



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt 1. kvartal



D A N M A R K S
N A T I O N A L
B A N K 2 0 0 8



KVARTALSOVERSIGT, 1. KVARTAL 2008

Det lille billede på forsiden viser Arne Jacobsens ur, "Bankers", der blev tegnet til Nationalbank-byggeriet.

Det er tilladt at kopiere fra publikationen, forudsat at Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Kvartalsoversigten er tilgængelig på Nationalbankens websted: www.nationalbanken.dk under publikationer. Kvartalsoversigten oversættes til engelsk.

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen
Redaktør: Hugo Frey Jensen

Redaktionen er afsluttet den 7. marts 2008.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,
Kommunikation,
Havnegade 5,
1093 København K

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63
Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00
E-mail: kommunikation@nationalbanken.dk
www.nationalbanken.dk

Kvartalsoversigt – 2. kvartal 2008 planlægges offentliggjort 12. juni 2008.

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Dansk økonomi 2008-10	25
Finansiell uro, likviditet og centralbankerne	37
Morten Kjærgaard, Handelsafdelingen og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling Den finansielle uro i forbindelse med stigende tab på de amerikanske subprime-lån har skabt spændinger på pengemarkedet i flere lande og bragt centralbankernes likviditetsstyring i fokus. Artiklen belyser Federal Reserves, ECBs og Bank of Englands likviditetsstyring og deres reaktion på uroen. Nationalbankens likviditetsstyring beskrives også.	
Cibor	47
Morten Kjærgaard og Katrine Skjærbæk, Handelsafdelingen Referencerenter som Cibor, Libor og Euribor har været i fokus under den finansielle uro siden august sidste år. Artiklen giver en beskrivelse af Cibor, herunder regler for beregning, anvendelse og udvikling før og under uroen.	
Den finansielle sektors betalinger via Kronos	57
Irene Madsen, Betalingsformidlingskontoret Nationalbankens betalingssystem, Kronos, udgør kernen i den danske betalingsinfrastruktur. I artiklen redegøres for de meget store betalingsstrømme, som dagligt afvikles i Kronos. Betalingerne udgøres hovedsageligt af store tidskritiske betalinger mellem de finansielle institutter samt nettobetalingen fra tilsluttede afviklingssystemer for detailbetalinger, værdipapir- og valutahandler.	
Forebyggende foranstaltninger mod hvidvask og terrorfinansiering	71
Helene Vinten, Administrationsafdelingen – Jura Der er stigende internationalt fokus på bekæmpelse af hvidvask og terrorfinansiering. I artiklen beskrives begreberne hvidvask og terrorfinansiering nærmere, og der redegøres overordnet for de danske regler herom, herunder de internationale anbefalinger, der ligger til grund for det danske regelsæt. Kernen i reglerne er "kend din kunde"-princippet, der for finansielle institutter indebærer pligt til at kontrollere kunders identitet og at foretage generel overvågning af kundeforhold.	
Udgivne Working Papers	79
Pressemeddelelser	81
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra medio december 2007 til primo marts 2008

Der er nu klare tegn på, at uroen på de finansielle markeder har fået realøkonomiske konsekvenser. Væksten i den vestlige verden forventes at aftage. Det samme gælder i de nye vækstmarkeder, herunder Kina og Indien, hvor væksten dog stadig vil være stærk. Samtidig er inflationen høj i det meste af verden, trukket op af stigende priser på fødevarer og energi.

Også væksten i dansk økonomi er aftagende. Stigningstakten i såvel privatforbrug som investeringer aftog sidste år i forhold til tidligere. Trods et svagt boligmarked og fald i aktiekurserne er de danske husholdningers formueposition fortsat solid, og beskæftigelsen er høj.

Selv om efterspørgslen afdæmpes, er manglen på arbejdskraft stor. Det har medført øgede løn- og prisstigninger. Finansloven for 2008 indebærer en fortsættelse af de senere års ekspansive finanspolitik. Udhulingen af den danske konkurrenceevne risikerer dermed at fortsætte. Det kan føre til en unødvendig høj og langtrukken stigning i ledigheden, især hvis den internationale højkonjunktur for alvor løjer af.

DEN GLOBALE ØKONOMI

Der ventes en afdæmpning i verdensøkonomien i 2008 efter nogle år med meget høj vækst. Forventningerne til den økonomiske udvikling i indeværende år er blevet nedjusteret, efterhånden som det blev klart, at subprime-uroen ville få realøkonomiske konsekvenser. Den Internationale Valutafond, IMF, skønner, at væksten i verden falder til 4,1 pct. i 2008 mod 4,9 pct. i 2007, jf. tabel 1. Nedgangen er mest tydelig i den vestlige verden. På de nye vækstmarkeder ventes væksten at aftage en smule, men forblive på et højt niveau.

Den likviditetsstramning, der fulgte i kølvandet på subprime-uroen, betød, at renteforskellen mellem de sikrede og usikrede pengemarkedsrenter steg kraftigt. Centralbankerne verden over har efterhånden fået pengemarkederne til at fungere bedre, bl.a. ved at tilføre likviditet samt øge mulighederne for at låne i dollar. Forskellen mellem sikrede og usikrede renter i både USA og euroområdet er mindsket med omkring 0,50 procentpoint, siden de toppede, men ligger dog fortsat over det meget lave niveau, før problemerne viste sig i sensommeren 2007.

SKØN FOR BNP-VÆKST

Tabel 1

Pct. p.a.	2007		2008	
	IMF	OECD	IMF	OECD
USA	2,2	2,2	1,5	2,0
Euroområdet	2,6	2,6	1,6	1,9
Japan	1,9	1,9	1,5	1,6
Kina	11,5	11,4	10,0	10,7
Verden ¹	4,9	n.a.	4,1	n.a.

Anm.: IMFs skøn er fra januar 2008 og OECDs skøn fra december 2007.

Kilde: IMF World Economic Outlook og OECD Economic Outlook, nr. 82.

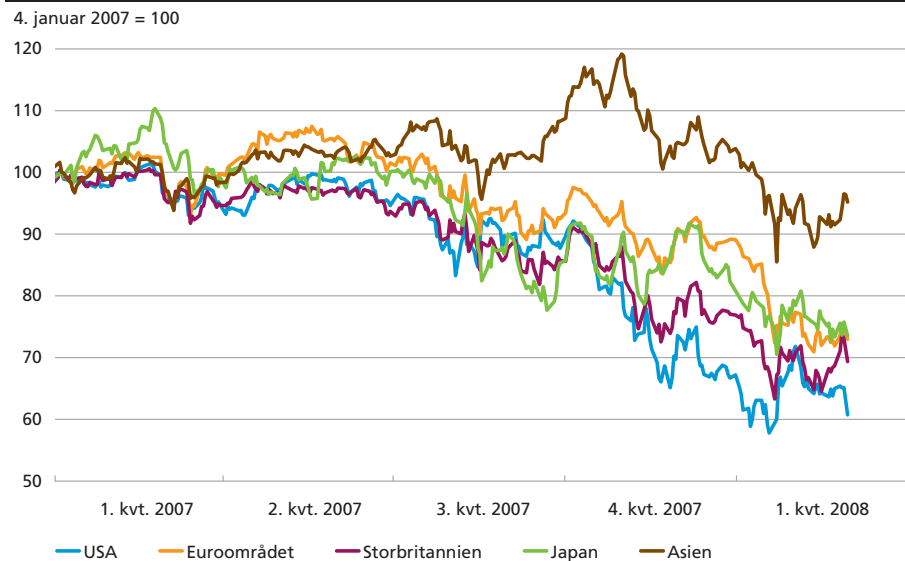
¹ I forhold til IMFs oktoberskøn er væksten i verden nedjusteret med ca. 0,4 procentpoint alle år som følge af nye vægte ved sammenvejningen til købekraftskorrigeret BNP.

Risikopræmierne, dvs. den ekstra rente, der kræves for at påtage sig risiko, er blevet øget. Siden begyndelsen af november 2007 er renteforskellen mellem statsobligationer og obligationer med BBB-rating eller højere steget med 0,8 procentpoint i USA og 1 procentpoint i euroområdet til ca. 2,3 procentpoint i både USA og euroområdet.

De kendte subprime-relaterede tab i den finansielle sektor er omkring 120 mia.dollar, og de samlede tab vurderes, bl.a. i en udtalelse fra den tyske finansminister efter G7-mødet i februar, at kunne løbe op i 400 mia.dollar. Subprime-uroen og de stigende tab har ført til kursfald på bankaktier verden over, jf. figur 1. Subprime-relaterede tab, træk på stillede garantier og lavere kreditvurdering af en række aktiver har reduceret

KURSEN PÅ BANKAKTIER

Figur 1



Anm.: Følgende aktieindeks er benyttet. USA: Standard & Poor's, 500 Industry Group, Banks; euroområdet: FTSE, E300 Eurobloc Industry Sectors, Banks; Storbritannien: FTSE, All-Share Industry Sector, Banks; Japan: Nikkei, 500, Banking; Asien: FTSE/Hang Seng, Banks.

Kilde: EcoWin.

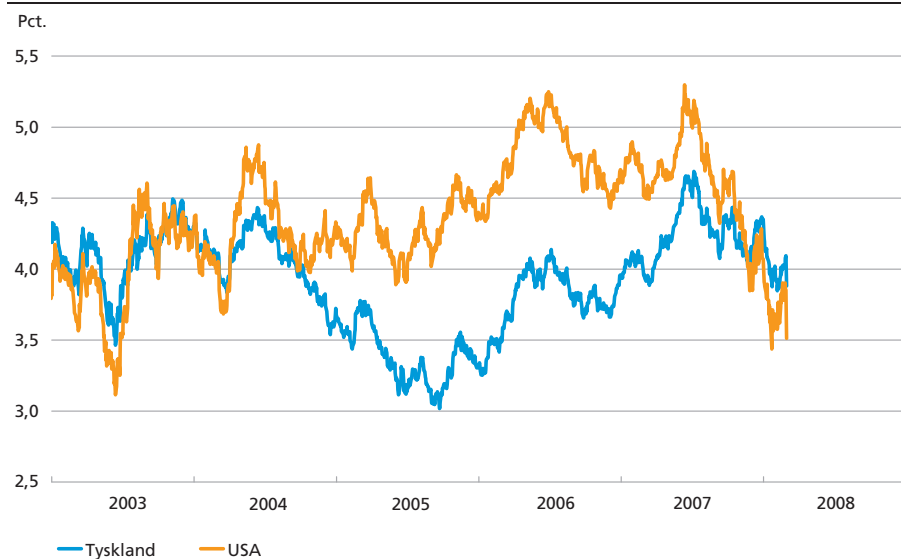
solvensen i flere amerikanske og europæiske banker. Bankerne i USA og Europa har siden oktober 2007 rapporteret, at de har strammet kreditvilkårene.

I de seneste måneder er de såkaldte monoline-obligationsforsikrings-selskaber kommet i søgelyset. Selskaberne forsikrer kreditrisiko på obligationer, og de har bl.a. forsikret værdipapirer, der er knyttet til subprime-markedet. Den finansielle uro har forøget forsikringens værdi og dermed forsikringsselskabernes forpligtelser betydeligt. To af de største obligationsforsikringsselskabers aktiekurser er faldet med over 80 pct. siden sommeren 2007, og der er risiko for, at selskaberne bliver nedgraderet. Sker dette, vil værdipapirer forsikret af monolineselskaberne også blive nedgraderet, hvilket både vil øge usikkerheden i markedet og forøge bankernes tab yderligere. Den seneste udvikling peger dog i retning af, at selskaberne foreløbigt undgår generelle nedgraderinger. I slutningen af februar fastholdt Standard & Poor's og Moody's deres kreditvurdering af USAs største monoline-obligationsforsikringsselskab. Endvidere arbejder myndighederne og en række finansielle virksomheder på en plan for restrukturering samt for fremskaffelse af mere kapital.

Udsigten til lavere vækst har betydet, at den lange amerikanske rente er faldet støt siden sommeren 2007 til 3,5 pct. i begyndelsen af marts, jf. figur 2. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har i samme periode nedsat den toneangivende rente med 2,25 pct. Den 10-årige amerikanske rente ligger nu godt 0,35 procentpoint under den tyske.

10-ÅRIGE RENTER

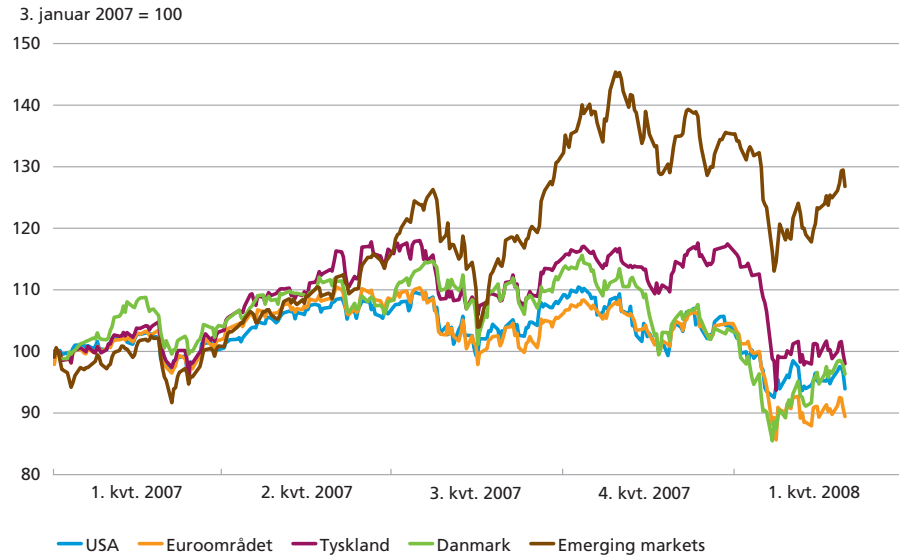
Figur 2



Anm.: 10-årige benchmark-statspapirer.
Kilde: EcoWin.

PRISUDVIKLING PÅ AKTIEMARKEDERNE

Figur 3



Anm.: Følgende aktieindeks er benyttet: USA: Standard & Poor's, 500 Composite; euroområdet: Standard & Poor's, Euro Composite; Tyskland: Deutsche Boerse, DAX 30; Danmark: Copenhagen SE, OMXC20 Indeks; emerging markets: MSCI, USD.

Kilde: EcoWin.

Aktiemarkedene har også reageret på de svagere vækstudsigter, jf. figur 3. Kursfaldene mandag den 21. januar 2008 hører til de største i nyere tid. Det tyske DAX30-indeks faldt over 7 pct., mens MSCIs¹ emerging market-indeks faldt med knap 6 pct. Det er for begge markeder det største fald siden 2001. Det danske OMXC20-indeks faldt med over 5 pct. Aktiekurserne i USA, euroområdet og Danmark lå i begyndelsen af marts 5-10 pct. under niveauet for et år siden.

Olieprisen er fortsat meget høj. Den stærke økonomiske vækst i ikke-OECD-lande har øget efterspørgslen efter olie. Det har sammen med geopolitiske spændinger og en kun svagt stigende olieproduktion presset olieprisen op, og den har i korte perioder været over 100 dollar pr. tønde, jf. figur 4 side 7. Stigende oliepriser har sammen med stigende fødevarerpriser øget inflationen i langt de fleste lande i verden, jf. boks 1. Inflationen renset for energi og fødevarer har imidlertid været ret stabil.

¹ MSCI: Morgan Stanley Capital International.

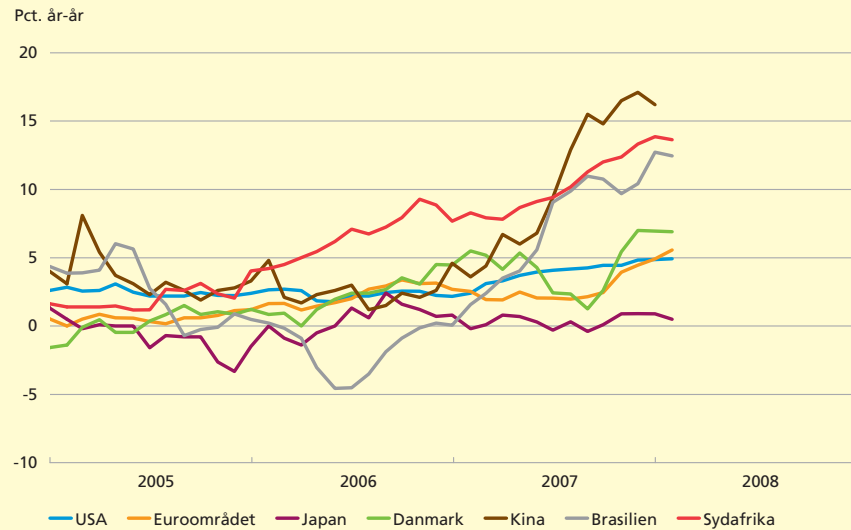
FØDEVAREPRISER

Boks 1

Prisen på fødevarer er steget kraftigt over det meste af verden gennem de seneste par år, jf. figur 5. Stigende fødevarepriser er set før, men de aktuelle stigninger har fået stor opmærksomhed og er bl.a. knyttet sammen med den stigende produktion af bio-brændsel produceret på korn, sukker og majs.

FØDEVAREINFLATION

Figur 5



Kilde: EcoWin.

Fødevareinflationen er særlig høj i udviklingslandene. Det skyldes, at stigende priser på uforarbejdede fødevarer slår hårdere igennem på priserne på forarbejdede fødevarer i disse lande. Råvareomkostningerne udgør en relativt større andel af de samlede fremstillingsomkostninger for forarbejdede fødevarer, fx er lønomkostningerne mindre i udviklingslandene end i industrilandene. Hermed bliver de samlede fødevarepriser mere påvirket af stigende råvarepriser, og den samlede fødevareinflation bliver højere. I november 2007 var fødevarepriserne i Kina således 17,1 pct. højere end i november 2006, mens fødevarepriserne i euroområdet til sammenligning voksede med knap 5 pct. i samme periode.

Der er flere årsager til de høje fødevarepriser. Høje energipriser har øget omkostningerne til gødning og transport. Endvidere har udbuddet af fx korn været begrænset, bl.a. som følge af dårligt høstudbytte i Australien, der har været ramt af tørke igennem flere år. Hvedeproduktionen faldt i Australien med over 60 pct. fra 2005 til 2006, mens den globale hvedeproduktion faldt med ca. 4,5 pct. Den lave produktion i 2006 har betydet, at de globale kornlagre ultimo året var på det laveste niveau siden 1983. Det har presset priserne yderligere op i 2007.

Samtidig med vigende global produktion har den globale efterspørgsel været stigende. Øget velstand, især i Asien, har forøget efterspørgslen efter kød og mejeriprodukter. Da der kræves omkring 8 kilo korn for at producere et kilo kød, stiger efterspørgslen efter korn samtidig.

FORTSAT

Boks 1

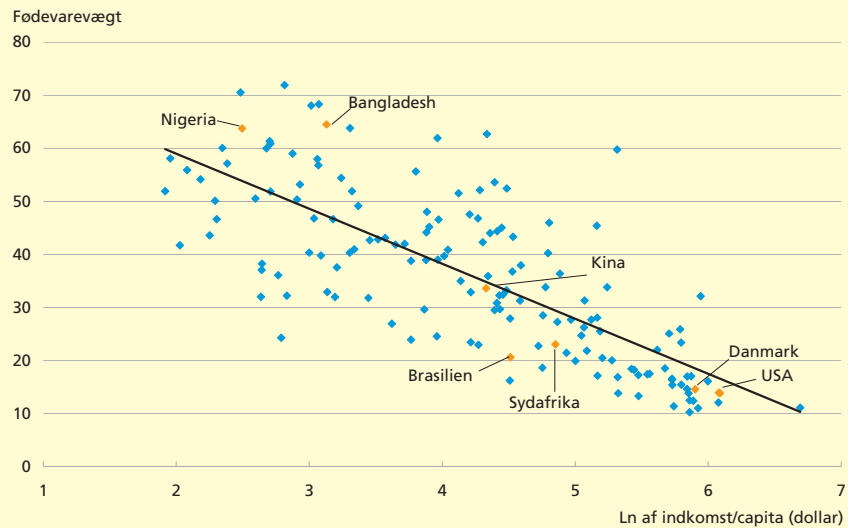
Også den stigende satsning på biobrændsel i USA og EU har øget efterspørgslen efter korn og majs. Stigende priser på disse afgrøder har medført, at landmændene har om-
lagt produktionen, hvilket har begrænset prisstigningerne, men øget prisen på andre
afgrøder. Nedgangen i produktionen i 2006 var fire gange større end brugen af korn
til biobrændsel. En tilbagevenden til "normale" vejrforhold burde derfor føre til en
væsentlig forøgelse af produktionen og dermed faldende priser.

På lidt længere sigt forventes det, at fx halm og træflis vil kunne erstatte korn, majs
og andre fødevarer i produktionen af biobrændsel. Yderligere må det forventes, at
produktiviteten i landbrugssektoren i udviklingslandene kan forøges markant. I Asien
og Sydamerika er det gennemsnitlige høstudbytte pr. hektar kun en tredjedel af, hvad
det er i Europa.

Den umiddelbare konsekvens af stigende fødevarerpriser er højere inflation og der-
med en udhuling af købekraften. Husholdninger i udviklingslandene bliver hårdest
ramt, idet de bruger en større andel af deres indkomst til mad, jf. figur 6.

FØDEVAREVÆGT OG INDKOMST

Figur 6



Anm: Fødevarer vægt angiver fødevarers vægt i forbrugerprisindekset.

Ln står for den naturlige logaritme.

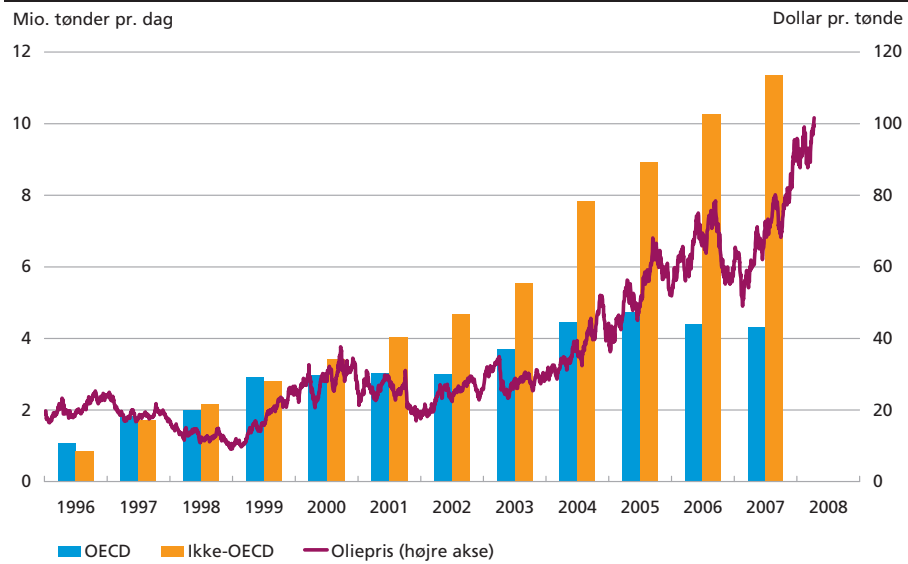
Kilde: IMF, World Economic Outlook, oktober 2007.

