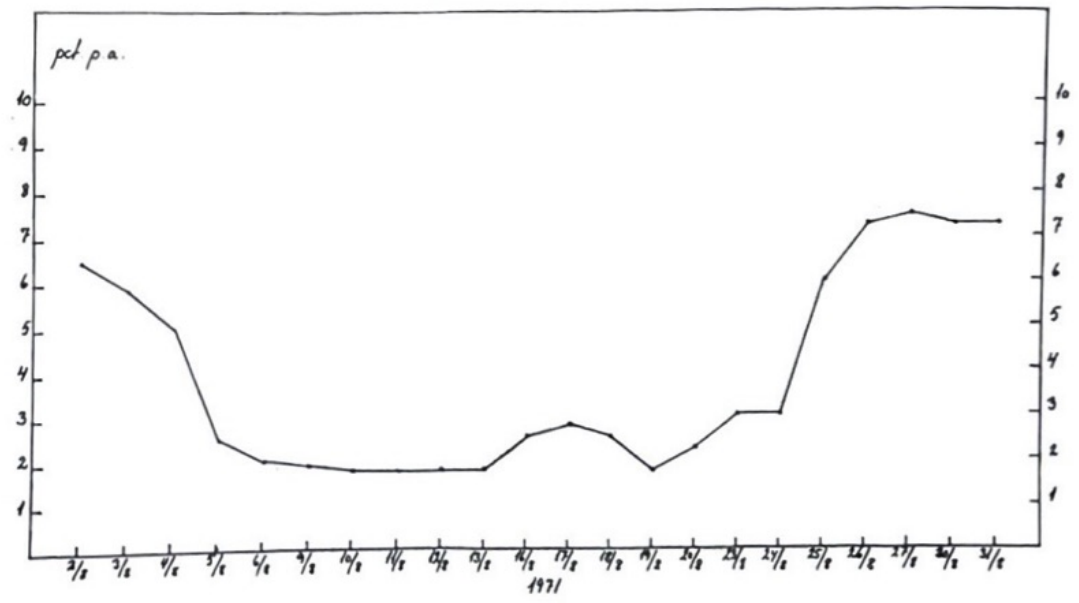
Gennemgangen i det følgende af pengemarkedsrenten er baseret på oplysninger om dag-til-dag renten (d. v. s. for lån med en løbetid på 1 dag), således som den er blevet noteret ved frokosttid bankdag for bankdag i perioden 21. september 1970 til 6. juni 1972.

Renten noteres i pct. p. a. Hvis pengemarkedsrenten noteres til x, betyder det, at det koster x:360 kr. at låne 100 kr. i 1 dag på pengemarkedet.

Det er karakteristisk for pengemarkedsrenten, at den svinger langt mere over tiden end de renter der iøvrigt noteres dog for dag på det danske kapitalmarked, først og fremmest obligationsrenten. På trods heraf vil det af det følgende fremgå, at pengemarkedsrentens svingninger følger et bestemt mønster.

Til illustration af pengemarkedsrentens svingninger i månedens løb er i fig. 2 vist pengemarkedsrenten dag for dag i august 1971, idet netop denne måned er ganske repræsentativ for pengemarkedsrentens svingninger i månedens løb i den undersøgte periode. Som det fremgår af figuren er renten høj ved månedens begyndelse, dels på grund af den store mængde ultimo-transaktioner – som tærer på banksystemets kasse, dels på grund af, at der den 6. skal ske inddækning af de siden den 21. i forrige måned opsamlede indtradekreditter. I dagene efter at dette er sket, falder renten, dels fordi transaktionsbehovet nu er langt mindre, dels fordi der nu opsamles nye intradekreditter i form af f. eks. erhvervslivets afregning af indeholdt

Fig. 2. Pengemarkedsrenten i august 1971.



TABEL 6.