Efter i nogle måneder at have ligget uændret er euro i februar igen
blevet styrket over for amerikanske dollar og britiske pund, jf. figur 7.
Den kinesiske renminbi har fulgt den amerikanske dollar ned. Omvendt
er euroen over det seneste kvartal blevet svækket over for japanske yen
og schweizerfranc.

Styrkelsen af japanske yen og schweizerfranc hænger sammen med
udviklingen i aktiemarkederne og den generelle risikovillighed. Spekula-
tion i renteforskelle i form af den såkaldte "carry-trade", dvs. låntagning

OLIEFTERSØRGSEL OG OLIEPRIS

Figur 4



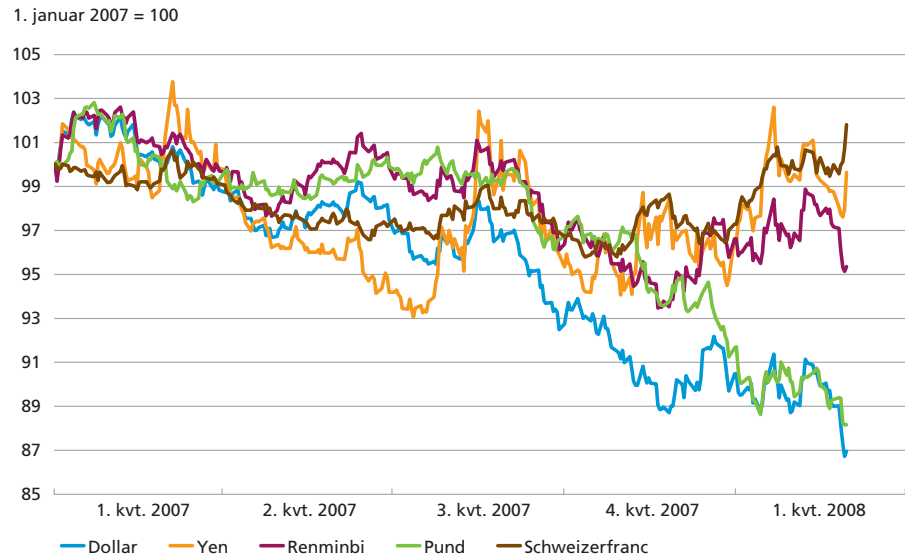
Anm.: Søjlerne viser, hvor meget det daglige olieforbrug er øget i forhold til 1995.

Kilde: EcoWin og OECD Economic Outlook, nr. 82.

i lavt forrentede valutaer såsom japanske yen og schweizerfranc og placering i højt forrentede valutaer, har haft stor betydning for kursudviklingen for disse valutaer. De seneste par måneder er de finansielle markeder blevet mindre risikovillige. Det har ført til afvikling af spekulationsforretninger og dermed styrket japanske yen og schweizerfranc.

VALUTAKURSUDVIKLING OVER FOR EURO

Figur 7



Anm.: Euro pr. udenlandsk enhed. Et faldende indeks svarer til en styrkelse af euroen.

Kilde: EcoWin.

USA

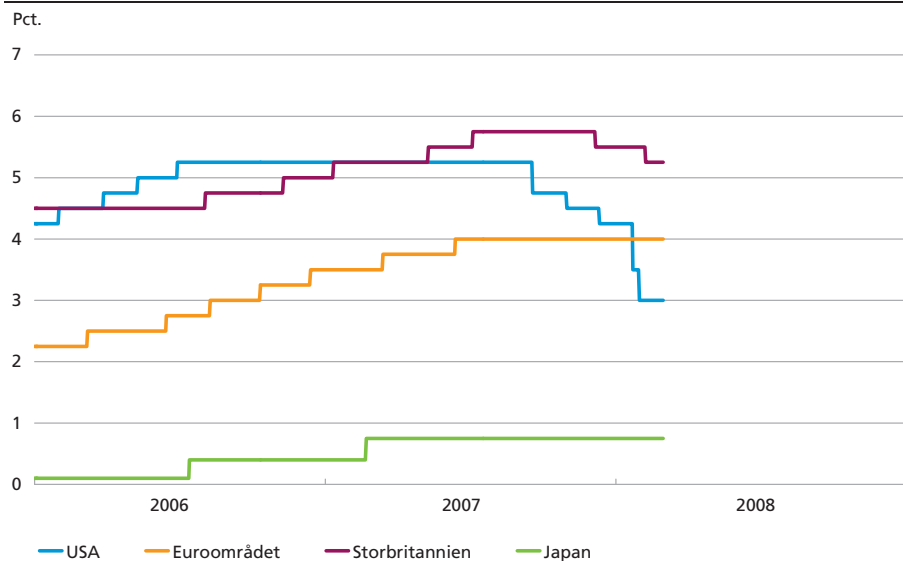
Den amerikanske økonomi er centrum for den finansielle uro og den globale vækstnedgang. BNP steg blot med 0,2 pct. i 4. kvartal 2007 mod 1,2 pct. i 3. kvartal. Den lave vækst var hovedsageligt resultatet af et fald i boliginvesteringerne på 25 pct. fra 3. til 4. kvartal, hvilket trak de samlede investeringer ned med 0,9 pct. i forhold til kvartalet før. Stigningen i privatforbruget var derimod fortsat robust. Den amerikanske eksport understøttes fortsat af den svage dollar. Underskuddet på handelsbalancen har ligget stabilt i 2007.

Arbejdsmarkedet viser også svaghedstegn. I januar faldt beskæftigelsen uden for landbruget for første gang siden 2003. Arbejdsløsheden er steget fra 4,7 pct. i november 2007 til 4,9 pct. i januar 2008. ISM-indekset, der er en tillidsindikator for ikke-fremstillingsvirksomheder, dvs. hovedsageligt service-, landbrugs- og byggesektorerne, steg i februar efter i januar at have nået det laveste niveau siden 2002.

Svaghedstegnene i den amerikanske økonomi har fået både den amerikanske regering og Federal Reserve til at reagere. Regeringen har fået vedtaget en finanspolitisk lempelse på 150 mia.dollar, svarende til godt 1,0 pct. af BNP. Pengene skal hovedsageligt gives som konstante skatterabatter, udvidelser af arbejdsløshedsunderstøttelsen, madhjælp til de fattigste samt mere lempelige afskrivningsregler for erhvervslivet. Endvidere arbejder regeringen på, at over 300.000 udsat-

PENGEPOLITISKE RENTER

Figur 8



Kilde: EcoWin.

te boligejere i en periode kan få renten på deres boliglån fastfrosset på et lavt niveau.

Federal Reserve, Fed, har nedsat den toneangivende pengepolitiske rente med samlet 2,25 procentpoint i løbet af det sidste halve år, jf. figur 8. Fed forventer, at inflationen vil aftage i løbet af de kommende måneder. Ud over at nedsætte renterne har Fed i samarbejde med andre centralbanker forsøgt at lette funktionaliteten af pengemarkederne. Adgang til at låne i dollar er blevet gjort nemmere, og der er indført en ny lånefacilitet, hvor der tillades en bredere vifte af aktiver som sikkerhed i forhold til normale markedsoperationer.

DE NYE VÆKSTØKONOMIER

De nye vækstøkonomier er vokset stærkt i de sidste mange år. Kina og Indien bidrager i dag med ca. en tredjedel af verdens vækst. Endvidere har de vundet betydelige markedsandele i verdenshandlen. Vækstmarkederne i Asien, med Kina forrest, bidrager med over en tredjedel af den samlede verdenshandel. Den store økonomiske fremgang har gjort økonomierne mere selv bærende, og disse forventes at vokse med 6,9 pct. i 2008 mod 7,8 pct. i 2007.

I *Kina* steg BNP i 4. kvartal med 11,2 pct. i forhold til 4. kvartal 2006, hvilket kun var lidt mindre end væksten i de to foregående kvartaler. Fremgangen i produktionen blev hovedsageligt drevet af indenlandske investeringer. Eksportvæksten er fortsat på et højt niveau, men aftagende som følge af den svagere efterspørgsel i USA og styrkelsen af renminbien.

Inflationen i Kina var i december 2007 6,5 pct. på årsbasis, og den høje inflation skyldes især stigende fødevarerpriser. Risikoen for overophedning har fået den kinesiske centralbank til at forøge sine rentesatser i størrelsesordenen 0,25 pct. i december 2007. For at dæmpe udlånsvæksten forøgede centralbanken i januar 2008 det reservekrav, som bankerne er underlagt, til 15 pct.

I *Indien* er væksten høj, men aftagende. Økonomien voksede fra marts 2007 til marts 2008 med 8,7 pct. Selv om den indiske rupee er apprecieret over for amerikanske dollar det seneste år, har centralbanken fastholdt renten med henvisning til risiko for stigende inflation på grund af stigende energi- og fødevarerpriser.

EUROPA

I *euroområdet* er der tegn på, at økonomien er på vej ned i gear. BNP voksede i 4. kvartal med 0,4 pct. i forhold til kvartalet før. I både Tyskland og Frankrig blev væksten mere end halveret til 0,3 pct.

Detailomsætningen i euroområdet faldt 1,2 pct. år-til-år i november og hele 2 pct. i december, det største fald i de sidste 10 år. Industriproduktionen faldt ligeledes i både november og december.

Udviklingen på arbejdsmarkedet har været god, og arbejdsløsheden nåede i januar ned på 7,1 pct., det laveste i euroområdets historie. De fremadrettede tillidsindikatorer er faldet en del i de seneste måneder, men niveauet er fortsat pænt. Purchasing Managers Index, PMI, ligger stadig over 50, hvilket indikerer ekspansion.

Forbrugerpriserne steg med 3,2 pct. i januar. Den høje inflation skyldes i høj grad stigende fødevarer- og energipriser.

ECB har holdt den toneangivende rente på 4,0 pct. siden den 13. juni 2007. Vurderet ud fra pengemarkedsrenterne i euroområdet (Eonia-swaprenter) forventer markedsdeltagerne et fald i minimumbudrenten på op mod 0,75 pct. i løbet af det næste år.

I *Storbritannien* steg BNP med 0,6 pct. i 4. kvartal. Det var kun lidt lavere end væksten i de foregående kvartaler. Der er dog tegn på, at væksten i privatforbruget er aftagende, bl.a. som følge af støt faldende huspriser gennem efteråret og fortsat stramning af kreditvilkårene fra långivers side.

Inflationen har ligget stabilt omkring 2 pct. det seneste halve år efter at have været over 3 pct. i foråret 2007. Bank of England, BoE, nedsatte den 7. februar den pengepolitiske rente med 0,25 procentpoint til 5,25 pct. BoE vurderede, at der på mellemlangt sigt er risiko for, at inflationen falder under målsætningen på 2 pct. som følge af aftagende aktivitet.

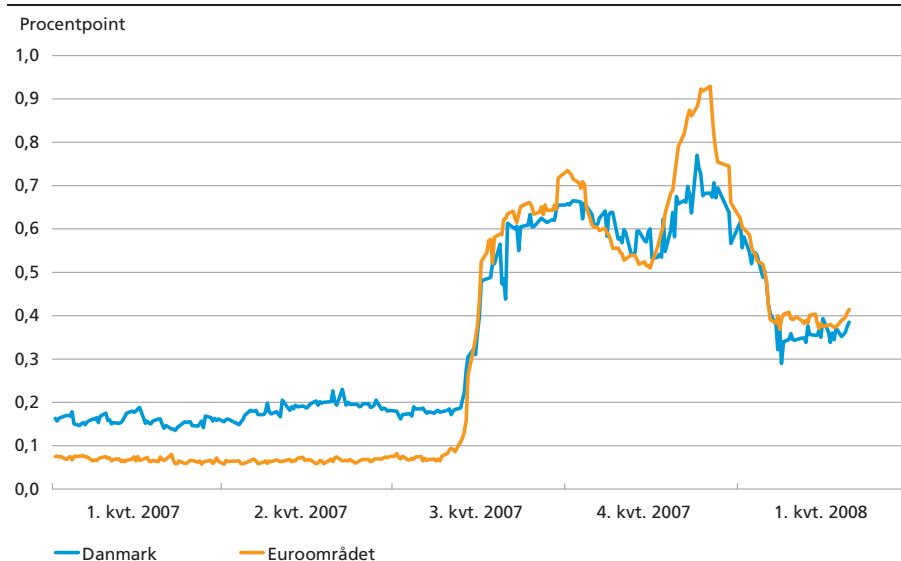
I *Sverige* forhøjede Sveriges Riksbank i februar den pengepolitiske rente med 0,25 procentpoint til 4,25 pct. med henvisning til, at inflationen forventes høj samtidig med, at konjunktursituationen fortsat er god. Inflationen var 3,2 pct. i januar i år.

DANSK ØKONOMI: PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Den danske krone har været stabil omkring centralkursen i ERM2. Spændinger i euroområdets pengemarked medførte, at det korte rentespænd over for euroområdet var lavt i december samtidig med, at der var et terminsfradrag ved handel af euro mod kroner, hvor der normalt er et terminstillæg. Det medførte en mindre svækkelse af kronen frem til jul. Svækkelsen var sammenfaldende med en væsentlig nettokapitaludstrømning, primært indlændinges køb af udenlandske obligationer og udlændinges salg af danske obligationer. Nationalbanken intervenerede i valutamarkedet og købte kroner mod valuta for omkring 12 mia.kr. Kronen blev styrket lidt fra slutningen af december, hvor terminssatserne i valutamarkedet blev normaliseret. I januar købte Nationalbanken

FORSKEL MELLEM USIKREDE OG SIKREDE 3-MÅNEDERS RENTER

Figur 9



Anm.: Forskel mellem 3-måneders Cíbor- og reporente for Danmark og mellem 3-måneders Euríbor- og reporente for euroområdet.

Kilde: Danmarks Nationalbank og EcoWin.

valuta for knap 8 mia.kr. for at stabilisere kronekursen. Valutarenserven var 180,3 mia.kr. ved udgangen af februar.

Renten på 10-årige danske statsobligationer er siden december faldet 0,2 procentpoint til 4,0 pct. i begyndelsen af marts. Det løbetidskorrigerede rentespænd mellem danske og tyske 10-årige statsobligationer blev i samme periode udvidet til omkring 0,15 procentpoint.

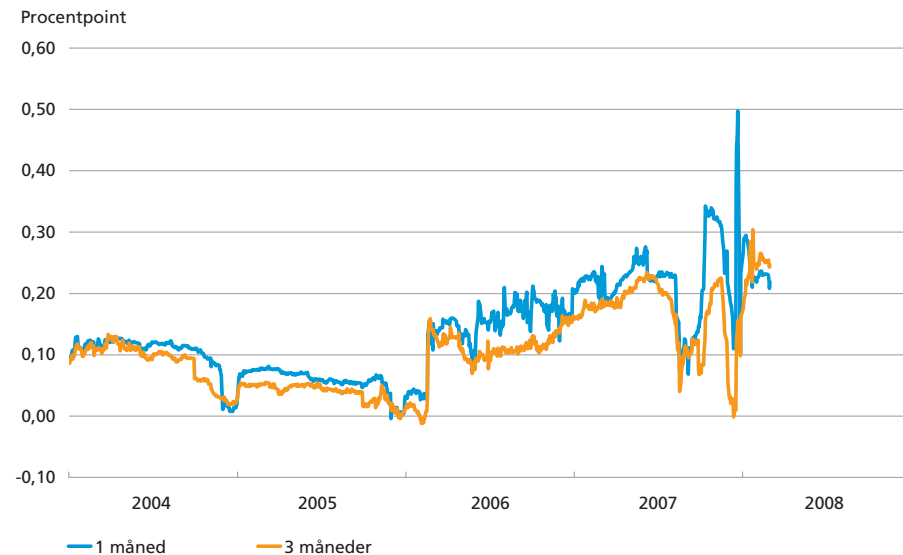
Under den internationale finansielle uro i 2. halvår 2007 steg de lidt længere usikrede pengemarkedsrenter i såvel Danmark som i euroområdet betydeligt i forhold til de sikrede pengemarkedsrenter, jf. figur 9. Efter årsskiftet er spændingerne på pengemarkederne aftaget, og spændet mellem de sikrede og usikrede pengemarkedsrenter er faldet.

Renteforskellen mellem de usikrede pengemarkedsrenter i Danmark og i euroområdet på forskellige løbetider har været meget volatil i perioden siden august 2007, jf. figur 10. Som det har været tilfældet i mange af de foregående år, formindskedes rentespændet mellem Danmark og euroområdet markant hen over årsskiftet. Pengemarkedsrenterne i euroområdet stiger normalt omkring årsskiftet. Spændene mellem de usikrede pengemarkedsrenter i Danmark og i euroområdet er efter årsskiftet vendt tilbage til et niveau på 0,25 procentpoint svarende til forskellen mellem de pengepolitiske renter.¹

¹ For en nærmere beskrivelse af den finansielle uro og centralbanker se artiklen af Morten Kjærgaard og Lars Risbjerg, Finansiell uro, likviditet og centralbankerne, i denne publikation.

FORSKEL MELLEM USIKREDE PENGEMARKEDSRENTER I DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 10

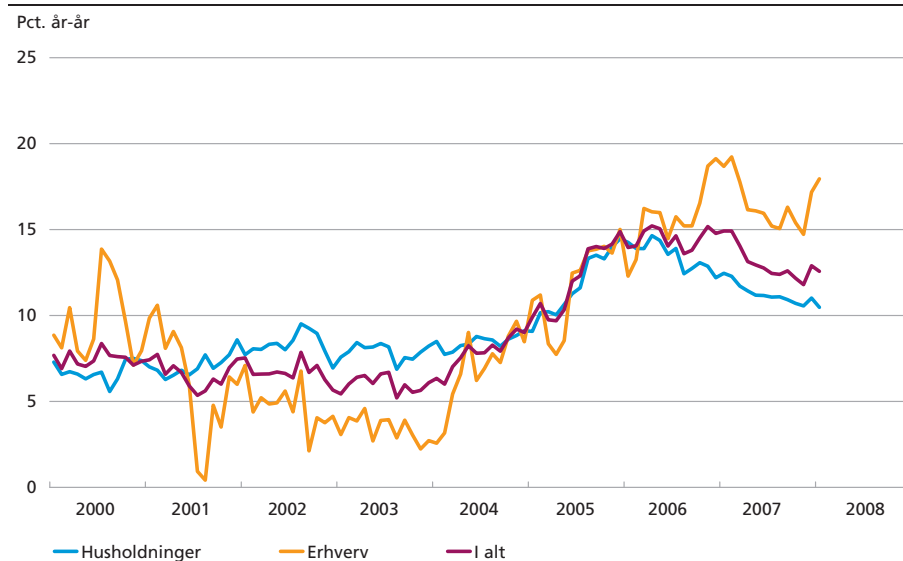


Anm.: De usikrede pengemarkedsrenter er 1-3-måneders Cibur for Danmark og 1-3-måneders Euribor for euroområdet. Renterne er på daglig basis.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES SAMLEDE UDLÅNSVÆKST

Figur 11



Anm.: Inkl. udlånet fra danske pengeinstitutters udenlandske enheder. Der er korrigeret for, at FIH siden januar 2003 har indgået i balancestatistikken for pengeinstitutter. Erhverv er inkl. finansielle selskaber (bortset fra MFler). I alt er inkl. offentlig sektor og udlån, der ikke er sektorfordelt.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Pengeinstitutternes renter på udlån til erhverv steg i 2. halvår 2007 med 0,2 procentpoint. Det skyldes, at en del af pengeinstitutternes udlån er knyttet til de usikrede pengemarkedsrenter, der gik i vejret i forbindelse med den internationale finansielle uro. I begyndelsen af 2008 meddelte flere banker, at de forøgede udlånsrenterne med 0,25 procentpoint med henvisning til en forøgelse af bankernes finansieringsomkostninger på penge- og kapitalmarkederne. De højere finansieringsomkostninger har også skærpet konkurrencen om at tiltrække indlån. Enkelte banker har forhøjet indlånsrenterne og andre har introduceret nye indlånstyper.

Den samlede udlånsvækst fra penge- og realkreditinstitutter, som ultimo januar var 12,6 pct. år-til-år, jf. figur 11, har været aftagende siden begyndelsen af 2007. Afdæmpningen har været mest markant for udlån til husholdninger, hvilket stemmer overens med den lidt lavere vækst i privatforbruget.

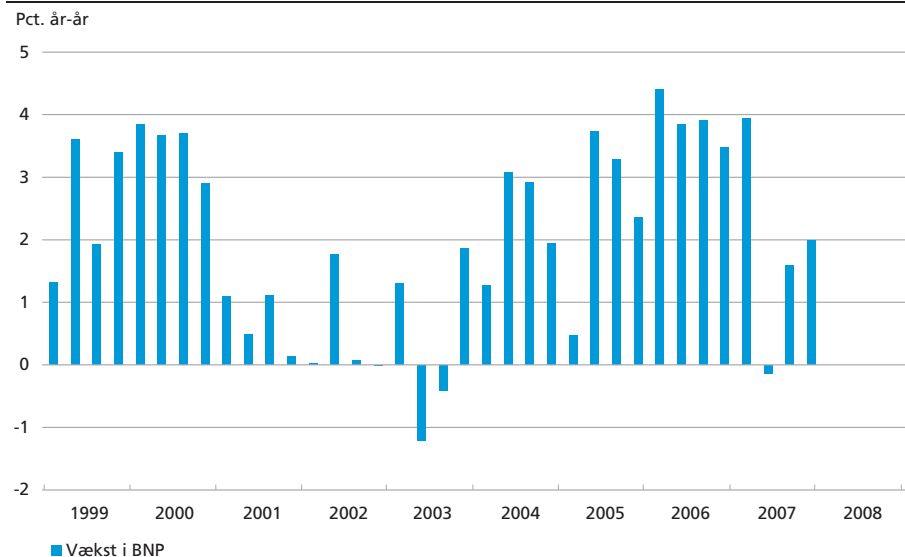
DANSK ØKONOMI: REALØKONOMISKE FORHOLD

Økonomisk aktivitet og boligmarked

Væksten i dansk økonomi er aftagende, jf. figur 12. Der er tegn på afdæmpning af efterspørgselspresset, men ikke mere, end at økonomien fortsat vil befinde sig på sin kapacitetsgrænse med pres på arbejdsmarkedet. Manglen på arbejdskraft ventes at toppe i indeværende år og vil herefter aftage i takt med afdæmpning af efterspørgslen. Væksten vil

VÆKST I DANSK BNP I FASTE PRISER

Figur 12



Kilde: Danmarks Statistik.

fortsat være bestemt af udbudsforholdene, dvs. udviklingen i arbejdsstyrke og produktivitet. Det indebærer et fald i den økonomiske vækst de kommende år, jf. tabel 1 side 26.

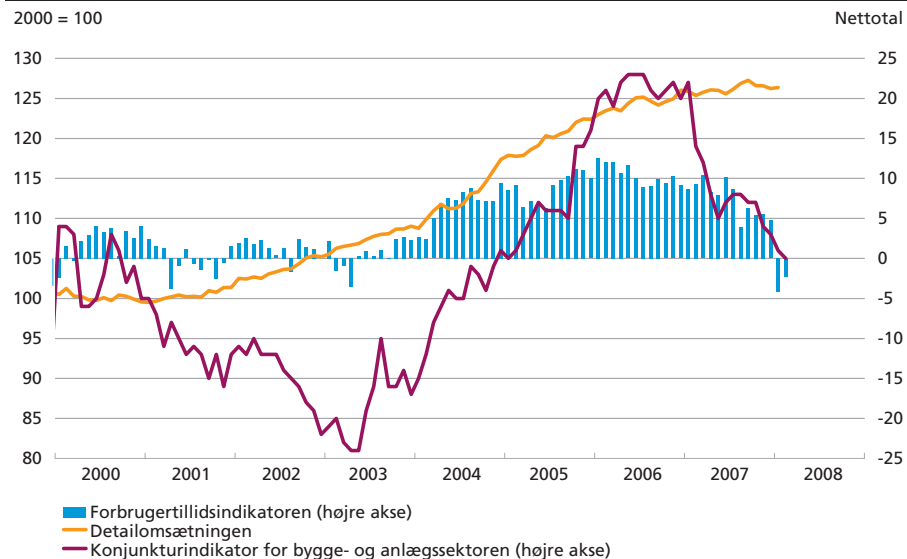
Presset i økonomien har resulteret i en kraftig stigning i importtilbøjeligheden og et hurtigt faldende betalingsbalanceoverskud de seneste år. I de seneste kvartaler er lønstigningstakten og det indenlandske prispres øget. Det afspejler, at priser og lønninger normalt reagerer med betydelig forsinkelse på konjunkturudviklingen. Det gælder også ved et tilbageslag, som kan blive dybt og langvarigt, hvis omkostningsniveauet først er kommet for højt op i forhold til vore udenlandske konkurrenter.

BNP i faste priser voksede 0,4 pct. i 4. kvartal. For året som helhed blev væksten 1,8 pct. Forbrug og investeringer steg i 4. kvartal hurtigere end BNP. Når den samlede vækst alligevel blev beskeden, skyldes det, at en stor del af efterspørgslen blev rettet mod udenlandske produkter. Importen af varer og tjenester steg 3,3 pct., og der var et betydeligt fald i lagerinvesteringerne.

Konjunkturindikatoren for bygge- og anlægsvirksomhed har været faldende i 2. halvår 2007, jf. figur 13. Andelen af byggevirksomheder, der melder om mangel på arbejdskraft, er faldet, men udgjorde stadig over 25 pct. ved årsskiftet. Bygge- og anlægssektoren er en af de mest konjunkturfølsomme dele af økonomien og dér, hvor en afdæmpning vil slå hurtigst igennem.

DETAILOMSÆTNINGSINDEKS OG TILLIDSINDIKATORER

Figur 13



Anm: Forbrugertilliden er sæsonkorrigeret. Detailomsætningen er 3-måneders glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Boliginvesteringerne har ligget fladt siden 2006. Det er afslutningen på en periode siden 1993 med nærmest ubrudt vækst sideløbende med stigning i de reale kontantpriser på ejerboliger, der er tredoblet over samme periode.

Virksomhederne har på baggrund af den kraftige økonomiske vækst med solid indtjening og tiltagende kapacitetspres øget deres investeringer markant siden 2004, men sidste år aftog vækstraten. Særlig investeringerne i maskiner og software har været store. Det høje investeringsniveau set i forhold til produktionens størrelse indebærer, at der bliver mere kapital pr. arbejder. Denne udvikling er blevet fremmet af manglen på arbejdskraft, men er samtidig vigtig, hvis det i international sammenhæng høje danske lønniveau skal fastholdes. Det kræver en høj dansk produktivitet.

Væksten i det private forbrug var 2,5 pct. i 4. kvartal 2007 og 2,7 pct. for året som helhed. Det er mindre end i de forudgående år. Afdæmpningen understreges bl.a. af udviklingen i forbrugertilliden, som faldt mod slutningen af året og i januar blev negativ for første gang, siden opsvinget tog sin begyndelse i 2003. Det skyldes hovedsageligt øget bekymring for udsigterne for landets økonomi. Uroen på de finansielle markeder er sandsynligvis en del af forklaringen på dette.

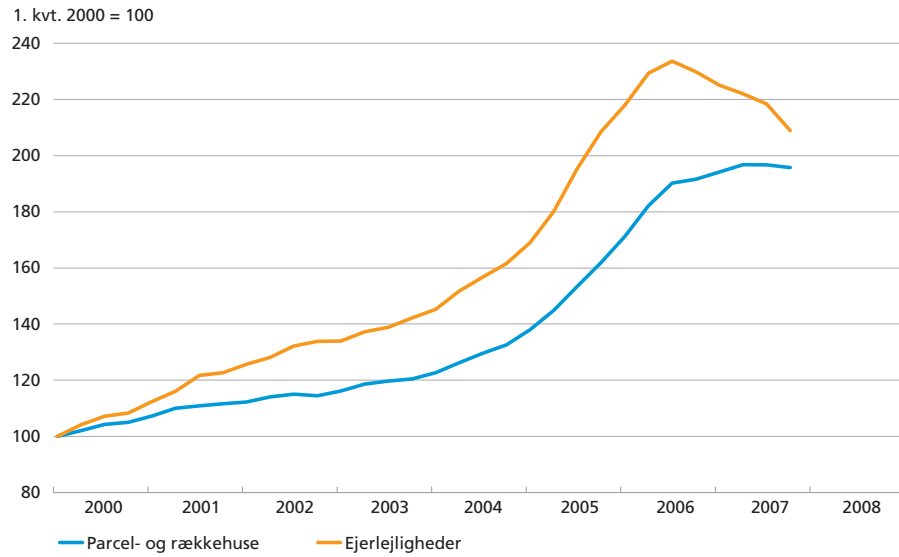
Husholdningerne har siden toppunktet i oktober 2007 og frem til slutningen af februar i år skønsmæssigt tabt op til 250 mia.kr. på aktiebeholdninger, svarende til ca. 7 pct. af den samlede formue. Faldet kommer efter en periode med betydelige formuestigninger. Den skønnede forbrugseffekt af faldet i aktiebeholdningerne er mærkbar, men ikke dramatisk. Beregninger på Nationalbankens makroøkonomiske model viser, at et formuetab af nævnte størrelsesorden isoleret set kan dæmpe udviklingen i privatforbruget med 1 pct. på to års sigt. BNP-effekten er mere beskeden, ca. 0,25 pct. på to års sigt. Det hænger sammen med, at importen bærer en stor del af tilpasningen. Tages der hensyn til, at renteniveauet samtidig er faldet ca. 0,25 procentpoint over perioden, bliver konsekvenserne af aktiekursfaldet på privatforbruget lidt mindre, og faldet i BNP-væksten forsvinder stort set helt.

Ud over aktiekurser påvirkes husholdningernes formue især af boligpriserne. Priserne på parcelhuse er i de seneste kvartaler kun steget svagt ifølge Realkreditrådets statistik, mens priserne på ejerlejligheder er faldet knap 10 pct. over det sidste år, jf. figur 14. Der er betydelige regionale forskelle i prisudviklingen. Afdæmpningen på boligmarkedet ses også i omsætningen af ejerboliger, som i 4. kvartal var på et lavere niveau end tidligere. Samtidig er udbuddet af boliger til salg højt.

Generelt er husholdningernes formuestilling solid, og sammen med de gode beskæftigelsesmuligheder betyder det, at husholdningerne er ro-

UDVIKLING I KONTANTPRISEN PÅ EJERBOLIGER

Figur 14



Anm.: Sidste observation er 4. kvartal 2007.
Kilde: Realkreditrådet.

buste over for afmatningen på boligmarkedet og det globale fald i aktiekurserne. Det illustreres bl.a. af, at antallet af tvangsauktioner fortsat er lavt. Forbrugstilbøjeligheden er kun steget svagt de senere år. I det omfang friværdierne er blevet belånt, er provenuet i vid udstrækning blevet anvendt til at betale ned på anden gæld, betale ind på pensionsordninger eller investere i boligen.

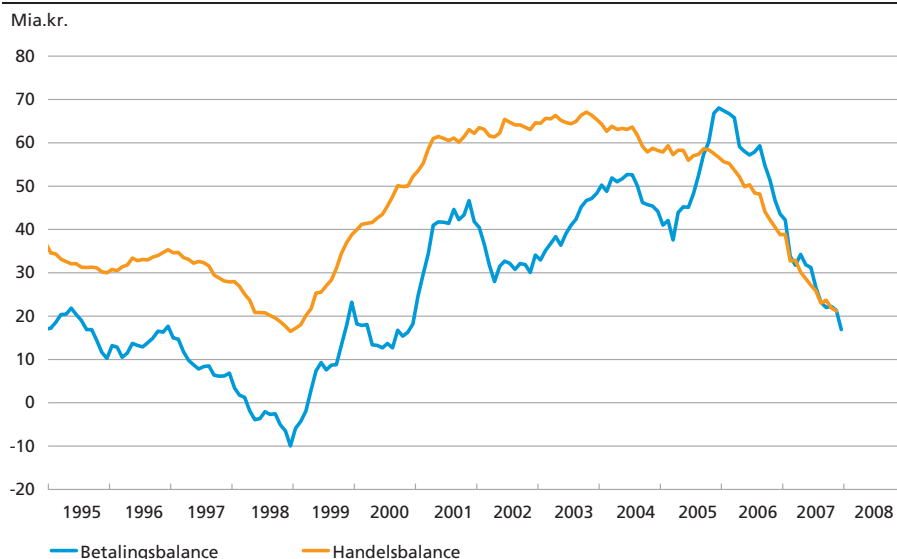
Udenrigshandel og betalingsbalance

Mangel på indenlandsk produktionskapacitet har medført, at en stigende del af efterspørgslen har måttet dækkes med udenlandsk produktion. Det har reduceret overskuddene på handels- og betalingsbalancen. Betalingsbalancen viste i 2007 et overskud på 17 mia.kr. mod næsten 70 mia.kr. to år tidligere. jf. figur 15. Det er især varebalancen, som indeholder bunkringsudgifter til den store danske handelsflåde, der er forringet. Udgiften til bunkring er steget fra 19 mia.kr. i 2005 til 33 mia.kr. i 2007.

At der i den nuværende konjunkturfase stadig er overskud over for udlandet, må hovedsagelig tilskrives produktionen af olie og gas i Nord-søen samt en væsentligt større handelsflåde end tidligere. Begge dele bidrager isoleret set til overskuddet på betalingsbalancen med en forholdsvis begrænset indsats af danske produktionsressurser.

HANDELS- OG BETALINGSBALANCESALDI

Figur 15



Anm.: 12-måneders sum. Handelsbalancen er ekskl. skibe mv. Sidste observation er december 2007.

Kilde: Danmarks Statistik.

Arbejdsmarked og løn

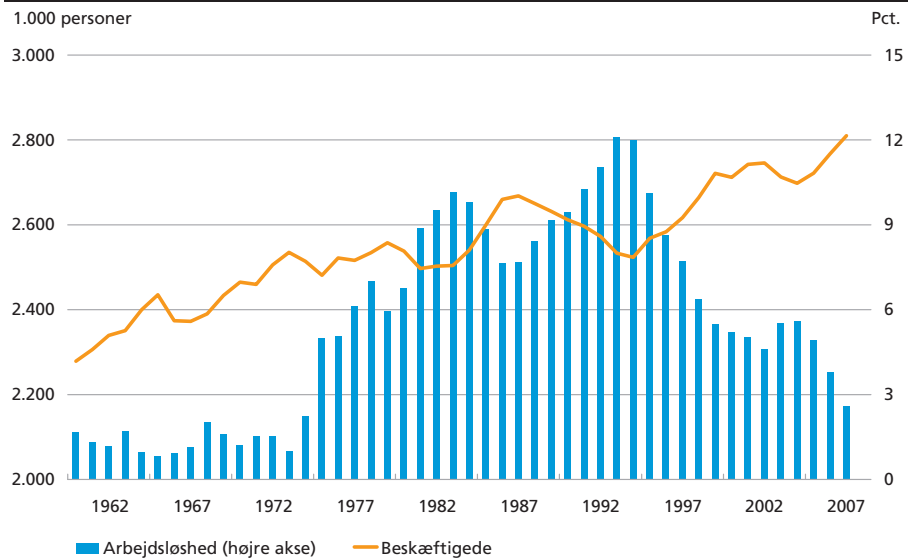
Den sæsonkorrigerede beskæftigelse voksede ifølge nationalregnskabet med 11.000 fra 3. til 4. kvartal 2007 til over 2,8 mio. personer. Det er det højeste niveau nogensinde. Beskæftigelsen er steget mere, end ledigheden er faldet, så arbejdsstyrken er udvidet. Det er sket, selv om der er blevet færre i de aldersklasser, hvorfra arbejdsstyrken overvejende rekrutteres. En væsentlig årsag til stigningen i arbejdsstyrken har været tilgang af arbejdskraft fra udlandet.

Danmarks Statistik har ændret metoden til opgørelse af ledigheden. Det har reduceret arbejdsløshedsprocenten 0,5 procentpoint i forhold til de tidligere offentliggjorte tal. Ledighedstallet er tilbageregnet efter den ny metode til april 2000. Det overordnede billede er stadig det samme. Ledigheden er fortsat med at falde og nåede i januar ned på 2,1 pct. af arbejdsstyrken. Det er den laveste arbejdsløshedsprocent herhjemme siden begyndelsen af 1970'erne, jf. figur 16. Arbejdsløsheden er kommet klart ned under det strukturelle niveau, der er foreneligt med balance i økonomien, jf. boks 2. Det indebærer, at en vis stigning i arbejdsløsheden er nødvendig for at tage toppen af kapacitetspresset og undgå accelererende lønninger og priser.

Ifølge konjunkturbarometrene er manglen på arbejdskraft i byggeriet og industrien stadig udtalt, selv om den de seneste måneder er aftaget lidt. Også i andre dele af samfundsøkonomien er der mange ubesatte stillinger, bl.a. i den offentlige sektor. Antallet af jobannoncer på inter-

BESKÆFTIGELSE OG LEDIGHED

Figur 16



Anm.: Beskæftigelsen er målt ud fra nationalregnskabet. Der er brud i ledighedsserien i 2001.
Kilde: Danmarks Statistik.

nettet er højt, så selv med udsigt til en afkøling af økonomien vil arbejdsmarkedet i den kommende tid fortsat være stramt.

Presset på arbejdsmarkedet har fået lønningerne til at reagere. Lønstigningstakten er øget de seneste kvartaler og var i 4. kvartal 2007 4,3 pct. år-til-år mod 4,0 pct. kvartalet før ifølge Danmarks Statistik. Lønstigningstakten inden for bygge- og anlægssektoren var med 5,2 pct. blandt de højeste. De netop indgåede, men endnu ikke vedtagne, overenskomster på det statslige samt dele af det kommunale og regionale område og i finanssektoren giver lønstigninger i størrelsesordenen 13 pct. over tre år. På det offentlige område ligger en stor del af lønstigningen tidligt i overenskomstperioden.

Konkurrenceevnen

Den danske konkurrenceevne er blevet svækket markant siden 2000. Det skyldes flere forhold. Dels er kronen blevet styrket over for en række valutaer, dels er de danske lønninger steget hurtigere end hos vore konkurrenter, og dels har udviklingen i den danske produktivitet været svagere end i udlandet.

For det første er den danske krone styrket over for først og fremmest den amerikanske dollar, den japanske yen samt det britiske pund. Det er langt mere end kronen har tabt i værdi over for en række østeuropæiske valutaer, jf. tabel 2.

DEN STRUKTURELLE LEDIGHED

Boks 2

Den strukturelle ledighed afspejler det niveau for ledigheden, som er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling på nogle års sigt. Når den faktiske ledighed er lig den strukturelle ledighed, er arbejdsmarkedet derfor i balance, forstået således, at lønningerne udvikler sig stabilt omkring et niveau svarende til produktivitetsvæksten plus de 2 pct. prisstigning, der signalerer stabile priser. Den strukturelle ledighed er nært beslægtet med begreberne naturlig ledighed og NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment).

Når ledigheden er lavere end den strukturelle ledighed, fører det alt andet lige til tiltagende lønstigninger, mens højere ledighed end den strukturelle omvendt fører til faldende lønstigninger. Lønreaktionen er dog normalt forsinket, bl.a. fordi mange lønninger kun justeres i forbindelse med overenskomstforhandlingerne. Hvis lav ledighed fører til lønstigninger, der ikke modsvares af fremgang i produktiviteten, vil producenterne før eller siden hæve deres priser over for kunderne, hvorved også prisudviklingen påvirkes af en uligevægt på arbejdsmarkedet.

Lønnens reaktion på udsving i ledigheden omkring det strukturelle ledighedsniveau er asymmetrisk. Lønnen stiger således typisk mere, når den faktiske ledighed er under den strukturelle, end den afdæmpes, når ledigheden er over sit strukturelle niveau. Det betyder, at jo mere ledigheden er under det strukturelle niveau, jo større bliver risikoen for, at der må en længerevarende periode med høj ledighed til for at genoprette økonomiens konkurrenceevne.

Den strukturelle ledighed er bestemt af de institutionelle forhold på især arbejdsmarkedet, og erfaringerne fra 1990'erne er, at det er muligt at reducere den strukturelle ledighed gennem reformer med fx kortere dagpengeperioder og hurtigere aktivering. Den strukturelle ledighed kan ikke observeres direkte, men den estimeres løbende af bl.a. Finansministeriet¹, Europa-Kommissionen og OECD. Opgørelsen er i sigens natur behæftet med nogen usikkerhed, og estimerne revideres af og til.

Forskellen mellem den faktiske og den strukturelle ledighed – ledighedsgabet – er vigtig for tilrettelæggelsen af den økonomiske politik, men kan ikke stå alene. I en situation med faldende ledighed kan det nemlig være svært at afgøre, om den strukturelle ledighed samtidig er faldet, eller om ledighedsgabet er ændret. Selv om man i teorien kan kende forskel på de to tilfælde ved at se på, om lønstigningerne er gået op eller ej, så er det ikke muligt i praksis på grund af den forsinkede lønreaktion. Dermed er der en risiko for, at den økonomiske politik ikke bliver strammet i tide, hvis et fald i ledigheden i første omgang fejlagtigt tages som udtryk for et fald i den strukturelle ledighed.

I den aktuelle situation er der enighed om, at den faktiske ledighed er lavere end det strukturelle niveau, om end der er betydelig forskel på fx Finansministeriets og Europa-Kommissionens estimer, jf. figur 17. Ifølge Finansministeriets mål er presset på arbejdsmarkedet det største i 25 år, og ministeriet venter ikke nogen indsnævring af ledighedsgabet i 2008 i forhold til året før.

¹ Finansministeriets beregning af den strukturelle ledighed er beskrevet i Appendiks 2.2 i Finansregdelgørelse 2004.

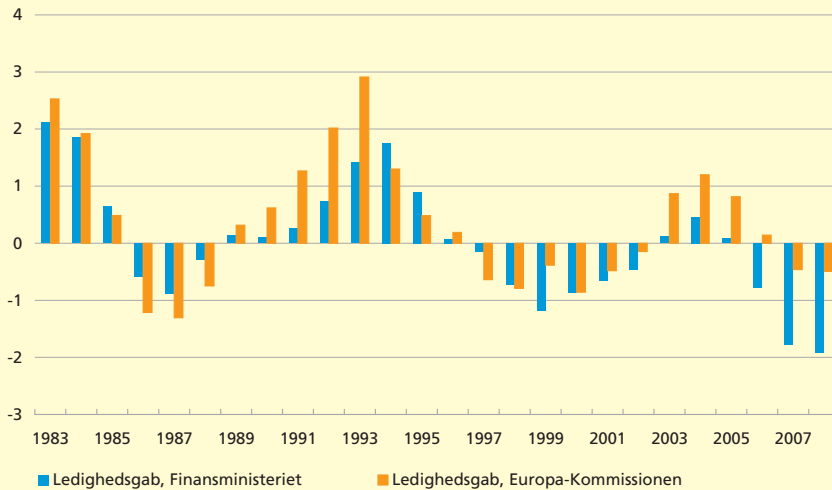
FORTSAT

Boks 2

LEDIGHEDSGAB

Figur 17

Pct. af arbejdsstyrken



Anm.: Ledighedsgabet er den faktiske ledighed fratrukket den strukturelle ledighed. Der er taget højde for, at Finansministeriets mål refererer til den registrerede ledighed ifølge Danmarks Statistik, mens Europa-Kommissionens refererer til den EU-harmoniserede opgørelse af ledigheden. 2007-skøn fra Europa-Kommissionen. Tal for 2008 er skøn. Beregningerne er foretaget med ledighedstal fra før omlægning af ledighedsstatistikken i februar 2008.

Kilde: Finansministeriet, Økonomisk Redegørelse februar 2008 og Europa-Kommissionens efterårsprognose, november 2007.