Udviklingen i pengemarkedsrenten

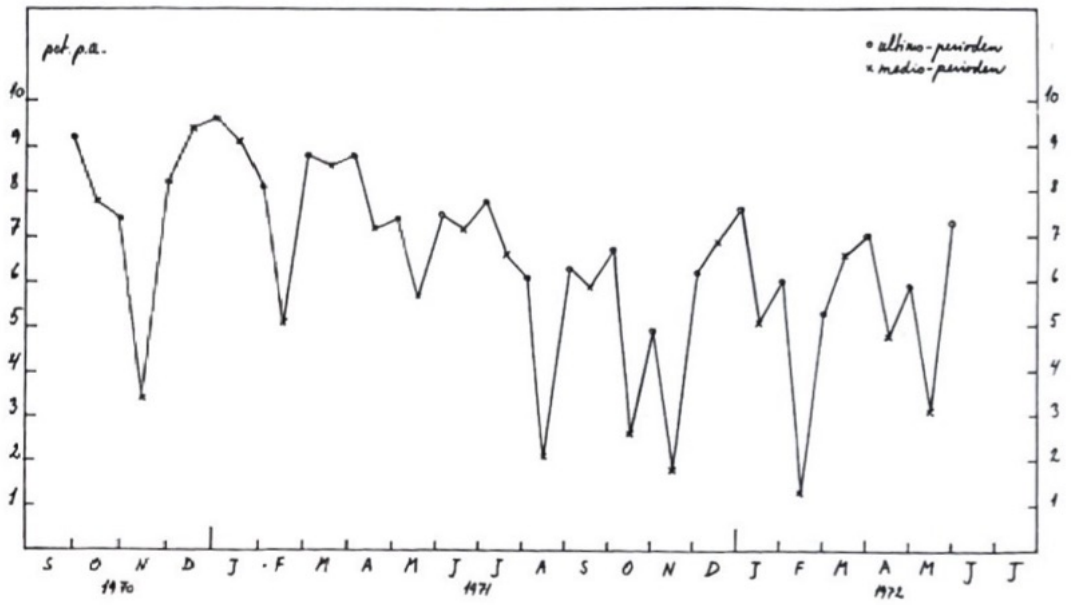
	Ultimo måneden	Gennemsnit for måneden	Gennemsnit for ultimo-perioden[1])	Gennemsnit for medio-perioden[1])
	pct. p.a.			
1970:				
September	10	–	9,2	–
Oktober	9	8,1	7,4	7,8
November	9	5,5	8,2	3,4
December	10	9,2	9,6	9,4
1971:				
Januar	8 1/4	9,0	8,1	9,1
Februar	9 1/2	6,3	8,8	5,1
Marts	9 3/4	8,9	8,8	8,6
April	8 1/4	7,4	7,4	7,2
Maj	8	6,5	7,5	5,7
Juni	9	7,4	7,8	7,2
Juli	7 1/2	7,1	6,1	6,6
August	7 1/4	3,6	6,3	2,1
September	8	6,7	6,7	5,9
Oktober	7 3/4	4,5	4,9	2,6
November	6 3/4	3,1	6,2	1,8
December	7 5/8	7,2	7,6	6,9
1972:				
Januar	7	6,0	6,0	5,1
Februar	7	3,2	5,3	1,3
Marts	7 1/8	6,7	7,0	6,6
April	7 1/4	5,7	5,9	4,8
Maj	7 3/8	4,9	7,3	3,1

[1]) Vedrørende definitionen af disse perioder henvises til teksten.

kildeskat og merværdiafgift. Omkring den 21. begynder renten igen at stige, idet der på den dag igen skal ske inddækning af intrader (i eksemplet først den 23. da den 21. 8. 1971 var en lørdag). Samtidigt er transaktionsbehovet igen steget – det er igen »sidst på måneden«, og renten holder sig på det høje niveau indtil den 6. i næste måned.