FORKLARINGSBIDRAG TIL STYRKELSEN AF DEN EFFEKTIVE KRONEKURS

Tabel 2

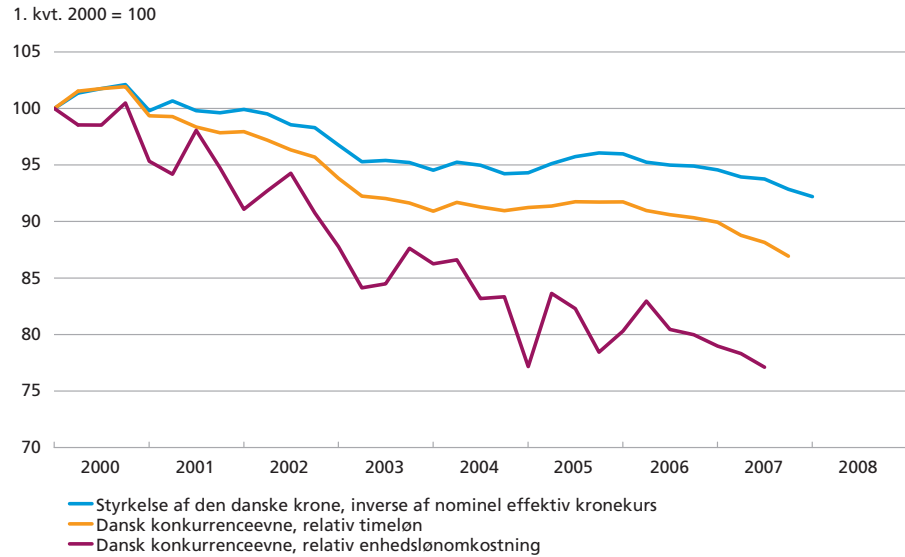
Indekspoint	1. kv. 2000 - 4. kv. 2007	3. kv. 2004 - 4. kv. 2007
Euro	-0,13	-0,16
Svenske krone	0,84	0,34
Engelske pund	1,37	0,40
Tjekkiske krone, polske zloty og ungarske forint ...	-0,49	-0,49
Amerikanske dollar	2,92	1,35
Japanske yen	2,17	0,73
Kinesiske renminbi og hongkongske dollar	...	0,32
Andre valutaer	0,62	-0,11
Ændring i effektiv kronekurs i alt	7,30	2,38

Anm.: Ved beregning af den effektive kronekurs benyttes et vægtsæt baseret på industrivarehandlen. Der blev skiftet vægtsæt pr. 1. oktober 2004, hvor Kina og Hongkong blev inkluderet, så der nu er 27 lande. En stigning i den effektive kronekurs betyder isoleret set en svækkelse af konkurrenceevnen.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

UDHULING AF DEN DANSKE KONKURRENCEEVNE

Figur 18



Anm.: Relativ løn og enhedsomkostning er målt som udenlandsk løn henholdsvis enhedslønomkostning over tilsvarende tal for dansk økonomi omregnet til samme valuta. Et faldende indeks betyder derfor en svækkelse af dansk konkurrenceevne.

Kilde: OECD og Danmarks Statistik.

Den effektive kronekurs beregnes med vægte fastlagt med udgangspunkt i varehandlen. Hvis handel med serviceydelser inkluderes i vægtgrundlaget, har styrkelsen af kronen været endnu stærkere i perioden, da dollaren indgår med en større vægt i et sådant indeks¹.

For det andet er danske lønninger i industrien hvert år siden midten af 1990'erne steget hurtigere end lønnen hos vore konkurrenter. Et indeks over udviklingen i udenlandsk løn i forhold til dansk løn målt i samme valuta er derved faldet mere, end kronestyrkelsen kan forklare, jf. figur 18.

For det tredje har produktivitetsudviklingen i industrien herhjemme de senere år været dårligere end hos vore konkurrenter, så konkurrenceevnen er faldet endnu mere målt ved enhedslønomkostningerne. Forværringen er særlig markant, når der måles bredt, men mindre udtalt over for eurolandene. Prisen på dansk industriproduktion er i samme periode vokset hurtigere end i euroområdet, men lidt langsommere end enhedslønomkostningerne svarende til en lille stigning i lønomkostningernes andel af værditilvæksten. Der er betydelig usikkerhed forbundet med opgørelse af produktivitetsudviklingen og dermed af enhedslønomkostningerne samt lønkvoten.

¹ Jf. Erik Haller Pedersen, Servicehandel og effektiv kronekurs, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2007.

Trods svækkelsen af konkurrenceevnen har en stærk markedsvækst på eksportmarkederne medført en stigende eksport, både i løbende priser og i mængder. Det gælder også, selv om der ses bort fra energi. Lønkonkurrenceevnen er ikke den eneste faktor, der bestemmer graden af succes på eksportmarkederne. Danmark har tabt markedsandele i et vist omfang, men det er naturligt under en stærk indenlandsk højkonjunktur med gode afsætningsmuligheder på hjemmemarkedet. Konsekvenserne af udhulingen af den danske konkurrenceevne vil for alvor vise sig, når den internationale højkonjunktur løjer af. I en sådan situation kan det blive svært for virksomhederne at finde udenlandske alternativer til hjemmemarkedet, hvis priserne på danske produkter er blevet for høje. Det kan føre til, at – for at genoprette konkurrenceevnen – må arbejdsløsheden stige ud over, hvad der på længere sigt er nødvendigt for at sikre balancen i økonomien.

Priser

Det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, steg i januar med 3,0 pct. Det er et hop opad i forhold til i efteråret og det højeste niveau siden begyndelsen af 2003. Den højere stigningstakt skyldes især stigende energi- og fødevarerpriser. Fødevarer er således steget med 5,9 pct. år-til-år, og med en vægt på næsten 20 pct. i forbrugerprisindekset giver dette sig mærkbart udslag i det samlede indeks, ligesom det er tilfældet i udlandet. Stigningen i energipriserne var i januar 8,3 pct. år-til-år.

Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, har været stigende fra et lavt niveau siden slutningen af 2004 til 1,3 pct. i januar. IMI-indekset er mere følsomt over for den danske konjunktur end HICP-indekset, og stigningen i IMI afspejler bl.a. det stramme arbejdsmarked. At der er et underliggende inflationspres, illustreres også af store prisstigninger på danske engrosvarer, industriprodukter og byggematerialer gennem 2007.

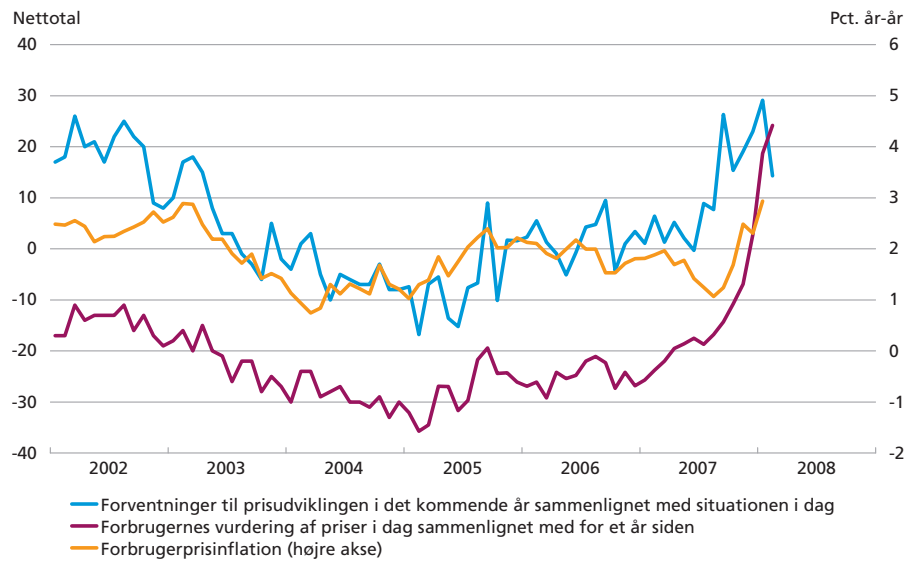
De stigende priser er ikke gået ubemærket hen blandt forbrugerne. Ikke alene er opfattelsen af stigende priser udbredt, men der er stigende forventninger til, at priserne vil stige meget det kommende år, jf. figur 19.

Den økonomiske politik

De offentlige finanser har en stor automatisk stabiliserende effekt på dansk økonomi. Fx stiger udgifterne til arbejdsløshedsunderstøttelse, når ledigheden vokser. Det er en af årsagerne til, at der sjældent er behov for en aktiv finanspolitik i form af økonomiske indgreb. Desuagtet er det en fordel, hvis finanspolitikken bidrager til at dæmpe produktionen, når denne ligger over økonomiens produktionspotentiale, dvs. den

PRISUDVIKLING OG FORVENTET PRISUDVIKLING

Figur 19



Anm.: Et stigende netttotal viser, at stadigt flere af de adspurgte vurderer, at prisniveauet er steget det seneste år henholdsvis forventer yderligere stigninger det kommende år.

Kilde: Danmarks Statistik.

maksimale produktion som er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling på nogle års sigt.

I de senere år er der sket en ændring i tilrettelæggelsen af finanspolitikken. Hvor finanspolitikken i 1980'erne og 1990'erne var konjunkturdæmpende, dvs. reducerede udsvingene i BNP, har den i en årrække været konjunkturførstærkende, jf. boks 3. Finanspolitikken påvirker ikke blot årets BNP, men har virkninger også i efterfølgende år. En opgørelse baseret på Finansministeriets tal viser, at den førte finanspolitik siden 2002 i høj grad har bidraget til det store kapacitetspres i økonomien de senere år. Finanspolitikken har dermed været medvirkende til at skabe det nuværende pres på arbejdsmarkedet.

Som følge af folketingsvalget i efteråret fremlagde regeringen finanslovforslaget for 2008 i begyndelsen af februar. I indeværende år fortsættes linjen med en ekspansiv effekt på økonomien fra de offentlige finanser. Det sker i en situation, hvor der er udpræget mangel på arbejdskraft og tydelige tegn på overophedning i dansk økonomi, bl.a. i form af høje lønstigninger.

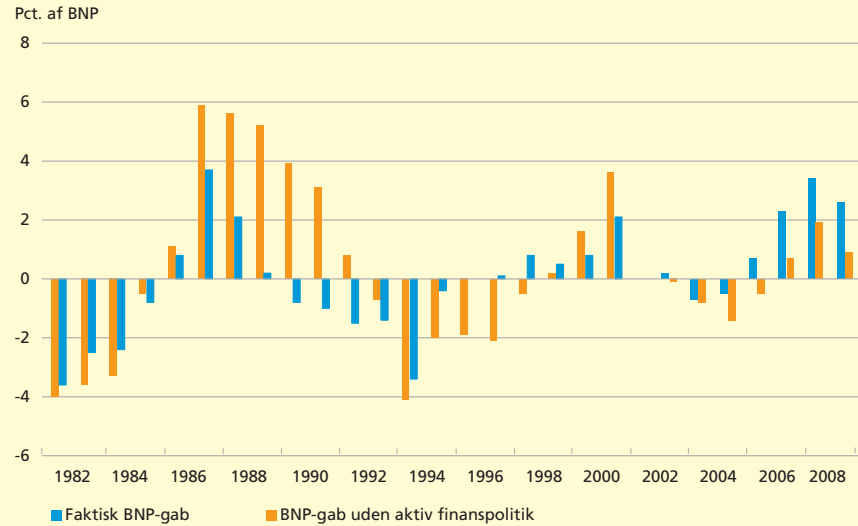
FINANSPOLITIK OG KONJUNKTUR

Boks 3

Kapacitetspresset i økonomien kan kvantificeres ved at sætte faktisk BNP i forhold til potentiel BNP, dvs. et skøn for, hvor meget der kan produceres, uden at der skabes pres på arbejdsmarkedet. Dette BNP-gab er i seneste Økonomisk Redegørelse angivet til 2,5 pct. i 2008. Ved at summere de flerårige finanseffekter kan finanspolitikken siden 2002 beregnes til at have løftet BNP med 1,7 pct. En væsentlig del af det aktuelle BNP-gab kan derfor forklares med en ekspansiv finanspolitik i perioden.

FAKTISK OG POLITIKKORRIGERET BNP-GAB

Figur 20



Anm.: BNP-gab med og uden aktiv finanspolitik for perioden 1981-2000 stammer fra Finansredegørelsen fra 2000 med det faktiske BNP-gab repræsenteret af OECDs aktuelle opgørelse, mens vurderingen af finanspolitikken for årene 2001-08 er sket med udgangspunkt i diverse årgange af Økonomisk Redegørelse.

Kilde: Finansministeriet, OECD og egne beregninger.

Finanspolitikken stabiliserende virkning kan illustreres ved at trække finanspolitikken effekt ud af BNP-niveauet og sætte det resulterende "politikrensede" BNP i forhold til potentielt BNP. Dermed får man, hvad BNP-gabet ville have været med neutral finanspolitik. I figur 20 er vist, at de senere års faktiske BNP-gab har været større end BNP-gabet uden aktiv finanspolitik, med 2004 som en undtagelse. Det vil sige, at finanspolitikken har forstærket konjunkturopgangen. I perioden 1980-2000 var situationen den omvendte. Finanspolitikken medvirkede til et roligere forløb i BNP svarende til, at de blå søjler i denne periode ligger numerisk tættere på nul end de orange.

Dansk økonomi 2008-10

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I det følgende gennemgås Nationalbankens prognose for den danske økonomi i årene 2008-10. Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model *Mona*¹ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 2007².

Væksten i dansk økonomi har gennem 2007 været lavere end i de foregående tre år. En svag udvikling i 1. halvår 2007 blev efterfulgt af fornyet fremgang i 2. halvår, så BNP samlet var 1,8 pct. højere i 2007 end i 2006. Vækstafdæmpningen, som primært skyldes begrænsning fra økonomiens udbudsside i form af mangel på arbejdskraft og pres på kapitalapparatet, ventes at fortsætte i de kommende år. Væksten bliver i år 1,9 pct. – til dels holdt oppe af den stærke vækst i 2. halvår 2007 – og falder siden til 1,0 pct. i 2009 og 0,4 pct. i 2010, jf. tabel 1.

Vækstskønnet for 2008 er nogenlunde på linje med udsigterne for USA og euroområdet, jf. figur 1. Det afspejler, at vækstnedgangen i Danmark finder sted samtidig med en afdæmpning af den internationale vækst, især i de rige, vestlige lande. Konjunkturmæssigt har Danmark ligget foran euroområdet, men efter USA. Kapacitetspresset er mindre i disse to økonomiske regioner, og det muliggør en vis genopretning i 2009, mens væksten i Danmark ventes reduceret de kommende år. Stigningen i den indenlandske efterspørgsel bliver tæt på nul i 2010.

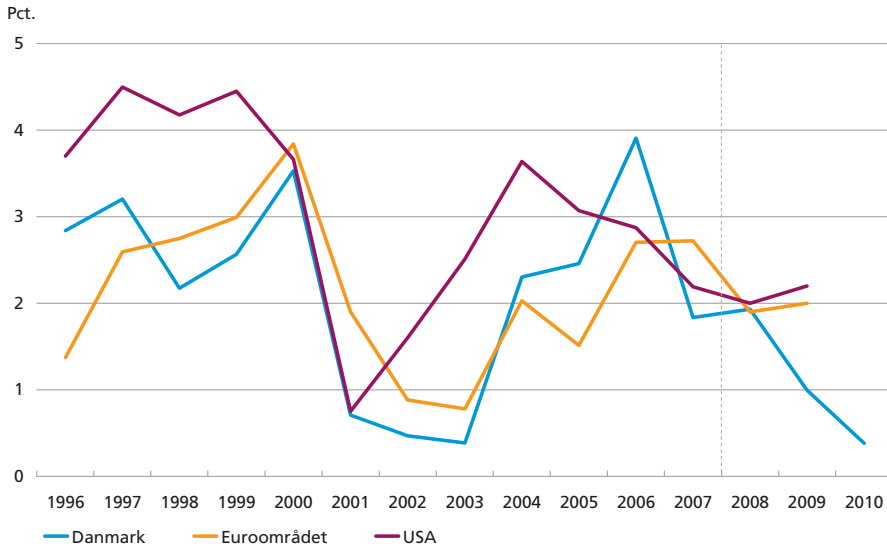
De senere års økonomiske fremgang har øget beskæftigelsen til et rekordhøjt niveau, og ledigheden er faldet støt til det laveste antal i mere end 30 år. Trods tilførsel af udenlandsk arbejdskraft og stigende erhvervsdeltagelse blandt danskere er presset på arbejdsmarkedet således særdeles stort, og ledigheden er klart under det, som er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling. Produktionsgabets, som måler forskellen mellem faktisk BNP og BNP ved en normal udnyttelse af produktionsressourcerne, er stort.

¹ Modellen er beskrevet i *Mona – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, Danmarks Nationalbank, 2003.

² Beregningerne er baseret på statistisk information til og med 29. februar 2008.

BNP-VÆKST I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA

Figur 1



Anm.: Efter den stiplede linje er der tale om skøn.

Kilde: Danmarks Statistik, EcoWin, OECD Economic Outlook, nr. 82, december 2007, og egen prognose.

Efterspørgselsvæksten aftog i 2007 efter at have været høj de foregående år. Afdæmpningen, som afspejler en svag udvikling i 1. halvår 2007 efterfulgt af en fremgang i 2. halvår, var tydeligst i eksporten, men fremgangen i den indenlandske efterspørgsel aftog ligeledes. I fremskrivningen fortsætter afdæmpningen af især den indenlandske efterspørgsel, men fremgangen i eksporten reduceres også som følge af lavere eksportmar-

CENTRALE ØKONOMISKE VARIABLER

Tabel 1

Realvækst i forhold til året før, pct.	2007	2008	2009	2010
BNP	1,8	1,9	1,0	0,4
Privat forbrug	2,7	3,0	1,4	0,8
Offentligt forbrug	1,3	2,3	1,6	1,3
Boliginvesteringer	4,4	-2,8	-2,1	-4,6
Offentlige investeringer	-13,6	7,0	5,4	4,6
Erhvervsinvesteringer	10,6	7,9	-0,1	-3,0
Lagerinvesteringer ¹	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4
Eksport	3,7	3,2	2,6	3,3
Industrieksport	5,3	2,8	4,1	5,2
Import	6,1	5,5	2,2	2,1
Forbrugerpriser, pct. år-år	1,7	3,3	2,4	2,0
Ledighed ² , 1.000 personer	76,7	54,9	65,7	95,2
Betalingsbalance, pct. af BNP	1,0	0,1	0,4	1,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	4,5	3,8	2,9	1,9
Timeløn, pct. år-år	4,0	4,8	4,8	4,2

¹ Bidrag til BNP-vækst.

² Danmarks Statistik har omlagt ledighedsstatistikken. Ledigheden er her opgjort efter den nye definition. Beregningerne er dog foretaget på data efter den gamle definition og omregnet ved at fratrække 16.000 personer, som er den gennemsnitlige forskel for 2007 under ét.

kedsvækst og svagere konkurrenceevne. Det betyder, at produktionsgabet reduceres i 2009 og 2010, men gabet forbliver positivt.

Det stærke kapacitetspres i de senere år har løftet importkvoten og svækket betalingsbalancen. I løbet af 2007 er både løn- og prisstigningerne taget til. Som normalt er det sket sent i konjunkturudviklingen. Forsinkelsen understreger samtidig, at løn- og prispreset og den tilhørende forværring af konkurrenceevnen godt kan fortsætte nogen tid efter en vending i økonomien. Svækkelsen af den internationale konjunktur, som mindsker eksportmarkedsvæksten, vil skærpe kravet til konkurrenceevnen. Samtidig vurderes risikoen omkring den internationale konjunkturudvikling at være asymmetrisk med mulighed for en stærkere nedgang i USA og en større afsmitning på Europa og resten af verden, jf. boks 1.

I næste afsnit gennemgås ændringerne i prognosen i forhold til prognosen fra september 2007. Derefter følger en mere detaljeret gennemgang af prognosen, herunder de bagvedliggende antagelser.

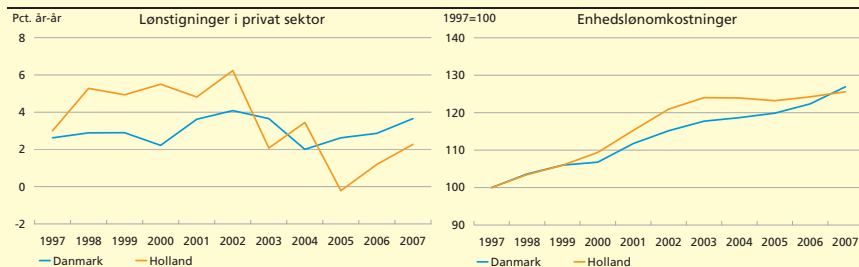
RISICI	Boks 1
Kapacitetspreset i dansk økonomi er fortsat stort. Væksten i BNP er aftaget i 2007, men den er ikke faldet under den potentielle vækstrate, så produktionsgabet er ikke blevet mindre. Presset på arbejdsmarkedet består, og ledigheden er faldet måned for måned til et meget lavt niveau. Risikoen for høje lønstigninger, der ikke har baggrund i produktivitetstigninger, men som skyldes manglen på arbejdskraft, er derfor stadig til stede. Konsekvensen heraf vil være en yderligere svækkelse af konkurrenceevnen, der fører til en svagere eksportudvikling. En sådan udvikling vil indebære en længere tilpasningsperiode med ledighed over det strukturelle niveau, mens lønudviklingen afdæmpes, og konkurrenceevnen genvindes. Udsigterne for den internationale konjunkturudvikling er blevet svagere siden sidste prognose i september. Samtidig vurderes risikobilledet at være asymmetrisk – der er større risiko for et alvorligt tilbageslag, end for at det kommer til at gå tilsvarende bedre end skønnet. Mere konkret er der en risiko for, at nedgangen i USA bliver stærkere end ventet, og at afsmitningen på Europa og resten af verden bliver større. I et sådant scenario vil væksten i markedet for dansk eksport blive tydeligt svagere. Lavere markedsvækst vil reducere eksportvæksten og forværre betalingsbalancen. Størrelsen af den negative effekt på den danske BNP-vækst og af stigningen i ledigheden vil afhænge af, hvor alvorligt det internationale tilbageslag bliver. Da løntilpasningen normalt er forsinket, vil konkurrenceevnen forblive svag, hvilket sammen med en lav eller negativ eksportmarkedsvækst vil være en ubehagelig cocktail, der kan føre til et længere forløb med ledighed over det strukturelle niveau. De hollandske erfaringer efter højkonjunktoren i anden halvdel af 1990'erne kan tjene som en illustration af risikoen. Lønstigningstakten i Holland gik markant op i 1998, jf. figur 2 til venstre, hvor ledigheden var faldet til omkring 4 pct. De følgende års stærke lønudvikling havde ikke tilstrækkelig dækning i produktivitetstigninger, så lønomkostningerne pr. produceret enhed øgedes med omkring 20 pct. fra 1997 til 2002, jf. figur 2 til højre.	

FORTSAT

Boks 1

LØNUDVIKLING, DANMARK OG HOLLAND

Figur 2



Kilde: OECD, Economic Outlook, nr. 82, december 2007.

Den hollandske konkurrenceevne var således svækket, da den internationale afmatning indtraf efter årtusindskiftet. Afmatningen ramte hollandsk økonomi hårdt, og ledigheden steg med omkring 2,5 procentpoint fra 2001 til 2004. Til sammenligning steg den danske ledighed i den samme periode med 1 procentpoint, ligeledes målt med den EU-harmoniserede definition. Lønningerne i Holland reagerede på stigningen i ledigheden med forsinkelse – lønstigningerne tiltog i 2002 til over 6 pct. Herefter faldt lønstigningerne dog, og i 2005 var lønstigningen nul, svarende til et fald i reallønnen. De senere års lave lønstigningstakt har betydet, at enhedslønomkostningerne har været stort set uændrede siden 2003.

De danske enhedslønomkostninger er steget stort set hvert år siden 1997, og ifølge OECDs tal er den danske omkostningsvækst på omkring 25 pct. over de sidste 10 år under ét på niveau med den hollandske.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Skønnene på BNP-væksten i 2008 og 2009 er justeret lidt ned i forhold til den seneste prognose fra september 2007, jf. tabel 2. Det dækker over en svagere udvikling i eksporten, dels som følge af lavere markedsvækst, dels som følge af at den effektive kronekurs er styrket. Samtidig afdæmpes den indenlandske efterspørgsel lidt hurtigere, bl.a. som følge af at højere forbrugerpriser reducerer væksten i den disponible realind-

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Tabel 2

	Faktisk	Denne prognose			Seneste prognose		
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009
BNP, pct. år-år	1,8	1,9	1,0	0,4	1,9	2,1	1,3
Ledige ¹ , 1.000 personer	76,7	54,9	65,7	95,2	79,4	69,9	80,3
Betalingsbalance, mia.kr. .	16,9	1,8	6,4	19,2	24,8	26,6	40,8
HICP, pct. år-år	1,7	3,3	2,4	2,0	1,6	2,4	2,4

Anm.: Seneste prognose blev offentliggjort i september 2007.

¹ For både denne og seneste prognose er ledigheden opgjort efter den nye definition, jf. note 2 til tabel 1.

komst. Faldet i ledigheden har de seneste måneder været større end ventet, så presset på arbejdsmarkedet er lidt større i udgangspunktet, men ledigheden stiger også i denne fremskrivning efter midten af 2008. Betalingsbalanceoverskuddet er nedjusteret i lyset af den stærkere end ventede forværring mod slutningen af 2007 og den svagere eksportvækst.

Skønnet på forbrugerpriserne er løftet betydeligt i 2008. Det afspejler den meget kraftige prisudvikling i de seneste måneder på ikke mindst fødevarer og energi. I fremskrivningen fastholdes det aktuelt højere prisniveau, men de fremadrettede stigningstakter er ikke meget forskellige fra sidst.

ANTAGELSER I FREMSKRIVNINGEN

Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken, jf. tabel 3.

International økonomi

Efter flere år med høj vækst i verdensøkonomien aftog væksten specielt i den vestlige verden i slutningen af 2007. Afdæmpningen kan bl.a. henføres til uroen på de finansielle markeder, der nu har sat sine spor i realøkonomien. Tempoet i den amerikanske økonomi er gået ned, og i euroområdet er der flere tegn på, at konjunkturerne foreløbigt har toppet. Samlet set er vækstudsigterne for de største danske eksportmarkeder forværret. Eksportmarkedsvæksten i fremskrivningen er derfor revideret ned i forhold til sidste prognose til et niveau, der svarer til gen-

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER				Tabel 3
	2007	2008	2009	2010
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	7,9	6,9	6,4	6,3
Pris på eksportmarkedet, pct. år-år	0,4	1,0	1,9	2,0
Udenlandsk pris, pct. år-år	0,9	1,3	1,9	2,0
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,7	3,0	3,1	3,2
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a. ...	4,1	3,9	3,6	3,7
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	4,7	4,6	4,6	4,9
Effektiv kronekurs, 1980=100	103,2	105,4	105,5	105,5
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,4	5,0	4,9	4,9
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	72,7	97,0	96,2	95,2
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	1,3	2,3	1,6	1,3
Offentlige investeringer, pct. år-år	-13,6	7,0	5,4	4,6
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	826,8	831,0	833,3	835,6

nemsnittet over en længere årrække. Prisstigningerne på industriens eksportmarked ventes at tage til, men de forbliver beskedne i prognosen. Det samme gælder de udenlandske pris- og lønstigninger.

Renter, valutakurser og oliepris

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurverne på de finansielle markeder. I fremskrivningen falder den korte rente med ca. 0,75 procentpoint frem til begyndelsen af 2009 for herefter at stige lidt. Den lange rente stiger i prognosen beskedent fra sit nuværende niveau.

Kronen er i en årrække gradvist blevet styrket i forhold til vores samhandelspartners valutaer, særligt i forhold til dollar, så den nominelle effektive kronekurs er steget. Denne tendens er fortsat siden efteråret 2007, så udgangspunktet for den effektive kronekurs er højere end i sidste prognose. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at være uændret fra niveauet ultimo februar.

Prisen på olie og andre råvarer er steget, og i slutningen af februar nåede olieprisen ca. 100 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurespriserne, som aftager svagt fra det aktuelle høje niveau. Det betyder, at olieprisen er næsten 35 pct. højere end i prognosen fra september.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i prognosen tager udgangspunkt i finanslovsforslaget for 2008, som er præsenteret i Økonomisk Redegørelse februar 2008, og i de nyligt indgåede aftaler om en jobplan. Det offentlige forbrug ventes at stige 2,3 pct. i år drevet af større udgifter til køb af varer og tjenester og mere beskedne stigninger i den offentlige sektors egen produktion og beskæftigelse. Stigningen i det offentlige forbrug er højere end skønnet i Økonomisk Redegørelse og afspejler tendensen til overskridelse af måltallet. De offentlige investeringer stiger i prognoseperioden med gennemsnitligt 6 pct. om året, og samlet set ventes finanspolitikken at stimulere den økonomiske aktivitet i 2008-10.

PROGNOSE FOR DANSK ØKONOMI 2008-10

Produktion og beskæftigelse

Produktionen steg i 2007 med 1,8 pct. på trods af et stærkt 2. halvår. Det er den laveste årlige vækst i produktionen siden 2003, og væksten ventes at blive dæmpet yderligere i prognoseperioden. Afdæmpningen kan ses som en naturlig reaktion efter de senere års store udvidelse af pro-

duktionen. Den aktuelle lave ledighed og høje kapacitetsudnyttelse gør det svært at fastholde produktionsvæksten. Kapacitetspresset skønnes at toppe i år for herefter at lette lidt i takt med, at væksten i efterspørgslen dæmpes.

Presset på arbejdsmarkedet viser sig bl.a. ved, at arbejdsløsheden er kommet betydeligt under det strukturelle niveau, jf. boks 2 på side 19. I prognosen falder arbejdsløsheden yderligere de kommende måneder, men det månedlige fald er mindre end de godt 2.000 personer, som har været normen de senere år. Efter sommeren 2008 stiger arbejdsløsheden langsomt som reaktion på, at væksten i efterspørgslen er taget af. Arbejdsløsheden forbliver imidlertid under det strukturelle niveau frem til 2010. Det understreger, at presset er stort i udgangssituationen og kun langsomt tager af.

Befolkningsudviklingen trækker arbejdsudbuddet nedad med ca. 5.000 personer om året i 2008 og 2009, og lidt mindre i 2010. Det medvirker til at opretholde presset på arbejdsmarkedet. Trods negativt bidrag fra befolkningsudviklingen er arbejdsstyrken vokset siden 2005. Det skyldes, at gode beskæftigelsesmuligheder har fået flere ind på det danske arbejdsmarked, herunder også udenlandske arbejdere. Det positive bidrag fra gode beskæftigelsesmuligheder ventes imidlertid at tage af, og i prognosen falder arbejdsstyrken med i alt 14.000 personer fra 2007 til 2010, jf. tabel 4.

Med lav ledighed og faldende arbejdsstyrke bliver produktivitetsfremskridtene afgørende for, hvor meget den danske produktion kan vokse de nærmeste år. Produktiviteten, målt som produktion pr. beskæftiget, steg med 0,2 pct. fra 2006 til 2007 ifølge det foreliggende nationalregnskab. I prognosen ventes den årlige vækst i produktiviteten at løfte sig igen og nærme sig det gennemsnitlige niveau siden 1990, som er ca. 1,8 pct.

Den underliggende udvikling i arbejdsstyrke og produktivitet kan sammenregnes til en potentiel BNP-vækst på 1,6 pct. om året. Den faktiske BNP-vækst ventes at være lavere end den potentielle BNP-vækst i 2009 og 2010, så kapacitetspresset tager af.

ARBEJDSMARKEDET			Tabel 4	
1.000 personer, årsgennemsnit	2007	2008	2009	2010
Beskæftigede i alt	2.810	2.826	2.811	2.778
Heraf i den private sektor	1.984	1.995	1.977	1.942
Ledige ¹	77	55	66	95
Arbejdsstyrke ¹	2.887	2.881	2.876	2.873

¹ Ledigheden og arbejdsstyrken er opgjort efter den nye definition af ledigheden, jf. note 2 til tabel 1.

Den ventede fremgang i produktiviteten dækker over, at antallet af beskæftigede reduceres, mens produktionen vokser svagt. Beskæftigelsen falder med i alt 32.000 personer fra 2007 til 2010, fordi kapacitetspresset efterhånden aftager, og virksomhederne begynder at nedjustere antallet af ansatte til den lavere fremgang i efterspørgslen.

Lønninger og priser

Den faldende og meget lave ledighed er slået ud i tiltagende lønstigninger gennem 2007, og i år ventes en yderligere opgang i lønstignings-takten. Det understøttes af de 3-årige overenskomstforlig på det statslige område, på dele af det kommunale og regionale område og i finanssektoren, der blev indgået i februar og marts 2008. Mod slutningen af prognosen aftager presset på arbejdsmarkedet, og de årlige lønstigninger i industrien falder til omkring 4 pct., jf. tabel 5.

Lønstigningerne i euroområdet ventes at tiltage, om end beskedent, i lyset af den faldende ledighed, og lønudviklingen hos vore handelspartnere under ét forbliver afdæmpet de kommende år. Det betyder, at timelønnen i industrien også fremadrettet vil vokse hurtigere end i udlandet. I fremskrivningen fører det til en yderligere forværring af konkurrenceevnen, og den danske markedsandel på eksportmarkederne falder.

Lønomkostningerne pr. time ventes at udvikle sig på linje med lønnen. Efter en svag fremgang sidste år og i år stiger produktiviteten, målt som produktion pr. arbejdstime, med 1,5-2 pct. årligt i 2009 og 2010. Da timeproduktiviteten stiger mindre end lønomkostningerne pr. time, øges lønomkostningerne pr. produceret enhed i fremskrivningen.

De stigende lønomkostninger pr. enhed dækkes ikke helt af højere priser på de producerede varer, og de senere års tendens til en højere lønkvote fortsætter derfor i prognosen. Fremgang i lønmodtagernes andel af den samlede værditilvækst er normalt i en situation med stort pres på arbejdsmarkedet.

Prisstigningerne er tiltaget siden sidste efterår, og i januar 2008 var den årlige stigning i forbrugerpriserne 3,0 pct. målt med HICP-indekset. Den højere prisstigningstakt kan især tilskrives en markant opgang i energi- og fødevarerpriserne. Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, har derimod ligget stort set konstant omkring 1,3-1,4 pct. si-

LØNNINGER MV. I BYERHVERV				Tabel 5
Pct. år-år	2007	2008	2009	2010
Timeløn	4,0	4,8	4,8	4,2
Lønomkostninger pr. time	4,4	4,9	4,8	4,1
Timeproduktivitet	1,0	0,4	1,7	1,9
Lønkvote, pct. af BVT	65,8	67,6	67,6	67,5

den oktober 2007 efter at have været stigende siden slutningen af 2004. Normalt udvikler IMI sig svagt, når import- og energipriserne accelererer, fordi virkshederne ikke fuldt ud sender prisstigningerne videre til forbrugerne. Samtidig er det værd at bemærke, at den beregnede IMI ikke vil fange, hvis stigende lønninger og avancer ligger bag prisstigningerne på fødevarer, da fødevarer ikke indgår i IMI.

Uanset at tendensen til stigende indenlandsk markedsbestemt inflation er bremsset på det seneste, indikerer de højere lønomkostninger sammen med stærkt stigende engrospriser på danske varer samt tiltagende salgspriser i industrien, at der fortsat er et underliggende indenlandsk prispres.

De kommende måneder ventes en fortsat høj prisstigningstakt som følge af fortsat høje energi- og fødevarepriser samt tiltagende prisstigninger på importerede varer og administrerede priser, jf. tabel 6. En del af opgangen i årsstigningstakten for administrerede priser kan henføres til, at nedsættelsen af daginstitutionstaksterne i 2007 falder ud af beregningen. I 3. kvartal 2008 ventes de årlige stigninger i nettoprisindekset at nå over 4 pct.

Energipriserne stiger kun svagt i 2009 og 2010, givet at olieprisen ventes at være stort set uændret, jf. tabel 3. Samtidig falder fødevarepriserne årsstigningstakt noget tilbage. På den anden side ventes de højere lønstigninger at føre til en opgang i den indenlandsk markedsbestemte inflation fra 2. halvår 2008. Mod slutningen af prognosen falder inflationen igen tilbage mod 2 pct.

Den indenlandske efterspørgsel

Væksten i privatforbruget tiltog i 2. halvår 2007 efter en svag udvikling de foregående måneder, så forbruget steg i 2007 med 2,7 pct. i forhold

FORBRUGERPRISER

Tabel 6

Pct. år-år	Vægt ¹	2007	2008	2009	2010	2007 og 2008					
						4. kvtr.	1. kvtr.	2. kvtr.	jan.	feb.	mar.
HICP		1,7	3,3	2,4	2,0	2,2	3,1	3,2	3,0	2,9	3,2
Nettoprisindeks ...	100,0	1,9	3,6	2,6	2,2	2,6	3,3	3,7	3,4	3,2	3,4
Eksogene:											
Energi	7,1	0,5	11,8	0,9	0,5	5,7	11,5	13,4	13,0	10,9	10,6
Fødevarer	14,4	4,3	6,6	2,4	1,9	5,9	7,2	7,0	7,0	6,9	7,6
Adm. priser	4,7	0,6	3,9	4,6	4,2	1,0	1,7	4,2	1,4	1,2	2,4
Husleje	24,3	2,2	2,5	3,0	2,7	2,2	2,3	2,4	2,2	2,4	2,4
Ekskl. eksogene ...	49,5	1,4	2,1	2,5	2,1	1,4	1,6	1,9	1,6	1,5	1,6
Import	15,0	1,5	3,1	2,7	2,3	1,5	2,5	3,0	2,3	2,5	2,7
IMI	34,5	1,4	1,6	2,5	2,0	1,4	1,2	1,4	1,3	1,1	1,1

Anm.: Seneste faktiske tal er januar 2008.

¹ Vægt i nettoprisindekset, pct.

til året før. Det er noget mindre end i perioden 2004-06, hvor forbruget voksede med 4-5 pct. pr. år, og forbrugsvæksten aftager i fremskrivningen. De høje lønstigninger, nedsættelserne af indkomstskatten og skat-testoppets udhuling af afgiftstrykket øger de disponible indkomster, men effekten reduceres delvist af høje prisstigninger på mange forbrugsgoder. Udviklingen indebærer kun et beskedent fald i forbrugskvoten trods et mærkbart fald i formuekvoten. Forbrugskvoten har i en længere periode ligget nogenlunde stabilt trods et løft i formuekvoten.

På landsplan har prisen på enfamiliehuse stort set været uændret gennem 2007, mens prisen på ejerlejligheder er faldet. Boligpriserne er især faldet i de områder, som frem til 2006 oplevede de kraftigste prisstigninger, og hvor prisniveauet var nået højest op. I andre områder fortsatte boligpriserne med at stige i jævnt tempo i 2007. I fremskrivningen skønnes kontantpriserne at falde beskedent i nominelle termer, jf. tabel 7, svarende til et prisfald i reale termer.

Boliginvesteringerne har ligget fladt gennem 2007 efter at være steget stort set uafbrudt siden begyndelsen af 1990'erne. I fremskrivningen aftager boliginvesteringerne i behersket tempo fra det nuværende høje niveau i takt med, at kontantpriserne aftager. Det seneste fald i renterne og den fortsatte vækst i husholdningernes disponible indkomster bidrager til, at boliginvesteringerne forbliver høje.

Erhvervsinvesteringerne steg med mere end 10 pct. i 2007. Det er lidt mindre end den kraftige vækst i 2006. Byggeinvesteringerne har reageret forholdsvis sent på opsvinget og har de seneste par år løftet sig fra et lavt niveau i 2005. Opgangen i byggeinvesteringerne ventes at fortsætte i fremskrivningen i behersket tempo. Materielinvesteringerne blev udvidet betydeligt i 2007 efter at være accelereret siden 2003, og investeringskvoten er løftet de senere år i lyset af solid indtjening i virksomhederne og stort pres på kapaciteten.

I fremskrivningen reduceres investeringskvoten fra et højt niveau i takt med, at væksten i produktionen aftager. Reduktionen er dog ikke større, end at investeringskvoten mod slutningen af prognosen ligger på omtrent samme niveau som under opsvinget i 1990'erne. Den høje investeringskvote afspejler både, at behovet for reinvesteringer er vokset,

INDKOMST, FORMUE OG FORBRUG

Tabel 7

	2007	2008	2009	2010
Kontantpriser, pct. år-år	4,4	0,2	-0,6	-1,0
Disponibel realindkomst, privat sektor, pct. år-år	0,5	0,9	2,9	1,1
Forbrugskvote, pct. af den private sektors				
disponible indkomst	93,2	95,2	93,8	93,5
Fordringserhvervelse, privat sektor, mia.kr.	-60,7	-65,8	-46,0	-16,7

fordi højteknologisk kapital udskiftes hurtigt, og at mængden af kapital pr. beskæftiget er vokset. Den stigende kapitalintensitet hænger sammen med, at det er vanskeligt at skaffe arbejdskraft.

Den samlede indenlandske efterspørgsel ekskl. lagerinvesteringer voksede i 2007 med 3,3 pct. Det er lavere end i de foregående tre år, men klart over gennemsnittet i en længere periode. I fremskrivningen dæmpes efterspørgselsvæksten til omkring nulvækst i 2010. Væksten i det private forbrug aftager til 0,8 pct. i 2010, og investeringerne aftager i 2009 og 2010. De senere års mervækst i den indenlandske efterspørgsel i Danmark i forhold til udlandet vender således i fremskrivningen til en lavere vækst end i udlandet.

Udenrigshandel og betalingsbalance

Den danske import fortsatte med at vokse hurtigt i 2007, særligt i den sidste del af året. For 2007 under ét voksede importen 6,1 pct. i forhold til året før, hvilket er mindre end i de tre forudgående år. Det høje hjemlige kapacitetspres gør dog, at en betydelig del af efterspørgslen også i den nærmeste fremtid vil blive dækket via udenlandsk produktion. Importkvoten stiger i fremskrivningen, men ikke i samme tempo som i 2004-06, hvor efterspørgslen voksede kraftigt. I 2008 vokser den samlede import med 5,5 pct., jf. tabel 8. Efterfølgende aftager importvæksten i takt med afdæmpningen af efterspørgselsvæksten.

Eksporten voksede i gennemsnit med knap 7 pct. om året i 2004-06, hvor afsætningsmulighederne på de vigtigste eksportmarkeder var gunstige. I 2007 steg den danske eksport med 3,7 pct., og i 2008-10 skønnes den samlede eksport at stige med ca. 3 pct. om året. Den mindre fremgang i eksporten skyldes, at den internationale konjunktursituation er svækket, og at lønkonkurrenceevnen er forværret.

Med den svækkede internationale konjunktursituation har vurderingen af eksportordrebeholdningen i industrien været nedadgående det seneste halve år. Mængden af den danske industrieksport vokser i prognosen mindre end importmængden af industrivarer i aftagerlandene, så industrien taber markedsandele. Olie- og gasproduktionen er blevet

EKSPORT OG IMPORT				Tabel 8
Pct. år-år	2007	2008	2009	2010
Eksport, realt	3,7	3,2	2,6	3,3
Import, realt	6,1	5,5	2,2	2,1
Eksportpriser	0,3	1,2	1,0	1,0
Importpriser	1,7	0,5	0,7	0,7
Bytteforhold	-1,3	0,7	0,2	0,3
Importkvote, varer ekskl. energi	24,3	25,1	25,3	25,6

BETALINGSBALANCEN				Tabel 9
Mia.kr.	2007	2008	2009	2010
Varehandel	-16,6	-32,5	-22,7	-6,5
Tjenestehandel	33,0	35,8	32,3	30,8
Renter, transfereringer mv.	-1,6	-1,5	-3,2	-5,1
Løbende poster, i alt	14,8	1,8	6,4	19,2

mindre de seneste år, og denne tendens ventes at fortsætte, så energi-eksporten falder i fremskrivningen. Landbrugseksporten skønnes at stige i lyset af den stærke globale efterspørgsel efter fødevarer.

Prisen på importen steg mere end prisen på eksporten i 2007, så det danske bytteforhold blev forringet. I 2008 ventes bytteforholdet at stige bl.a. på grund af de høje priser på olie- og landbrugseksporten.

Med det høje kapacitetspres er overskuddet på betalingsbalancen gradvist reduceret de senere år. Forværringen kan især henføres til varebalancen. I år ventes en yderligere reduktion af betalingsbalanceoverskuddet til ca. 1,8 mia.kr., jf. tabel 9. Efterfølgende stiger overskuddet til 19,2 mia.kr. i 2010, svarende til ca. 1 pct. af BNP. Det afspejler, at varebalancen forbedres i takt med, at den økonomiske vækst i Danmark overhales af udlandets. Samtidig fastholdes overskuddet på søtransport og formueposten, mens turistbalancen fortsætter med at være i underskud.

Finansiell uro, likviditet og centralbankerne

Morten Kjærgaard, Handelsafdelingen og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

De finansielle markeder har siden sommeren 2007 været præget af uro. Uroen har skabt spændinger på pengemarkedet i flere lande og bragt centralbankernes likviditetsstyring i fokus.

I korte træk er likviditetsstyringen baseret på, at centralbankerne yder korte lån mod sikkerhed til bankerne, der placerer låneprovenuet på konti i centralbanken. Herefter er det op til bankerne at fordele likviditeten via pengemarkedet, så likviditetsudbud og -efterspørgsel løbende udlignes. Uroen betød imidlertid, at bankerne blev tilbageholdende med at omfordele likviditeten.

En række centralbanker har på den baggrund foretaget forskellige tiltag med henblik på at lette bankernes likviditetssituation. Som det er normal praksis, har centralbankerne i alle tilfælde krævet sikkerhed for udlånene, men centralbankerne har forsøgt at afhjælpe spændingerne bl.a. ved hjælp af øgede og hyppigere udlån, længere løbetider og et bredere sikkerhedsgrundlag for udlånene.

I Danmark har der ikke været behov for eller ønske om ekstraordinære tilførsler af kronelikviditet som følge af uroen, og der er ikke sket ændringer i rammerne for Nationalbankens styring af likviditeten. Forholdene i Danmark skal ses i lyset af, at de danske banker kun i beskedent grad har været eksponerede over for de amerikanske subprime-lån, som har været kilden til uroen.¹ Bankerne i Danmark har desuden i de senere år opbygget et likviditetsberedskab i form af en stor beholdning af indskudsbeviser.

Uroen har også haft betydning for centralbankernes rentebeslutninger. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har således nedsat den pengepolitiske rente flere gange, men rentebeslutninger berøres ikke i denne artikel. Fokus i artiklen er Federal Reserves (Fed), Bank of Englands (BoE) og Den Europæiske Centralbanks (ECB) likviditetsstyring og deres reaktion på uroen. Afslutningsvis beskrives situationen i Danmark.