Denne rentevariation over måneden leder umiddelbart til, at man definerer en *lavrenteperiode* – der strækker sig fra den 7. til den 20. i hver måned (medioperioden) og en *højrenteperiode* – den strækker sig fra den 21. i en måned til den 6. i den næste måned (ultimoperioden), og derefter beregne den gennemsnitlige pengemarkedsrente i disse. Resultatet heraf er vist i tabel 6, der tillige viser den gennemsnitlige månedlige pengemar-

Fig. 3. Udviklingen i pengemarkedsrenten i perioden 21. september 1970–6. juni 1972, angivet som rentegennemsnit for ultimo- og medioperioderne, jfr. teksten.



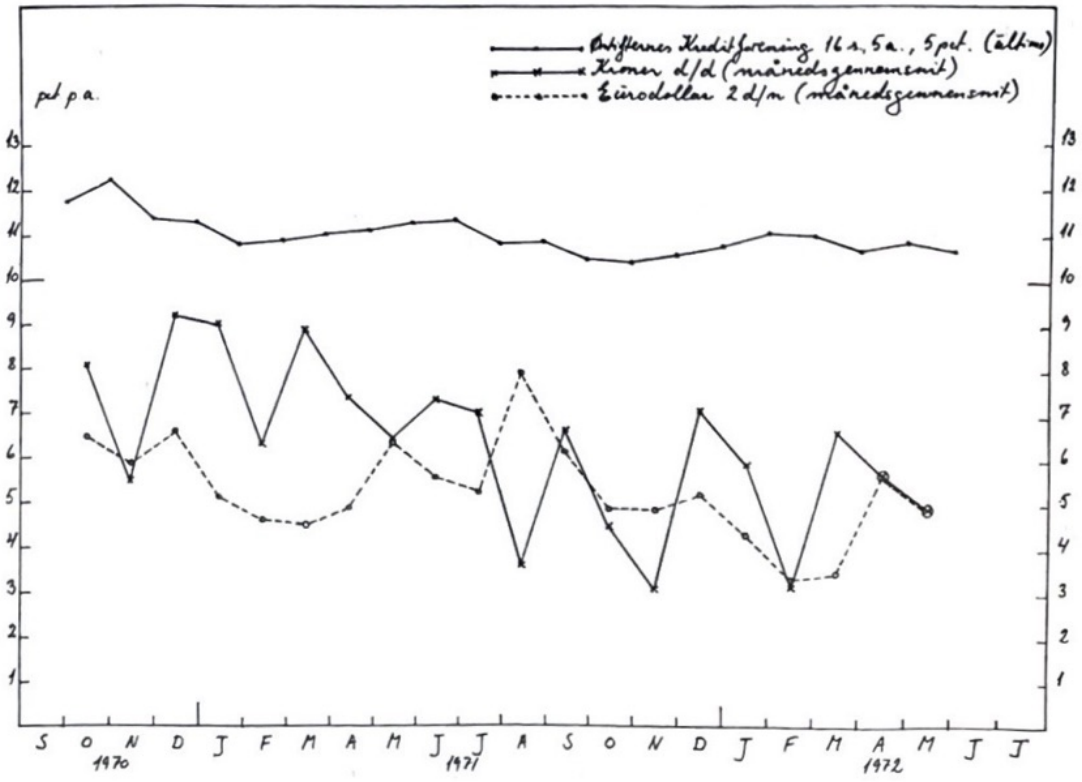
kedsrente samt renten ultimo måneden i perioden september 1970 – maj 1972.

Som det fremgår af tabellen, gælder det i 17 ud af 20 tilfælde, at ultimoperiodens rentegennemsnit er højere end medioperiodens, således at den ovenfor anførte karakteristik af ultimoperioden som en højrenteperiode og medioperioden som en lavrenteperiode forekommer adækvat.