¹ For en nærmere beskrivelse se Lund (2007).

CENTRALBANKLIKVIDITET

Centralbanklikviditet er bankernes indskud på anfordringskonti i centralbanken og er det beløb, som bankerne umiddelbart kan anvende til betalinger. Bankerne bruges i denne artikel som fællesbetegnelse for centralbankernes modparter. Fx udgøres Nationalbankens modparter af penge- og realkreditinstitutter.

Bankerne kan udlåne likviditeten til hinanden, men ikke selv skabe mere likviditet end det, der er tilført af centralbanken. Centralbanker tilfører primært likviditet ved hjælp af såkaldte markedsoperationer. Det sker normalt ved, at centralbankerne yder korte lån mod sikkerhed. Sikkerhedsgrundlaget består typisk af værdipapirer med en høj kreditkvalitet, fx statsobligationer. Ved indgåelse af lånene krediteres bankens konto i centralbanken samtidig med, at centralbanken modtager sikkerhed for lånet. Ved udløb debiteres bankens konto for hovedstol og rente, og sikkerheden leveres tilbage. I det tilfælde at banken ikke kan tilbagebetale lånet, beholder centralbanken den indleverede sikkerhed. Centralbankerne sikrer sig dermed mod tab på udlånene. Centralbankerne foretager løbende nye markedsoperationer, så der altid er tilstrækkelig likviditet i banksystemet.

Bankerne efterspørger centralbanklikviditet til deres indbyrdes betalinger. Desuden påvirkes både efterspørgsel og udbud af likviditet af de såkaldte autonome poster, der bl.a. omfatter seddel- og møntomløb, statslige konti i centralbanken og valutareserven.

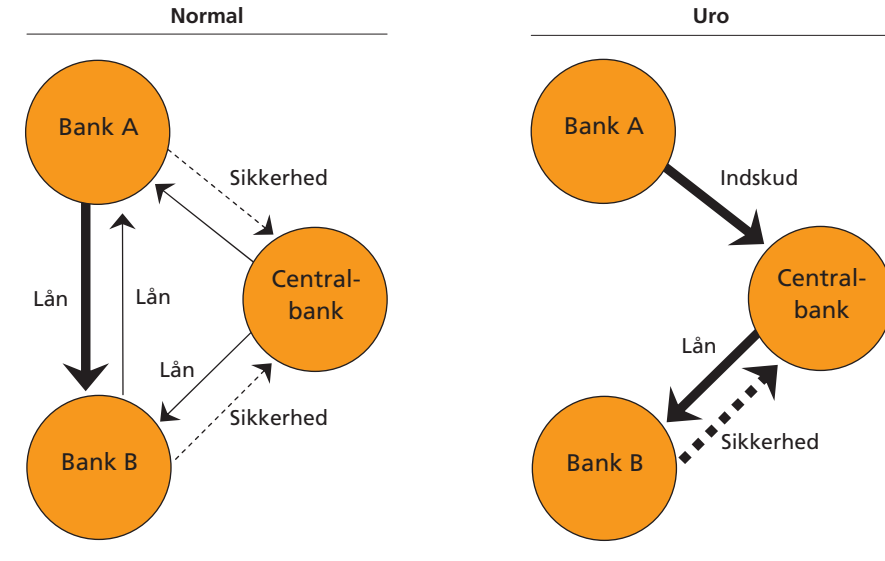
I markedsoperationerne tildeler centralbanken på givne tidspunkter likviditet til banksystemet som helhed med den forventning, at bankerne videreformidler likviditeten. Et velfungerende pengemarked sikrer således løbende, at banker med likviditetsunderskud får dækket deres likviditetsbehov fra banker med likviditetsoverskud til markedsrenter, som afspejler de pengepolitiske renter.

I planlægningen af markedsoperationer anvender centralbanken skøn for de autonome faktorer og en vurdering af bankernes normale adfærd med henblik på at sikre en overordnet balance mellem likviditets efterspørgsel og -udbud. Den finansielle uro har imidlertid gjort likviditetsstyringen vanskeligere. Bankerne blev tilbageholdende med at udveksle likviditeten mellem hinanden, hvilket skabte større afvigelser end normalt mellem pengemarkedsrenterne og de pengepolitiske renter.

Likviditetsudvekslingen er illustreret i figur 1. I eksemplet har bank B et likviditetsbehov, som overstiger bankens lån i centralbanken. Det vil bank B normalt låne i pengemarkedet af bank A, som antages at have et likviditetsoverskud. I en situation med uro kan der imidlertid ske blokeringer i pengemarkedet. Det kan fx skyldes, at bank A opbygger sit eget

ILLUSTRATION AF LIKVIDITETSUDVEKSLING

Figur 1



likviditetsberedskab og foretrækker en placering i centralbanken, hvor midlerne hurtigt kan frigøres.

Under uro placerer bank A i eksemplet mere likviditet end normalt i centralbanken, mens centralbanken til gengæld udlåner et større beløb til bank B mod sikkerhed. Herved erstattes det korte interbank-marked delvis af mellemværender med centralbanken.

På grund af spændingerne i pengemarkedet har det været nødvendigt for en række centralbanker at foretage tilpasninger i likviditetsstyringen. Nedenfor beskrives hovedtrækkene i de tre centralbankers normale procedurer, og efterfølgende beskrives hovedtrækkene i deres reaktion på uroen.

FEDERAL RESERVE'S, ECB'S OG BANK OF ENGLAND'S INSTRUMENTER

Alle tre centralbanker har som operationelt mål, at dag-til-dag-renten i pengemarkedet skal afspejle den pengepolitiske rente. De har ligeledes samme overordnede ramme for implementeringen af pengepolitikken.

De tre centralbanker pålægger bankerne et gennemsnitsreservekrav. Det betyder, at bankerne skal holde et vist gennemsnitligt minimumsindestående i centralbanken i løbet af en reservekravsperiode på omkring en måned hos ECB og BoE og 14 dage hos Fed. Reservekravet har til hensigt at stabilisere dag-til-dag-renten. Bankerne har således incita-

ment til at udlåne likviditet i pengemarkedet, når dag-til-dag-renten er høj i forhold til forrentningen af reservekravsindeståenderne. Omvendt har bankerne incitament til at holde rigelige reserver i de perioder, hvor dag-til-dag-renten er lav. Hos BoE kan bankerne selv – inden for visse rammer – vælge størrelsen af reservekravet og ændre det fra måned til måned.

De tre centralbanker udbyder hovedsageligt likviditet gennem markedsoperationer, hvor der på givne tidspunkter afholdes auktion over den udbudte likviditet.

ECB tilfører hovedsageligt likviditet via ugentlige markedsoperationer, hvor bankerne kan optage 7-dages lån mod sikkerhed. ECB fastsætter på forhånd en minimumsbudrente, som er ECBs pengepolitiske signalrente. På baggrund af buddene fastlægger ECB en skæringsrente, og alle bud til skæringsrenten eller højere får tildelt likviditet til den budte rente. Hver måned afholder ECB også langfristede markedsoperationer, hvor der udbydes lån med løbetid på 3 måneder til markedsrenten. I tilfælde af likviditetsudsving, der påvirker renteforholdene i det korte penge-marked, kan ECB foretage såkaldte finjusterende markedsoperationer. Det kan fx være ved slutningen af reservekravsperioden, hvor reservekravet skal opfyldes.

BoE afholder også ugentlige markedsoperationer, hvor der udbydes en given mængde likviditet som 7-dages lån mod sikkerhed til en på forhånd fastsat rente. BoEs markedsoperationer omfatter endvidere månedlige auktioner, hvor der kan udbydes lån med løbetider på 3, 6, 9 og 12 måneder mod sikkerhed samt direkte køb af obligationer. BoE foretager også fast en finjusterende markedsoperation ved slutningen af reservekravsperioden for at sikre, at bankerne har reserver svarende til reservekravet.

Fed har ikke som ECB og BoE en på forhånd fastlagt kalender for sine markedsoperationer. Hver morgen tager Fed stilling til, om der skal foretages markedsoperationer. Hovedparten af den mængde likviditet, som Fed tilfører, tilvejebringes via direkte køb af statsobligationer fra bankerne. Den løbende tilpasning af likviditeten sker imidlertid via korte udlån mod sikkerhed, typisk dag-til-dag-udlån.

Alle tre centralbanker har en stående udlånsfacilitet, hvor bankerne kan låne mod sikkerhed på dag-til-dag-basis på eget initiativ. Renten er højere end ved markedsoperationerne – typisk 1 procentpoint. Udlånsfaciliteterne fungerer som sikkerhedsventil til afhjælpning af likviditetsknaphed på interbank-markedet og danner et loft over pengemarkedsrenten. Faciliteterne er kun tiltænkt at dække et marginalt lånebehov i forhold til markedsoperationerne og bruges kun i et meget begrænset omfang. Bankerne i USA har endvidere traditionelt været tilbageholden-

de med at anvende Fed's stående udlånsfacilitet, primær kredit i diskontovinduet, fordi det i amerikanske bankkredse opfattes som et tegn på, at banken er i vanskeligheder.

ECB og BoE har desuden en stående indlånsfacilitet, hvor bankerne kan placere dag-til-dag-indsud til en lavere rente end ved markedsoperationerne. Ind- og udlånsrenten i de stående faciliteter danner en rentekorridor, der begrænser udsvingene i markedsrenterne. For begge centralbanker er ind- og udlånsrenten henholdsvis 1 procentpoint lavere og højere end den pengepolitiske rente. I BoEs tilfælde indsnævres korridoren dog til +/- 0,25 pct. på den sidste dag i reservekravsperioden for at understøtte opfyldelse af reservekravet uden store udsving i den korte rente.

CENTRALBANKERNES REAKTION PÅ UROEN

Indretningen og brugen af centralbankernes instrumenter er afgørende, når bankernes indbyrdes udveksling af likviditet skal afhjælpes. Centralbankerne kan imødegå spændinger i pengemarkedet ved på forskellige måder at skabe større sikkerhed om likviditetstilgængeligheden. Ved trægheder i pengemarkedet er det som udgangspunkt vigtigt, at et tilstrækkeligt stort udsnit af bankerne har direkte adgang til centralbanklikviditet, og at det tilladte sikkerhedsgrundlag for udlånene er tilstrækkeligt bredt. Desuden har mængden af udlån, løbetiden og markedsoperationernes frekvens betydning.

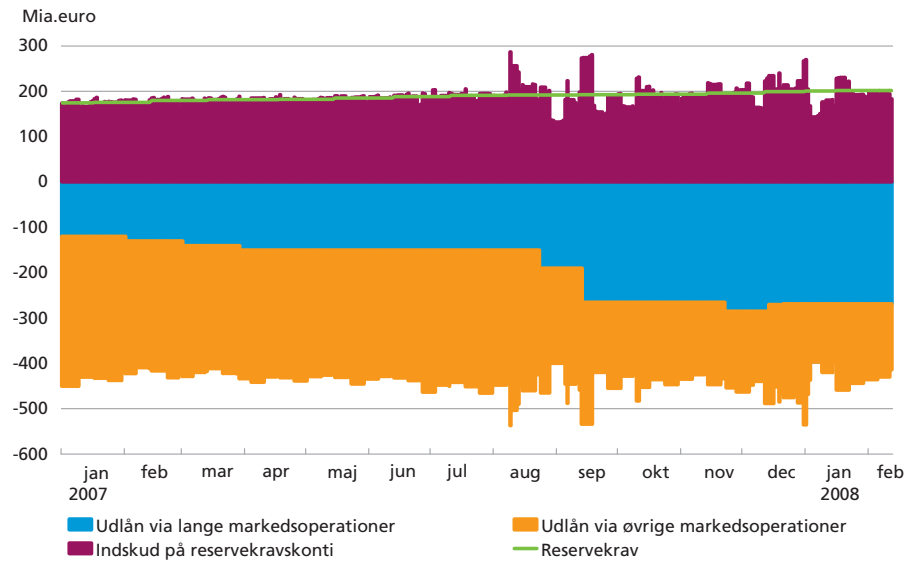
En forøgelse af mængden af centralbankudlån gør det alt andet lige lettere for bankerne at få adgang til likviditet. Det understøtter aktiviteten i pengemarkedet, fordi det giver større sikkerhed for at kunne få likviditet igen senere, hvis man låner ud til en anden bank. Centralbankerne har alle i perioder forsøgt at reducere spændingerne i pengemarkedet på denne måde. Mens Fed normalt afholder hyppige markedsoperationer, har særligt ECB, men også BoE, imødekommet bankernes likviditetsbehov under uroen ved også at øge frekvensen.

Udviklingen i ECBs udlån, bankernes indskud på reservekravskonti samt reservekravet er vist i figur 2. ECB har i perioder tilført væsentligt mere likviditet end pålagt via reservekravet. Det gælder særligt i begyndelsen af reservekravsperioderne. Set over reservekravsperioden som helhed har likviditeten dog i gennemsnit ligget tæt på reservekravet. Det afspejler, at bankerne ikke har incitament til at holde flere reserver end reservekravet, da overskudsreserver er uforrentede. Derimod forrentes indeståendet svarende til reservekravet med den gennemsnitlige skæringsrente ved de ugentlige markedsoperationer i reservekravsperioden.

Centralbankerne har tilført ekstra likviditet i situationer, hvor dag-til-dag-pengemarkedsrenten har indikeret en stigning i efterspørgslen i

ECBs UDLÅN OG BANKERNES INDSKUD PÅ RESERVEKRAVSKONTI I 2007-08

Figur 2



Kilde: ECB.

forhold til udbuddet. Både ECB og Fed foretog betydelige tildelinger i begyndelsen af august, da uroen begyndte. ECB tildelte næsten 100 mia.euro den 9. august, og den 10. august gennemførte Fed den største tildeling siden september 2001. BoE ventede med at øge likviditetstilførelsen til den reservekravsperiode, som begyndte i september, hvor bankerne valgte at øge deres reservemål.

I dele af oktober og november var der mere ro på de internationale pengemarkeder. I løbet af december steg spændingerne imidlertid igen på grund af usikkerhed omkring likviditetsforholdene ved årsskiftet. Bankerne i euroområdet justerer normalt deres balancer i forbindelse med årsskiftet af hensyn til balanceopgørelsen i årsregnskabet. Det indebærer, at bankerne nedbringer deres udlån og opbygger beholdningen af likvide midler. Centralbankerne afhjælp situationen ved at udbyde lån med løbetider, som strakte sig over årsskiftet.

Et andet fællestræk for centralbankernes reaktion på uroen har været at øge omfanget af lange udlån. Figur 2 viser udviklingen for ECB. Centralbankerne har hermed forsøgt at give bankerne større sikkerhed om likviditetssituationen over en længere periode. Reaktionen skal også ses i lyset af, at det særligt var de længere pengemarkedsrenter, der steg som konsekvens af uroen. Fed tilbød først længere udlån end normalt i diskontovinduet. Senere oprettede Fed også en helt ny facilitet i form af den såkaldte Term Auction Facility, TAF, hvor der via auktion udbydes en given mængde likviditet med en løbetid på omkring én måned.

Et meget stort antal banker har adgang til ECBs markedsoperationer, og ECB har også et meget bredt sikkerhedsgrundlag, hvorfor der ikke har været justeringer på disse områder under uroen.

Sammenlignet med ECB er adgangen til Fed's markedsoperationer mere begrænset både med hensyn til antallet af modparter og typer af sikkerhedsstillelse. Det afspejler, at de banker, som har adgang til markedsoperationerne, skal kunne deltage i markedsoperationer på daglig basis og med meget kort varsel. Fed har valgt at understøtte likviditetstilgængeligheden for et bredere udsnit af banker ved at reducere renten på lån via diskontovinduet, hvor en stor kreds af banker har adgang, og hvor sikkerhedsgrundlaget er bredere. I den nye TAF er modparts-kredsen og sikkerhedsgrundlaget desuden som i diskontovinduet. BoE udvidede sikkerhedsgrundlaget i forbindelse med auktioner vedrørende 3-måneders udlån, hvor også mængden blev forøget.

Under uroen har der været flere indikationer på dollarknaphed, ikke bare i USA men også internationalt. Kombinationen af, at kun få banker deltager i Fed's markedsoperationer, og at disse banker i lyset af deres eksponering over for den finansielle uro har holdt på likviditeten, har hæmmet den normale formidling af dollarlikviditet til udenlandske banker. For at lette adgangen til dollarlikviditet uden for USA oprettede Fed såkaldte swap lines med ECB og den schweiziske nationalbank på henholdsvis 20 og 4 mia.dollar. Herved blev det muligt for banker i euroområdet at byde på dollarlikviditet via ECB. Bankerne har endvidere kunnet anvende det sikkerhedsgrundlag, som anvendes i forbindelse med ECBs udlån af eurolikviditet.

Ovennævnte tilpasninger af centralbankernes likviditetsstyring har været foranlediget af generelle problemer i markedet og har været rettet mod markedet i sin helhed. BoE så sig imidlertid også nødsaget til at stille en særlig likviditetsfacilitet til rådighed for Northern Rock, der er en stor aktør inden for boligfinansiering. Banken havde et betydeligt indlånsunderskud og var meget afhængig af finansiering via kapital- og pengemarkederne, og disse finansieringskilder tørrede ud. BoE fik sikkerhed i Northern Rocks aktiver samt garanti for, at det engelske finansministerium ville dække tabet, hvis aktiverne skulle vise sig ikke at dække BoEs lån. Den 17. februar 2008 fremsatte regeringen forslag om at nationalisere Northern Rock midlertidigt.

DANMARK

I Danmark udgøres centralbanklikviditeten af bankernes indskud på foliokonti i Nationalbanken. Foliokonti er anfordringskonti, og herfra afvikles bankernes betalinger.

På den sidste bankdag i hver uge afholder Nationalbanken ordinære markedsoperationer. Her kan bankerne optage 7-dages lån mod sikkerhed. Sikkerhedsgrundlaget udgøres hovedsageligt af danske statspapiere, realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer.

Midlerne fra lånene kan bankerne placere på folio eller i indskudsbeviser, som bankerne også har mulighed for at købe ved de ordinære markedsoperationer. Udlånsrenten er lig indskudsbevisrenten, mens folio-renten er lidt lavere.

Nationalbankens markedsoperationer sker gennem et åbent vindue, hvor bankernes efterspørgsel efter lån og indskudsbeviser imødekommes til den rente, som på forhånd er fastsat af Nationalbanken.

I perioden mellem markedsoperationerne kan likviditeten påvirkes af andre forhold end Nationalbankens markedsoperationer, fx betalinger til eller fra statens konto eller interventioner i valutamarkedet.

Der er fastsat et samlet loft for bankernes indskud på folio ved dagens slutning, ligesom der ikke må foretages overtræk fra dag til dag. Loftet skal sikre, at der ikke opbygges store indskud på folio, som kan anvendes til spekulation i rente- og valutakursændringer. Nationalbanken vil altid tilføre mere likviditet, hvis det samlede folioindestående bliver meget lavt. Herved sikres, at der ikke opstår problemer med den daglige betalingsafvikling. Likviditetstilførslen sker ved, at Nationalbanken tilbagekøber indskudsbeviser. Omvendt vil Nationalbanken udstede flere indskudsbeviser, hvis loftet for foliokontiene nås. Indskudsbeviser indgår således som en del af modparternes likviditetsberedskab, såfremt der skulle opstå problemer i forbindelse med afviklingen af store betalinger. Indskudsbeviser kan desuden handles indbyrdes mellem bankerne og hermed anvendes til udveksling af likviditet uden kreditrisiko.

Den danske finansielle sektor har kun i relativt beskedent omfang været eksponeret over for subprime-lån til amerikanske boligejere, hvorfra uroen udsprang, og den internationale finansielle uro har ikke givet anledning til ekstraordinære markedsoperationer eller justeringer i Nationalbankens likviditetsstyring.

Bankerne har gennem de senere år opbygget et relativt stort likviditetsberedskab i form af en øget beholdning af indskudsbeviser. Der er indikationer på, at beredskabet i moderat omfang er øget yderligere under uroen. Bankerne har således øget deres lån i Nationalbanken ud over, hvad der kan forklares ved likviditetsdrænet fra de autonome poster. Fra august til december 2007 har de autonome poster drænet likviditet for 78 mia.kr., mens bankernes lån i Nationalbanken er steget med 114 mia.kr. Der er ikke sket yderligere opbygning af likviditetsberedskabet efter nytår.

SAMMENFATNING

Den finansielle uro har stillet store krav til centralbankernes ageren som udbydere af likviditet. Centralbankerne har på den baggrund foretaget en række tiltag, der har skabt større sikkerhed blandt bankerne om tilgængeligheden af likviditet. De konkrete tiltag har varieret fra land til land og har været afhængige af udformningen af det pågældende lands pengepolitiske instrumenter. Tiltagene har bl.a. omfattet hyppigere markedsoperationer og større udlån, større udbud af lån med længere løbetider, udvidelse af sikkerhedsstillelsesgrundlaget og nye lånefaciliteter.

LITTERATUR

Bindseil, Ulrich, Benedict Weller og Flemming Würtz (2003), Central Bank and Commercial Banks Liquidity Management – What Is the Relationship?, *Economic Notes*, Vol. 32(1), pp. 37-66.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2005), *The Federal Reserve System: Purposes and functions*.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2007), Federal Reserve and other central banks announce measures designed to address elevated pressures in short-term funding markets, Press release, 12 December.

Clews, Roger (2005), Implementing monetary policy: reforms to the Bank of England's operations in the money market, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Summer.

Danmarks Nationalbank (2003), *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave.

ECB (2004), *The monetary policy of the ECB*.

ECB (2007), The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem, *ECB Monthly Bulletin*, October.

Geithner, Timothy (2007), *Restoring market liquidity in a financial crisis*, Welcoming remarks at the Second New York Fed-Princeton University Liquidity Conference, December 13.

Lund, Jakob Windfeld (2007), Uro på de finansielle markeder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Mishkin, Frederic S. (2007), Financial instability and the Federal Reserve as a liquidity provider, Speech at the Museum of American Finance Commemoration of the Panic of 1907, New York, New York, October 26.

Cibor

Morten Kjærgaard og Katrine Skjærbæk, Handelsafdelingen

INDLEDNING

Copenhagen Interbank Offered Rate, Cibor, har, ligesom andre internationale pengemarkedsreferencerenter som Libor og Euribor, været præget af større usikkerhed end normalt under den finansielle uro siden august sidste år.¹ Spændene over for andre rentesatser er steget og har været meget volatile, ligesom de indberetninger, der ligger bag fastsættelsen af Cibor, har udvist større spredning end normalt.

Cibor er en reference for renten på usikrede pengemarkedslån, dvs. lån uden sikkerhedsstillelse. På mange finansielle produkter, både i det professionelle og det private marked, anvendes Cibor som udgangspunkt for rentefastsættelsen. Cibor og de andre internationale referencerenter blev konstrueret på et tidspunkt, hvor pengemarkedet – markedet for kortsigtet likviditet mellem bankerne – var domineret af usikrede forretninger. Gennem de sidste 20 år er der sket et strukturelt skifte i pengemarkedet fra usikrede forretninger til sikrede forretninger på alt undtagen de allerkorteste løbetider.

Under normale omstændigheder er det ikke det store problem, at dybden i markederne bag Cibor og andre referencerentesatser er beskeden, fordi spændet over for andre pengemarkedssatser, herunder de sikrede satser, er begrænset og relativt stabilt. Det giver et sikkert fundament for at kunne fastsætte Cibor relativt til andre rentesatser. Under den seneste uro har der imidlertid været større usikkerhed i fastsættelsen af Cibor som følge af den pludselige ændring i likviditets- og kreditforholdene på markedet for usikrede udlån, hvorfor Cibor og andre referencerenter har været mere i fokus.

Artiklen giver en beskrivelse af Cibor. Reglerne for beregning af Cibor forklares, og konsekvenserne af uroen belyses. Derefter redegøres for den underliggende omsætning i pengemarkedet samt Cibors betydning som referencerente.

¹ For en nærmere beskrivelse af den finansielle uro, se Lund (2007) og Kjærgaard og Risbjerg (2008).

DEFINITION OG BEREGNING

Cibor er en reference for renten på kroneudlån uden sikkerhed mellem banker med høj kreditværdighed. Referencerenten beregnes på baggrund af stillede satser fra 12 pengeinstitutter, de såkaldte Cibor-stillere. Den brede kreds af Cibor-stillere, der også omfatter udenlandske pengeinstitutter, bidrager til kvaliteten af Cibor-fastsættelsen.

Cibor-stillerne er ikke forpligtet til at udlåne til den sats, de stiller, men satsen skal reflektere et så realistisk renteniveau som muligt. Hver Cibor-stiller indberetter dagligt en rentesats for udlån med løbetider på 1 og 2 uger samt løbetider fra 1 til 12 måneder. Satserne indberettes til Nationalbanken, som herefter beregner Cibor. Cibor beregnes som et gennemsnit af de stillede satser efter frasortering af de højeste og laveste satser. Herved begrænses effekten af afvigende satser. Beregningen af Cibor er nærmere beskrevet i boks 1.

Cibor er i familie med Libor¹ (London Interbank Offered Rate), Euribor (Euro Interbank Offered Rate), Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate) m.fl.

I den helt korte ende af pengemarkedet beregner Nationalbanken også en referencerente for usikrede udlån på dag-til-dag-basis i form af tomorrow-next-renten (T/N), dvs. en rente for udlån med start første bankdag efter indgåelse og udløb anden bankdag efter indgåelse. T/N-renten er baseret på faktiske udlån. Kredsen af T/N-indberettere består af 13 pengeinstitutter, og de indberetter dagligt gårsdagens omsætning og den gennemsnitlige rente til Nationalbanken. Nationalbanken beregner herefter T/N-renten som den omsætningsvægtede gennemsnitsrente.

RENTEUDVIKLINGEN

Referencerenterne afspejler aktuelle og forventede fremtidige pengepolitiske renter, men indeholder også tillæg for likviditets- og kreditrisiko. Under normale forhold er likviditets- og kreditrisikopræmierne små og stabile for renter som Cibor, Libor USD og Euribor, og udviklingen i renterne vil være bestemt af niveauet for den pengepolitiske rente og forventede ændringer heri.

Korte renteswaps er en aftale om afregning af en fast swaprente mod gennemsnittet af en dag-til-dag-rente over en bestemt periode. Idet korte renteswaps afspejler aktuelle og forventede pengepolitiske renter,

¹ Libor beregnes for 10 valutaer, herunder danske kroner. Cibor og Libor DKK følges tæt ad.

BEREGNING AF CIBOR	Boks 1
Cibor stilles dagligt af følgende 12 pengeinstitutter: ABN AMRO, Barclays Capital, Danske Bank, Deutsche Bank, Fionia Bank, HSH Nordbank, Jyske Bank, Nordea, Nykredit Bank, Royal Bank of Scotland, Spar Nord Bank og Sydbank. Cibor-stillerne er organiseret i regi af Finansrådet, hvor der er opstillet regler for deltagelse i gruppen. For hver af de i alt 14 løbetider beregnes Cibor ved at udelade de tre højeste og tre laveste satser og derefter beregne et simpelt gennemsnit af de resterende satser. Hvis der kun er 11 stillere eller færre, udelades de to højeste og laveste satser. Hvis der er færre end otte stillere, udelades kun den højeste og laveste sats, før der beregnes et gennemsnit af de resterende satser. De enkelte stilleres satser stilles med to decimaler, mens den beregnede Cibor-sats for de enkelte løbetider offentliggøres med fire decimaler. Cibor-stillerne indberetter deres satser kl. 10.30, og de endelige Cibor-renter offentliggøres kl. 11 sammen med de enkelte stilleres satser. Offentliggørelse af de enkelte bankers satser understøtter kvaliteten i fastsættelsen. Cibor-satserne kan bl.a. læses på Finansrådets hjemmeside, www.finansraadet.dk, og Nationalbankens hjemmeside, www.nationalbanken.dk.	

giver spændet mellem referencerenterne og korte renteswaps en indikation af størrelsen af likviditets- og kreditpræmien¹.

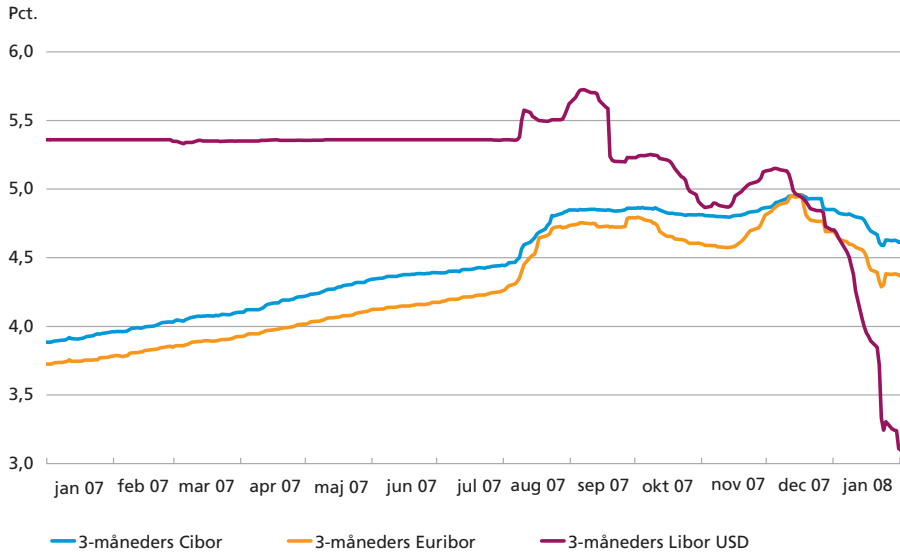
Den gradvise stigning i Cibor og Euribor frem til august har været drevet af forventninger til stigninger i de pengepolitiske renter, mens Libor USD var stabil, jf. figur 1. Likviditets- og kreditrisikopræmierne var små og stabile. Fra september er Libor USD faldet støt, i særdeleshed i forbindelse med de amerikanske rentenedsættelser i 2008, og Cibor og Euribor har været faldende siden midten af december. Den generelle udvidelse af spændet over for renteswaps siden begyndelsen af august kan henføres til udvidelsen af likviditets- og kreditspænd i forbindelse med den finansielle uro, jf. figur 2. Kredit- og likviditetspræmierne er beskrevet nærmere i boks 2.

Libor, Euribor og Cibor m.fl. er blevet anvendt som en målestok for omfanget af den finansielle uro. Uroen betød, at bankerne skærpede likviditetsberedskabet, blev mindre villige til at låne ud og i stigende grad blev bekymrede for kreditrisiko. Markedet har skullet fastsætte nye niveauer for likviditets- og kreditpræmier i en situation med generelt øget usikkerhed, brede bid-offer-spænd og begrænset omsætning. Samtidig er der kommet større usikkerhed ind i fastsættelsen af referencerenter-

¹ Korte renteswaps, også kaldet Overnight Index Swaps (OIS), er renteswaps, der udveksler en variabel dag-til-dag-rente mod en fast rente. En OIS har kun et beskedent kreditelement, da der ikke udveksles hovedstol, det variable ben er en dag-til-dag-rente, og mange kontrakter bruger marginafregning med henblik på at reducere modpartsrisiko. OIS er dog kun en approksimativ afspejling af den pengepolitiske rente. Den korte rente i renteswaps ligger typisk lidt over den pengepolitiske rente.

REFERENCERENTER (3 MÅNEDER)

Figur 1



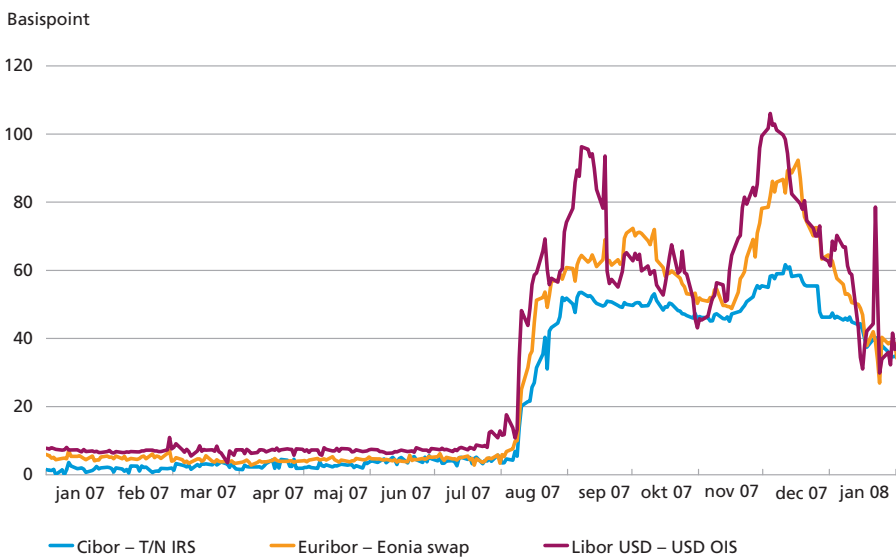
Kilde: Reuters.

ne, idet bankerne bag renterne i forskellig grad har været eksponeret over for uroen.

Usikkerheden er bl.a. kommet til udtryk i en øget spredning i de individuelle stilleres satser målt som forskellen mellem den højeste og laveste

RENTESPÆND MELLEML REFERENCERENTER OG KORTE RENTESWAPS (3 MÅNEDER)

Figur 2



Kilde: Reuters.

KREDIT- OG LIKVIDITETSPRÆMIER

Boks 2

Den usikrede rente (Cibor) afspejler både den aktuelle og forventede pengepolitiske rente, kreditrisiko og likviditetsrisiko mv. Renten på korte renteswaps (T/N IRS) kan bruges som approksimation for den risikofrie rente, og spændet mellem Cibor og T/N IRS giver dermed en indikation af den samlede størrelse på de kredit- og likviditetspræmier, der indgår i Cibor.

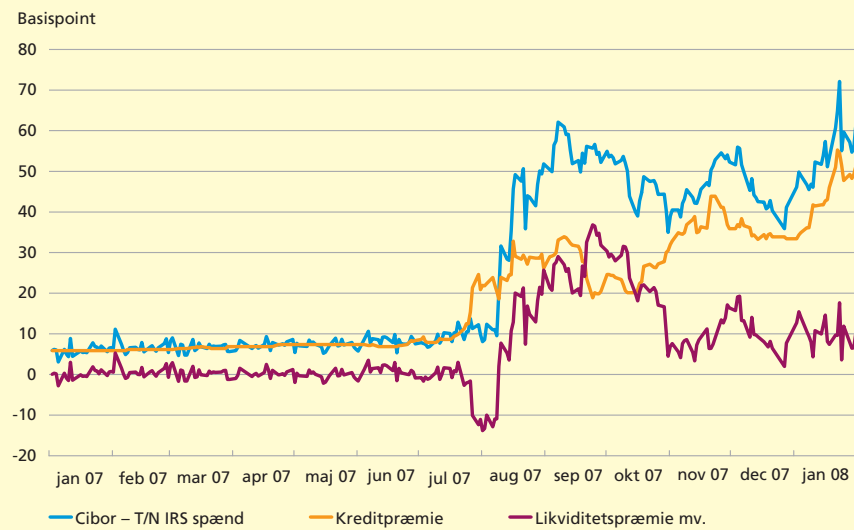
Spændet kan dekomponeres i henholdsvis en kreditpræmie og en præmie for andre risikofaktorer, herunder likviditetsrisiko. Et estimat for kreditpræmien kan fx baseres på Credit Default Swap (CDS)-spænd, der giver en indikation af kreditpræmien i markedet.¹ Den del af Cibor-T/N IRS-spændet, der ikke forklares af kreditpræmien, vil afspejle andre faktorer, herunder likviditetspræmien. Der findes imidlertid ikke CDS-spænd for alle Cibor-stillinger. Med henblik på at opnå et indikativt indtryk af udviklingen sammenholdes spændet mellem Cibor og T/N IRS med et gennemsnit af CDS-spændet for de to største banker på det danske pengemarked.

Inden den finansielle uro var kredit- og likviditetspræmierne i Cibor relativt små og stabile, jf. figur 3. Kreditpræmien begyndte at stige i juli 2007, dvs. inden pengemarkedsrenterne reagerede på den finansielle uro i august. I de første måneder efter uroens begyndelse udgjorde likviditetspræmien mv. også en betydelig andel af spændudvidelsen. Kreditpræmien steg yderligere i oktober, november og januar, mens likviditetspræmien mv. aftog.

Bank of England (2007) har dekomponeret Libor-spænd for britiske pund, euro og dollar. Spændudvidelsen mellem Libor og korte renteswaps er endnu større end mellem Cibor og korte renteswaps. Likviditetspræmien synes at forklare langt hovedparten af spændudvidelsen i begyndelsen af uroen. Herefter aftager likviditetspræmien, mens kreditpræmien fortsat øges i overensstemmelse med udviklingen i figur 3.

DEKOMPONERING AF 12-MÅNEDERS SPÆND MELLEM CIBOR OG T/N IRS

Figur 3

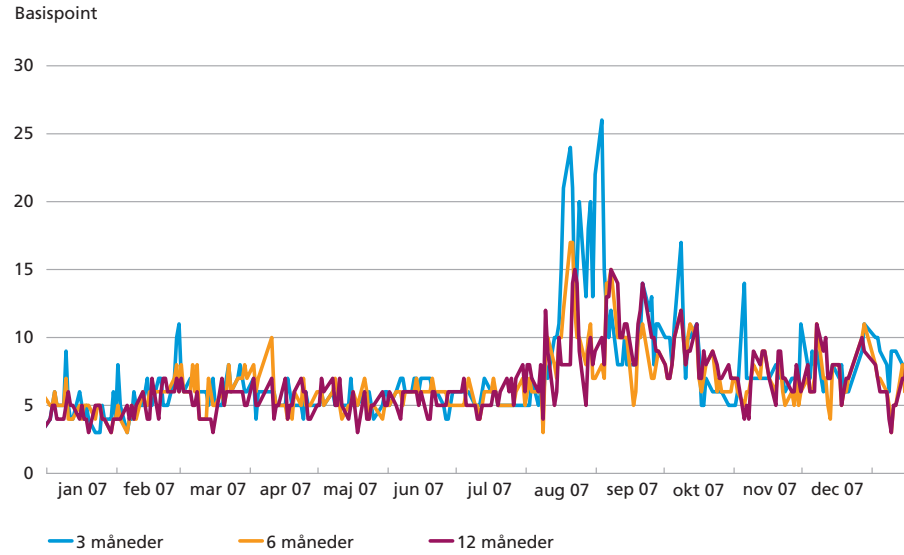


Kilde: Reuters, Bloomberg samt egne beregninger.

¹ En Credit Default Swap (CDS) er en kontrakt, der forsikrer imod en bestemt virksomheds konkurs. Prisen på en CDS afspejler, hvor stor en præmie en investor vil have for at holde obligationer udstedt af en bestemt virksomhed i forhold til at holde en risikofri obligation.

SPREDNING I INDIVIDUELLE CIBOR-STILLERES SATSER

Figur 4



Kilde: Danmarks Nationalbank.

sats af alle indberettede satser, jf. figur 4. Spredningen i de individuelle Cibor-stilleres satser har i de seneste år ligget på omkring 5 basispoint i gennemsnit. Efter den internationale finansielle uro ramte pengemarkedet, steg spredningen i de individuelle stilleres satser til i gennemsnit 9 basispoint. Samme udvikling kan observeres for fx Libor USD og Libor EUR, hvor spredningen i de individuelle stilleres satser steg fra gennemsnitligt 2 basispoint til en gennemsnitlig spredning på 10-11 basispoint.

En begrænset dybde i de underliggende markeder for Cibor og andre referencerenter er ikke nødvendigvis et problem, hvis spændene over for andre og mere handlede renter er stabile. Under normale markedsforhold kan Cibor-stillelsen fx baseres på usikrede udlån i interbankmarkedet i euroområdet, FX swaps, repoer eller korte renteswaps.

OMSÆTNING I PENGEMARKEDET

Cibor blev første gang beregnet i 1988, hvor strukturen på pengemarkedet var anderledes end i dag. Dengang udgjorde det usikrede udlånsmarked en stor andel af pengemarkedet, men der er over årene sket et strukturelt skifte mod sikrede forretninger i Danmark såvel som internationalt.

Usikrede udlån udgør omkring en tredjedel af den samlede udlånsomsætning, men langt hovedparten af omsætningen ligger i den helt korte ende, jf. figur 5. Omkring 1 pct. af omsætningen i usikrede udlån har en

løbetid over 1 måned. Det største segment i det usikrede pengemarked er dag-til-dag tomorrow-next-lån. For repoforretninger og FX swaps ligger hovedparten af omsætningen også i de korte løbetider, men med en klar forskydning mod længere løbetider i forhold til usikrede udlån.

I det usikrede pengemarked for euro finder den største del af omsætningen ligeledes sted i den korte ende, jf. ECB (2007). Det største segment er dag-til-dag-udlån med udløb første bankdag efter indgåelse (overnight), der udgør omkring 70 pct. af den samlede omsætning. 4 pct. af omsætningen har en løbetid på 1 måned og derover. Løbetidsvægtes omsætningen, udgør udlån overnight dog ca. 10 pct. af de samlede usikrede udlån, mens løbetider fra 1 måned og derover udgør omkring to tredjedele af udlånene.

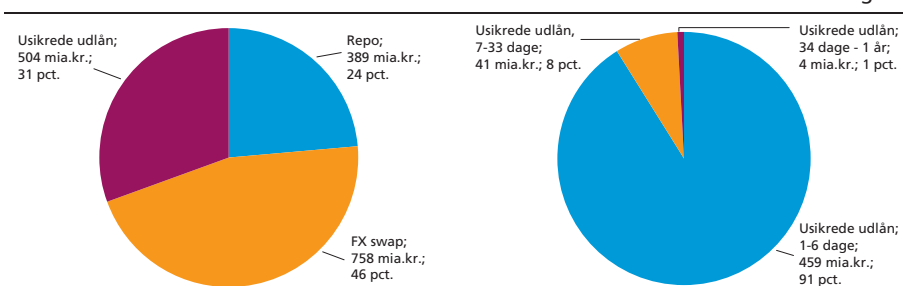
ANVENDELSE

Omsætningen i det usikrede interbank-marked, som ligger til grund for Cibor-stillelsen, er beskeden, men omfanget af finansielle instrumenter, som er knyttet til Cibor, er meget stort. Cibor anvendes som reference-rente for en række låneaftaler, realkreditobligationer og afledte finansielle instrumenter (derivater). I den seneste tid har flere banker også valgt at basere ud- og indlånsrenter på Cibor. I mange af låneaftalerne fastsættes renten som Cibor plus et tillæg, der er individuelt fastsat, og som afspejler den relative kreditrisiko og kundens forhandlingsevne.

Der findes ikke en opgørelse af omfanget af variabelt forrentede lånaftaler mellem banker og virksomheder med Cibor som reference. Den udestående mængde Cibor-baserede realkreditobligationer udgjorde 416 mia.kr medio januar. Mængden er steget med næsten 200 mia.kr. i løbet af de seneste to år. Obligationerne finansierer forskellige typer lån,

UDLÅNSOMSÆTNING I PENGEMARKEDET

Figur 5



Anm.: Baseret på indberetninger til Nationalbanken fra kredsen af T/N-stillere. Tallene angiver den månedlige gennemsnitlige omsætning fra januar 2006 til juni 2007. I et repoudlån modtages sikkerhed i form af en obligation. I en FX swap modtages sikkerhed i form af fremmed valuta.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

RENTEDERIVATER	Boks 3
• <i>Forward rate agreement (FRA)</i>: En aftale om fastfrysning af en rentesats i en given fremtidig periode. Standardiserede FRA-kontrakter løber over 3 eller 6 måneder med afregning fire gange årligt og benytter Cibor som reference. Ved begyndelsen af den fremtidige periode foretages en differenceafregning af et beløb, der svarer til forskellen mellem at anvende den aftalte referencerente og den aftalte FRA-rente. • <i>Renteswap</i>: En aftale om bytte af rentebetalinger i en periode. Typisk byttes faste mod variable renter. Den variable rente er normalt baseret på Cibor for danske kroner eller lignende referencerenter for andre valutaer. • <i>Tomorrow/Next Interest Rate Swap (T/N IRS)</i>: En kort renteswap, der anvender T/N-renten som referencerente. Aftalens parter bytter en variabel rente (T/N-renten) mod en fast rente. Aftalen kan indgås på standardiserede løbetider mellem 1 og 12 måneder. Der afregnes udelukkende et nettobeløb ved aftalens udløb, som afhænger af T/N-rentens udvikling i aftaleperioden. T/N IRS kaldes også for CITA (Copenhagen Interest T/N Average). • <i>Renteoption</i>: En aftale, som giver den ene part ret, men ikke pligt til at modtage eller betale en bestemt rente i en fremtidig periode på en aftalt hovedstol.	

herunder variabelt forrentede udlån til erhverv og variabelt forrentede lån med renteloft til private. 88 pct. af Cibor-obligationerne har 6-måneders Cibor som reference, og de resterende 12 pct. baseres på 3-måneders Cibor.