Endvidere viser det sig, at rentegennemsnittet for det enkelte kvartals sidste ultimoperiode (d. v. s. fra den 21. i kvartalets sidste måned til den 6. i næste kvartals første måned) altid ligger højere end for kvartalets to første ultimoperioder. Forklaringen herpå skal antageligt søges i det særligt store transaktionsbehov ved kvartalets slutning. Det relativt lave rentegennemsnit for den medioperiode, der ligger i den midterste måned i hvert kvartal, kan antageligt forklares ved, at tidspunktet for a conto udbetalinger af de sociale refusioner til kommunerne netop falder i denne periode. Herved bliver nemlig de banker, der har kommunerne som kunder, særligt likvide uden at dette i sig selv påvirker resten af bansksystemets likviditet. Iøvrigt henvises til afsnittet om pengemarkedsrentens determinanter.

Til anskueliggørelse af tallene i tabel 6 er i fig. 3 vist renteudviklingen – angivet ved medio- og ultimoperiodernes rentegennemsnit – i perioden 21 september 1970 til 6. juni 1972, ligesom den månedlige gennemsnitsrente er vist i fig. 4. Af figurerne fremgår det, at pengemarkedsrenten i den undersøgte periode, afhængigt af hvilken periode gennemsnittet er beregnet for, har svinget mellem godt 1 pct. p. a. og knap 10 pct. p. a. Hertil skal tilføjes, at de daglige noteringer fra dag til dag kan vise endnu større ud-

Fig. 4. Udviklingen i den effektive obligationsrente, pengemarkedsrenten og eurodollarrenten i perioden oktober 1970–maj 1972.



Kilde: Statistiske Efterretninger (den effektive obligationsrente).

sving, fra 0 pct. p. a. (ingen notering) til godt 11 pct. p. a. Dette kan, f. eks. i forhold til svingningerne i obligationskurserne – og de hertil svarende svingninger i den effektive rente – virke voldsomt. Et lille regneeksempel vil vise, at dette imidlertid ikke er tilfældet, idet man skal erindre sig, at der er tale om rentesatser for dag til dag lån. Antag at 1 mill. kr. lånes i 1 dag på pengemarkedet. Er renten 2 pct. p. a. koster dette 55,55 kr. (Der ses bort fra provision m. v.). Er renten 10 pct. p. a. koster det 277,78 kr. Hvis obligationer med en nominel rente på 10 pct. p. a. netop står i pari (kurs 100) og kursen er uændret dagen efter, vil placering af det lånte beløb i obligationer og salg af disse dagen efter give en rente-indtægt på 277,78 kr., som hvis pengemarkedsrenten er 2 pct. p. a. svarer til et overskud på 222,23 kr., mens investeringsprojektet netop løbet rundt, hvis pengemarkedsrenten er 10 pct. p. a.

Hvis imidlertid obligationskurserne dagen efter, når obligationerne skal sælges, er faldet til kurs 99 – svarende til, at den effektive rente er steget til 10,1 pct. p. a. – kan der konstateres et kurstab på 10.000 kr. Tilsvarende vil en kursstigning på 1 point til kurs 101 – svarende til, at den effektive rente er faldet til 9,9 pct. p. a. – medføre en kursgevinst på

10.000 kr. Renteafkastet ved placering af 1 mill. kr. i obligationer i 1 dag er altså i tilfældet med kursstigning 10.277.78 kr., hvilket svarer til en årlig effektiv rente på 370 pct; mens renteafkastet i tilfældet med kurstab er 9.722.22 kr., hvilket svarer til en årlig effektiv rente på ÷ 350 pct.

b. *Pengemarkedsrentens determinanter*

Det er tidligere påpeget, at hovedårsagen til pengemarkedets opståen har været den stramning i likviditetsforholdene, der satte ind fra maj 1969, og som er nettoresultatet af bevægelserne i en række likviditetsbestemmende faktorer. Der har dog på ingen måde været tale om noget jævnt fald i likviditetsniveauet. Tværtimod har det været en udvikling præget af voldsomme udsving, der især skyldes de månedlige variationer

TABEL 7.

Månedstal for kasseoverskud og pengemarkedsrente

Måned	Kasseoverskud	Månedsgennemsnit for pengemarkedsrente	Rente ultimo måneden
	mill. kr.	pct.	pct.
1970			
September	500	9,3	10
Oktober	÷400	8,1	9
November	1.300	5,5	9
December	400	9,3	10
1971			
Januar	500	9,0	8 1/4
Februar	÷900	6,3	9 1/2
Marts	2.800	8,9	9 3/4
April	÷1.600	7,4	8 1/4
Maj	200	6,5	8
Juni	÷200	7,4	9
Juli	÷1.300	7,1	7 1/2
August	400	3,7	7 1/4
September	÷2.200	6,7	8
Oktober	1.000	4,4	7 3/4
November	÷500	3,1	6 3/4
December	700	7,2	7 5/8
1972			
Januar	400	6,0	7
Februar	1.300	3,2	7
Marts	1.000	6,7	7 1/8
April	÷1.800	5,7	7 1/4
Maj	600	4,9	7 3/8

TABEL 8.

Samvariation i kasseoverskud og pengemarkedsrente

Måned	Forventet ændring i gns. ved likviditetsændring (+)	Forventet ændring i renten ultimo ved likviditetsændring (+)
1970		
Oktober	+	+
November	÷	÷
December	+	+
1971		
Januar	÷	÷
Februar	+	÷
Marts	+	+
April	+	+
Maj	÷	÷
Juni	+	÷
Juli	+	+
August	÷	÷
September	÷	÷
Oktober	÷	÷
November	+	+
December	+	+
1972		
Januar	÷	÷
Februar	÷	÷
Marts	+	+
April	+	÷
Maj	÷	+

i saldoen på statsfinanserne. Det må derfor umiddelbart forventes, at der er en nær sammenhæng mellem statsfinanserne og pengemarkedsrenten.

I tabel 7 er på månedsbasis anført tal for statens kasseoverskud, gennemsnit for pengemarkedsrenten beregnet på grundlag af de daglige satser samt renten af dag til dag kroner ultimo måneden. På forhånd må det forventes, at tilførsel af likviditet, d. v. s. et kasseunderskud vil medføre et pres i nedadgående retning på renten og omvendt ved et kasseoverskud. I tabel 8 er det i kolonne 1 ved (+) anført, når rente og likviditet bevæger sig i den forventede retning og ved (÷) når de bevæger sig modsat. I 11 ud af de 20 observationer bevæger renten sig i den forventede retning, medens den i de øvrige 9 bevæger sig modsat. I kolonne 2 er det alternativt undersøgt, om der er en bedre sammenhæng mellem renten ultimo måneden og likviditetspåvirkningen, men her fremtræder den for-

ventede sammenhæng kun i 9 tilfælde. Da likviditetspåvirkningen gør sig gældende gennem måneden, måtte det forventes, at der ville være en sammenhæng mellem et udtryk for renteniveauet i måneden og ændringerne i likviditetspåvirkningen. Undersøgelsen tyder imidlertid ikke på nogen nær sammenhæng, og resultatet forbedres ikke ved i stedet for den gennemsnitlige rente at inddrage ultimo renten. Årsagerne til det skuffende resultat er formentlig flere[6]). Der kan således peges på, at likviditeten i banksystemet udover af statsfinanserne påvirkes af især transaktionerne med udlandet og Nationalbankens markedsoperationer. Har den samlede påvirkning af likviditeten i banksystemet været anderledes, end statsfinanserne giver udtryk for, vil den forsøgte sammenhæng ikke holde. Endvidere kan nævnes, at påvirkningen fra statsfinanserne hverken sker jævnt gennem måneden eller efter samme mønster hver måned. På helt kort sigt udøver de statslige betalinger derimod som tidligere fremhævet en væsentlig indflydelse på rentevariationerne.

Et mål for den samlede påvirkning af likviditeten i banksystemet haves i udviklingen i bankernes bruttolikviditet og nettolikviditet ultimo måneden. Bruttolikviditeten opgøres som bankernes beholdning af sedler og mønt, indskud på postgiro og tilgodehavender i Nationalbanken og udlandet, mens nettolikviditeten fremkommer når bruttolikviditeten reduceres med bankernes gæld til Nationalbanken og udlandet.

I fortsættelse af den ovenfor anførte hypotese om sammenhængen mellem statsfinanserne og pengemarkedsrenten, skal der herefter opkastes den hypotese, at der er en nær sammenhæng mellem udviklingen i *banksystemets likviditet* og pengemarkedsrenten, således at hvis likviditeten stiger falder pengemarkedsrenten og omvendt hvis likviditeten falder stiger pengemarkedsrenten.

I tabel 9 er vist udviklingen i form af stigninger eller fald i pengemarkedsrenten og banksystemets likviditet i perioden september 1970 til maj 1972. Heraf fremgår det, at den forventede sammenhæng for variationer i banklikviditeten og pengemarkedsrenten målt ved månedsgennemsnittet, holder i 13 ud af 20 tilfælde for bruttolikviditeten og i 14 ud af 20 tilfælde for nettolikviditeten. For pengemarkedsrenten målt ved ultimoperiodens gennemsnit holder den forventede sammenhæng i 11 ud af 20 tilfælde for bruttolikviditeten og i 16 ud af 20 tilfælde for nettolikviditeten.

Det synes således i højere grad at være udviklingen i banksystemets nettolikviditet end i bruttolikviditeten, der bestemmer udviklingen i pengemarkedsrenten.

Når sammenhængen ikke er stærkere, end der her kan konstateres, hænger dette formentlig i et vist omfang sammen med, at en likviditetsændring,

[6]) Jesper Andreasen har på basis af ugetal fundet en bedre sammenhæng. Hans resultat er anført i *Finanstidende*, 17. marts 1972 p. 679 f. f.

TABEL 9.

Ændringer i pengemarkedsrenten og banksystemets likviditet september 1970–maj 1972

	Stigning (+) eller fald (÷) i renten fra en periode til den næste periode		Stigning (+) eller fald (÷) i likviditeten fra ult. måneden til ult. næste måned	
	Månedsgennemsnit for pengemarkedsrenten	Ultimoperiodens gennemsnit for pengemarkedsrenten	Banksystemets bruttolikviditet	Banksystemets nettolikviditet
1970:				
September	÷	÷	÷	+
Oktober	÷	+	+	÷
November	+	+	÷	÷
December	÷	÷	+	÷
1971:				
Januar	÷	+	÷	÷
Februar	+	+	÷	÷
Marts	÷	÷	+	+
April	÷	+	÷	÷
Maj	+	+	+	÷
Juni	÷	÷	÷	+
Juli	÷	+	+	+
August	+	+	÷	÷
September	÷	÷	+	+
Oktober	÷	+	+	+
November	+	+	÷	÷
December				
1972:				
Januar	÷	÷	÷	+
Februar	÷	÷	÷	÷
Marts	+	+	÷	÷
April	÷	÷	+	+
Maj	÷	+	+	÷

Kilde: Monetary Review (banksystemets likviditet).

f. eks. en likviditetsstigning, kan påvirke de enkelte bankers likviditet højst forskelligt, alt efter hvad der er årsagen til likviditetsstigningen, idet forholdene på pengemarkedet må antages såvel at være bestemt af likviditeten for banksystemet som helhed som likviditetens fordeling på de enkelte banker. Således kan nævnes, at udbetaling af refusioner til kommunerne må antages at give en langt mere jævnt fordelt likviditetsforbedring i banksystemet end privat nettokapitalimport for samme beløb.

Endelig er det undersøgt om der skulle være nogen sammenhæng mellem variationerne i pengemarkedsrenten og *den lange rente på det danske*

kapitalmarked (obligationsrenten) samt i *den korte rente på det internationale kapitalmarked* (Eurodollar-renten).

I fig. 4 er vist udviklingen i den effektive rente for en udvalgt åben obligationsserie samt i renten for dag til dag lån på eurodollarmarkedet for forretninger indgået 2 dage før effektueringen, ligesom månedsgennemsnit for pengemarkedsrenten er indtegnet. Af figuren ses, at der ikke synes at være nogen sammenhæng mellem variationerne i den korte og den lange rente på det danske kapitalmarked, ligesom der ejheller synes at være nogen sammenhæng mellem variationerne i den korte rente på det danske og det internationale kapitalmarked. Vedrørende baggrunden for sidstnævnte henvises til afsnit 2.

Sammenfattende kan det konstateres, at pengemarkedsrenten først og fremmest synes at være bestemt af udviklingen i nettolikviditeten i banksystemet og dermed af de faktorer, der er afgørende for udviklingen i denne størrelse, eksempelvis statsfinanserne, Nationalbankens markedsoperationer samt betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter.

7. SLUTNING

Det er tidligere påpeget, at den stramme økonomiske politik i 1969 og 1970 og den heraf følgende stramning af likviditetsforholdene har været den væsentligste udløsende faktor bag dannelsen af det danske pengemarked. Denne faktor gør sig ikke længere gældende med samme styrke, idet finanspolitikken i finansåret 1971/72 har været væsentlig mindre stram, end det var tilfældet i det foregående finansår. Kasseoverskuddet i det nu afsluttede finansår har således ligget på omkring nul, hvilket indebærer, at der ikke i finansåret 1971/72 som helhed fra statsfinanserne er udgået nogen påvirkning af likviditetsniveauet i den private sektor. Heraf følger imidlertid ikke, at pengemarkedet vil ophøre; så længe der eksisterer likviditetsforskelle fra pengeinstitut til pengeinstitut, vil der være behov herfor, om end omfanget af markedet vil være påvirket af det generelle likviditetsniveau.

Det samlede likviditetsniveau vil imidlertid fortsat vise betydelige udsving over året, først og fremmest som følge af den tidsmæssige skævhed, der præger betalingsmønsteret til og fra staten. Som et første skridt i retning af at formindske disse udsvings påvirkning af pengeinstitutternes likviditet har Nationalbanken i maj 1972 introduceret en ny og mere fleksibel indlånsbevisordning. Der er tale om indlånsbeviser, som dels har en længere løbetid (6 og 9 måneder), dels en højere forrentning (p. t. 6¾ og 7 ½ pct.) end de eksisterende 3-måneders indlånsbeviser, men som i modsætning til disse ikke kan belånes i Nationalbanken. Beviserne kan ganske vist tilbagesælges til Nationalbanken før forfaldstid, men mod en dekort

svarende til en højere rente, således at den effektive rente formindskes. Tilbagesælges et 6-måneders indlånsbevis inden for de første 12 dage af løbetiden og et 9-måneders indlånsbevis inden for de første halvanden måned, bliver der tale om en negativ forrentning af de placerede midler. De nye indlånsbeviser skal således tjene som et likviditetsudjævnende instrument, hvorved banker i perioder med rigelig likviditet kan få en relativ høj forrentning af ledig kasse. Fordelingen af de tegnede indlånsbeviser afspejler dette sigte: Ved udgangen af maj måned havde bankerne ifølge den månedlige bankstatistik således tegnet for i alt 303 mill. kr. 6-måneders indlånsbeviser, der forfalder i november, hvor likviditeten begynder at stramme til, medens der var tegnet for 906 mill. kr. 9-måneders indlånsbeviser, der forfalder i februar 1973, hvor det store likviditetsdræn via statsfinanserne normalt sætter ind. Af hensyn til renteaftalen er der kun åbnet adgang for banker og sparekasser til at tegne de nye indlånsbeviser, ligesom omsætteligheden er begrænset til disse.