Rentederivater er en anden stor gruppe af finansielle instrumenter, som benytter Cibor, T/N m.fl. som reference. I boks 3 beskrives forskellige rentederivater. Den Internationale Betalingsbank, BIS, har opgjort den daglige omsætning af rentederivater i danske kroner til i alt 5,5 mia.kr. pr. dag i april 2007, jf. tabel 1. På baggrund af BIS-undersøgelsen kan den beregningsmæssige hovedstol skønnes at udgøre omkring 1.250 mia.kr.¹

Den danske stat er en stor aktør på renteswap-markedet. Ultimo 2007 havde staten en beholdning af kronerenteswaps på 65 mia.kr., der alle er knyttet til 6-måneders Cibor, jf. Danmarks Nationalbank (2008). Derudover har staten en beholdning af eurorenteswaps på 57 mia.kr., hvor referencerenten er 6 måneders Euribor. Staten bruger renteswaps til at styre renterisikoen på statsgælden.

På internationalt plan handles ligeledes en meget stor mængde finansielle kontrakter, hvor renten er bundet op på en fastsat usikret udlånsrente som Libor, Euribor og lignende. Alene den daglige omsætning i rentederivater er på over 9.000 mia.kr., jf. tabel 1, og den beregnings-

¹ Skønnet er baseret på en antagelse om, at omsætningen af rentederivater i danske kroner har omtrent samme løbetidsfordeling som de valutaer, for hvilke der opgøres en beregningsmæssig hovedstol i BIS (2007). Hovedstolen opgøres alene beregningsmæssigt for at bestemme størrelsen af rentebetalingerne.

OMSÆTNING PÅ RENTEDERIVATMARKEDET I APRIL 2007 Tabel 1

Mia.kr. pr. bankdag	Danske kroner	Globalt
Forward rate agreements (FRAs)	2,5	1.424,0
Renteswaps	2,8	6.670,8
Rentederivater (OTC)	0,2	1.187,2
Rentederivater i alt	5,5	9.294,6

Anm.: For den globale omsætning svarer "Rentederivater i alt" ikke helt til summen for de enkelte instrumenter, da der indgår en lille omsætning af "andre produkter" i totalen. Der er omregnet til danske kroner ved brug af den gennemsnitlige valutakurs for dollar mod danske kroner i april 2007.

Kilde: BIS (2007).

mæssige hovedstol var ifølge BIS (2007) på 388.627 mia.dollar ved udgangen af juni 2007.

KONKLUSION

Referencerenter som Cibur, Libor m.fl. har til hensigt at udgøre en transparent og repræsentativ afspejling af markedsforholdene, som gør det lettere at værdisætte forskellige produkter. Renternes benchmarkstatus afhænger i sidste instans af, om markedet anser dem som den bedste reference for de tilknyttede instrumenter.

Selv om der er sket et strukturelt skifte i pengemarkedet i retning af sikrede forretninger, siden Cibur m.fl. blev indført, har referencerenterne tjent et nyttigt formål. Under normale markedsforhold er der således stor sikkerhed i fastsættelsen af referencerenterne, idet kreditelementet er beskedent og stabilt.

Den finansielle uro siden august 2007 har skabt større usikkerhed i fastsættelsen af referencerenterne. Det skyldes en pludselig og markant ændring af likviditets- og kreditvilkårene. Spændet mellem usikrede og sikrede satser vil stige i en sådan situation, ligesom usikkerheden i fastsættelsen vil blive større. Usikkerheden er imidlertid også forstærket af, at aktiviteten i det underliggende marked er meget begrænset.

De enkelte banker er ikke forpligtet til at handle til de renter, de stiller, men det er afgørende, at de stilles med størst mulig præcision i forhold til de faktiske markedsvilkår, ikke mindst i lyset af det store omfang af tilknyttede instrumenter. Den brede deltagerkreds, beregningsmetoden og offentlighedsførelsen af de enkelte bankers satser har alle til hensigt at underbygge kvaliteten i Cibur-fastsættelsen.

LITTERATUR

Bank of England (2007), *Quarterly Bulletin*, 2007 Q4, Volume 47 No. 4.

BIS (2007), *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007 – Final results*, december.

Danmarks Nationalbank (2003), *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave.

Danmarks Nationalbank (2008), *Statens låntagning og gæld 2007*.

ECB (2007), *Euro Money Market Study 2006*, februar.

Egstrup, Rune og Birgitte Damm Fischer (2007), Valuta- og derivatmarkederne i 2007, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Gyntelberg, Jacob og Phillip Wooldridge (2008), Interbank rate fixings during the recent turmoil, *BIS Quarterly Review*, marts.

Kjærgaard, Morten og Lars Risbjerg (2008), Finansiell uro, likviditet og centralbankerne, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Lund, Jakob Windfeld (2007), Uro på de finansielle markeder, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Pedersen, Anders Mølgaard og Michael Sand (2002), Det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Den finansielle sektors betalinger via Kronos

Irene Madsen, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING

Nationalbankens betalingssystem, Kronos, spiller en central rolle i den danske betalingsinfrastruktur. Betalingsinfrastrukturen er baseret på elektroniske betalingssystemer, der dagligt i gennemsnit håndterer detailbetalinger (fx Dankort, Betalingsservice, indbetalingskort mv.) for 23 mia.kr., værdipapirhandler (fx aktie- og obligationshandler) for 93 mia.kr. og valutahandler (handler i danske kroner mod udenlandsk valuta) for 203 mia.kr. Nationalbanken fungerer som afviklingsbank i den finansielle infrastruktur, dvs. de finansielle institutter afregner deres mellemværender på konti i Nationalbanken. I denne artikel beskrives betalingsstrømmene i Kronos og i særdeleshed deltagernes betalinger til hinanden og betalinger afviklet gennem de tilsluttede afviklingssystemer.

BETALINGSAFVIKLING I KRONOS

Da Nationalbanken fungerer som afviklingsbank, har deltagerne i betalingsinfrastrukturen konti i Nationalbanken. Kontohaverne er primært penge- og realkreditinstitutter og filialer af udenlandske kreditinstitutter.

Herudover kan virksomheder, som efter Nationalbankens vurdering har væsentlig betydning for betalingsafviklingen, fx CLS Bank og Euroclear Bank, få konto. Finansielle institutter, som ikke har konto, må benytte en korrespondentbank for at få adgang til den danske betalingsinfrastruktur. Ved udgangen af 2007 var der 126 kontohavere. Omkring 40 mindre danske kreditinstitutter havde ikke konto i Nationalbanken.

Det er karakteristisk for Kronos, at der er mange direkte deltagere sammenlignet med andre mindre vesteuropæiske lande. Det er sandsynligvis årsagen til, at koncentrationsgraden i betalingsafviklingen i Nationalbanken er relativt lav, jf. tabel 1.

DELTAGERE I NATIONALE RTGS-SYSTEMER, 2006

Tabel 1

	MFler ¹	Direkte deltagere	Omsætning i forhold til BNP	Koncentra- tionsgrad ²
Belgien (EUR)	107	16	61	0,90
Danmark (DKK)	192	125	40	0,69
Holland (EUR)	371	99	60	0,72
Irland (EUR)	79	21	38	0,76
Norge (NOK)	151	145	20 ³	n.a.
Sverige (SEK)	206	20	44	0,77
Østrig (EUR)	810	84	31	0,59

Kilde: ECB, Blue Book og Norges Bank.

¹ MFler betegner antallet af betalingsinstitutter i landet, såsom centralbanken, kreditinstitutter m.fl.

² Koncentrationsgraden er den andel, de 5 største deltagere udgør af transaktionerne målt på værdi i det nationale RTGS-system.

³ Omsætningen omfatter kun RTGS-betalinger og ikke afviklinger og kan dermed ikke sammenlignes direkte med Danmark.

Betalinger kan sendes gennem Kronos enten via SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) eller manuelt gennem en Kronos-terminal via PI-netværket. SWIFT er et internationalt finansielt netværk, der anvendes globalt af finansielle institutter, betalings- og afviklingssystemer, børser mv. til at sende og modtage en række forskellige finansielle meddelelsestyper, heriblandt betalingsinstrukser. PI-netværket er et lukket netværk, der forbinder pengeinstitutternes datacentraler, Værdipapircentralen (VP), Payment Business Services (PBS) og Nationalbanken. For at tilgodese både deltagere, der anvender Kronos-terminalen/PI-nettet, og deltagere med SWIFT, er der et modul i Kronos – Poseidon – der kan omdanne SWIFT-betalingsmeddelelser til PI-net-meddelelser og omvendt. De største deltagere vil typisk sende og modtage betalinger via SWIFT, idet betalingen herved kan håndteres fuldautomatisk, såkaldt Straight-Through-Processing, STP.

Transaktionerne i Kronos er koncentreret på de 10 største pengeinstitutter, som målt på værdi gennemfører 78 pct. af transaktionerne på foliokontiene, jf. tabel 2. Samlet udgjorde transaktionerne i 2007 70.259 mia.kr., hvilket svarer til ca. 40 gange det danske bruttonationalprodukt.

TRANSAKTIONER I KRONOS FORDELT PÅ DELTAGERE, 2007

Tabel 2

Institut	Antal	Værdi, mia.kr.	Andel i pct.
De 10 største pengeinstitutter	569.902	54.689	78
Øvrige pengeinstitutter med SWIFT (41)	103.609	7.809	11
Øvrige pengeinstitutter uden SWIFT (59)	32.521	1.359	2
Realkreditinstitutter (5)	11.123	2.615	4
Andre deltagere i Kronos (11)	19.607	3.787	5
I alt (126)	736.762	70.259	100

Anm.: Tallene i parentes angiver antal institutter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Betalingsafvikling på deltagernes foliokonti

I boks 1 er de centrale betalings- og afviklingssystemer i den danske finansielle infrastruktur vist. I tabel 3 er Kronos-deltagernes transaktioner på foliokontiene opdelt efter de systemer, som de vedrører.

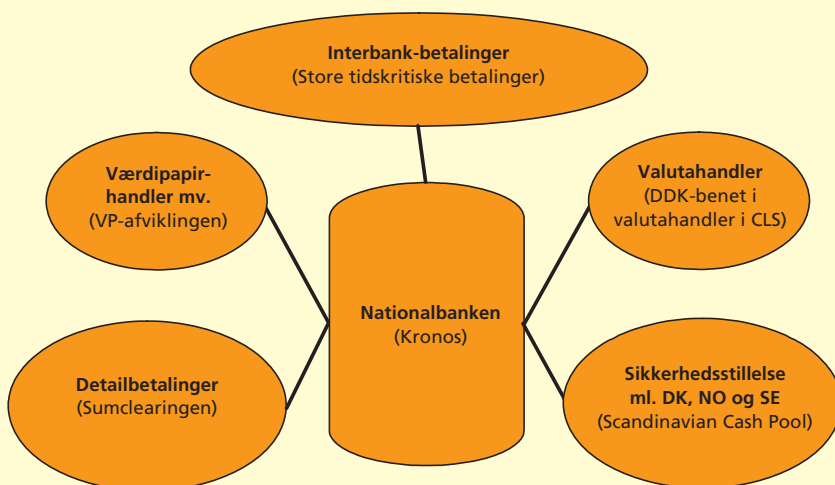
CENTRALE BETALINGS- OG AFVIKLINGSSYSTEMER I DEN DANSKE FINANSIELLE INFRASTRUKTUR

Boks 1

Nationalbankens betalingssystem, Kronos, er centrum for den danske betalingsafvikling, jf. figur 1. Kronos er et Real Time Gross Settlement System, RTGS-system, og blev sat i drift i 2001.

KRONEBETALINGER AFVIKLET I NATIONALBANKEN

Figur 1



VP-afviklingen er VPs system til afvikling af værdipapirhandler og periodiske betalinger (renter, udtrækninger og udbytter). I værdipapirtransaktioner afvikles værdipapirbenet i VP, mens pengebenet afvikles på deltagernes konti i Nationalbanken.

Sumclearingen er Finansrådets system til afvikling af detailbetalinger. Systemet afvikler næsten alle danske detailbetalinger, fx Dankorttransaktioner, Betalingsservice, konto-til-konto-overførsler mv. Systemet opereres af PBS, mens den endelige overførsel af penge mellem deltagerne sker på konti i Nationalbanken.

CLS er et internationalt system til afvikling af primært valutahandler i 15 valutaer. CLS Bank International blev etableret i 2002 af en række af verdens største banker. Danske kroner blev tilsluttet CLS i 2003, hvorefter ind- og udbetalingerne til brug for afviklingen af kronebenet i deltagernes valutahandler sker via CLS Banks konto i Nationalbanken. I 2007 blev CLS udvidet med afvikling af betalinger i forbindelse med kreditderivater.

SCP (Scandinavian Cash Pool) er et system til grænseoverskridende sikkerhedsstillelse for intradag-kredit i danske, norske og svenske kroner. Systemet blev etableret i 2003 og kan benyttes af kreditinstitutter i Danmark, Norge og Sverige, der er deltagere i de respektive centralbankers betalingssystemer.

TRANSAKTIONER PÅ DELTAGERNES FOLIOKONTI FORDELT PÅ TYPER, 2007 Tabel 3

	Mia.kr.	Mia.kr. pr. bankdag	Andel i pct.
Interbank-betalinger	30.876	124	44
Pengepolitiske operationer	13.662	55	19
Diverse, inkl. kontantdepoter	535	2	1
Sikkerhedsstillelse mv. knyttet til andre afviklingssystemer:			
CLS-afviklingen, inkl. CLS Banks konto	3.460	14	5
Sumclearingen	9.861	40	14
VP-afviklingen	9.039	36	13
Scandinavian Cash Pool	2.827	11	4
I alt	70.259	282	100

Anm.: Transaktionerne er opgjort ud fra deltagernes debetposterings på foliokonti (valørdato).
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Interbank-betalingerne, som er deltagernes indbyrdes betalinger, udgør 44 pct. af værdien af transaktionerne, jf. tabel 3. Disse betalinger afvikles enkeltvis i bruttobeløb og umiddelbart efter, at Nationalbanken har modtaget betalingsinstruktionen.

Koncentrationen på de største deltagere er udtalt, jf. tabel 4. Interbank-betalinger, som involverer de 10 største afsendere og modtagere, udgør 97 pct. af transaktionerne, hvoraf betalingerne mellem de 10 største afsendere og modtagere udgør 76 pct. Interbank-betalinger mellem de øvrige deltagere udgør kun 3 pct.

Betalingsafviklingen for de tilsluttede afviklingssystemer (CLS, VP-afviklingen og Sumclearingen) udgør 32 pct. af transaktionernes værdi, jf. tabel 3. De afviklede bruttobeløb i afviklingssystemerne er væsentligt større, jf. tabel 5, da der foregår en udligning af modgående betalinger, såkaldt netting, før betalingerne gennemføres.

KONCENTRATIONEN AF INTERBANK-BETALINGER, 2007 Tabel 4

Mia.kr. (andel i pct.)	10 største modtagere	Øvrige modtagere	I alt
10 største afsendere	23.590 (76)	3.288 (11)	26.878 (87)
Øvrige afsendere	3.058 (10)	940 (3)	3.998 (13)
I alt	26.648 (86)	4.228 (14)	30.876 (100)

Anm.: Tabellen viser fordelingen af interbank-betalinger på de 10 største afsendere og modtagere samt øvrige deltagere.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

BRUTTO- OG NETTOBELØB I AFVIKLINGEN I SUMCLEARINGEN, VP OG CLS, 2007 Tabel 5

Mia.kr.	Bruttobeløb afviklet i systemerne	Nettobeløb afviklet i Nationalbanken	"Netting"- effekt
Sumclearingen	5.750	1.339	1:4
VP-afviklingen	23.172	1.855	1:12
CLS-afviklingen (kronedelen)	50.446	2.020	1:25

Kilde: VP, PBS, CLS og Danmarks Nationalbank.

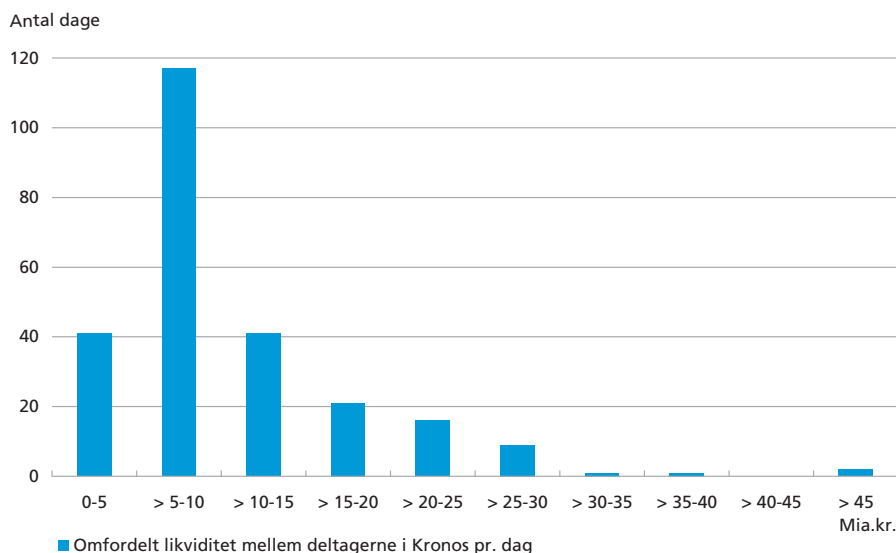
Omfordeling af likviditet via Kronos

Der sker en væsentlig omfordeling af likviditet mellem deltagerne gennem Kronos, jf. figur 2. I 2007 blev der typisk omfordelt mellem 5 og 10 mia.kr. mellem deltagerne, mens der på dagene med størst aktivitet blev omfordelt over 45 mia.kr.

Aktiviteten i betalingsafviklingen i Kronos er væsentligt påvirket af de internationale finansielle markeder, særligt det amerikanske marked. En gennemgang af betalingsafviklingen på deltageres foliokonti i Kronos på amerikanske helligdage viser, at aktiviteten disse dage næsten halveres. Af de 10 dage i 2007 med lavest aktivitet på foliokontiene ligger de 5 af dagene på amerikanske helligdage.

HYPPIGHEDSDIAGRAM OVER DEN DAGLIGT OMFORDELTE LIKVIDITET MELLEM DELTAGERNE I KRONOS, 2007

Figur 2



Anm.: Omfordelingen af likviditet på en dag er opgjort ved at sammenlægge nettolikviditetsændringen for deltagere, der den pågældende dag fik tilført likviditet.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

BETALINGSAFVIKLINGEN FOR TILSLUTTEDE AFVIKLINGSSYSTEMER

VP-afviklingen og Sumclearingen er multilaterale nettoafviklingssystemer, hvor betalingerne afvikles i faste blokke, og betalingerne nettes ud mellem deltagerne før afviklingen i Nationalbanken. CLS er et bruttoafviklingssystem, men der foregår en betydelig netting af bruttobeløb, jf. tabel 5.

Afviklingsforløbet i Sumclearingen og VP-afviklingen er fastsat i samarbejde med den finansielle sektor. Afvikling af detailbetalinger i Sumclearingen foregår primært i en blok om natten, mens værdipapirtransaktioner afvikles i blokke både om natten og om dagen. Endvidere kan deltagerne i VP-afviklingen afvikle deres handler i form af straksafvikling i Kronos' åbningstid.

Afviklingsforløbet er tilrettelagt for at tilgodese flere hensyn. Blokkene afvikles med henblik på at have likviditetsbesparende effekter for deltagerne. Fx afvikles terminsindbetalinger til realkreditinstitutter via Sumclearingen før institutternes udbetalinger af renter og afdrag i VP-afviklingen, ligesom statens udbetaling af renter og afdrag er placeret i en blok lige før den første værdipapirhandelsblok. Desuden er VPs handelsblokke tilrettelagt, så der skabes et effektivt link til de internationale markeder gennem Euroclear.

Kontohaverne fører separate afviklingskonti for hver type afvikling. På disse konti kan deltagerne reservere beløb til den enkelte afviklingsblok enten fra foliokontoen eller under sikkerhedsretten. Herefter har kontohaverne inden for et fastlagt tidsrum, som rækker hen over afviklingen, ikke råderet over deres indestående på afviklingskontiene. Denne kontostruktur med afviklingskonti sikrer, at Nationalbanken risikofrit kan indestå for de reservede beløb under afviklingen. Afviklingskonceptet og deltagerens sikkerhedsstillelse er beskrevet i appendiks.

Sumclearingen

I Sumclearingen blev 98 pct. af betalingerne i 2007 afviklet i 1. normalafvikling, som er den primære blok. Såfremt en eller flere deltagere ikke har reserveret tilstrækkeligt med likviditet til afviklingen, tages de ud af afviklingen, hvorpå nettopositionerne for de resterende deltagere afvikles. De udtagne deltageres nettobetalinger kan først afvikles efter Kronos' åbningstid kl. 7.00 (2. ekstraafvikling). Samlet blev 1,2 pct. af nettobetalingerne i 2007 afviklet efter Kronos' åbningstid.

Den reservede likviditet til afviklingen kommer primært fra deltagerens foliokonti, hvor mange deltagere laver faste overførsler fra foliokontoen til afviklingskontoen. Generelt har deltagerne meget stor overdækning af likviditet til betalingsafviklingen, jf. tabel 6. Den reservede

SUMCLEARINGEN, 2007

Tabel 6

	Mio.kr.	Mio.kr. pr. bankdag	Andel i pct.
Deltagernes reserverede likviditet til betalingsafviklingen			
Overført fra foliokonto	9.856.799	39.586	80,6
Under sikkerhedsretten	2.365.863	9.501	19,4
I alt	12.222.661	49.087	100,0
Nettobetalingen			
1. normalafvikling	1.306.471	5.247	97,5
2. normalafvikling	14.869	-	1,1
1. ekstraafvikling	2.861	-	0,2
2. ekstraafvikling	4.998	-	0,4
1. ekstraordinære afvikling.....	6.196	-	0,5
2. ekstraordinære afvikling.....	4.040	-	0,3
I alt	1.339.434	5.379	100,0

Anm.: Der er kun angivet et dagsgennemsnit for 1. normalafvikling, da denne blok som den eneste afvikles dagligt.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

likviditet i forhold til betalingerne udgør i gennemsnit lidt over 900 pct. Der er dog store udsving i de beløb, som afvikles i Sumclearingen over måneden med store nettobetalingen på de første og sidste bankdage i måneden. Dette drejer sig primært om ind- og udbetalinger på statens konto, fx skat, sociale ydelser og betalinger af renter og afdrag på real-kreditlån. I gennemsnit blev der afviklet nettobetalingen for 5,4 mia.kr. pr. dag, men fraregnes de to første og de to sidste bankdage i hver måned, er gennemsnittet 3,6 mia.kr. pr. dag.

VP-afviklingen

I VP-afviklingen i danske kroner afvikles værdipapirhandler samt periodiske betalinger (renter, udtrækninger og udbytter). Værdipapirhandlerne afvikles i 5 blokke om natten og dagen, mens de periodiske betalinger afvikles i 2 blokke. Statens periodiske betalinger afvikles som den første blok, hvorefter den første værdipapirhandelsblok, VP10, afvikles. VP10 er langt den største handelsblok, og her afvikles 70 pct. af de samlede nettobetalingen, jf. tabel 7. Jo flere handler, der afvikles i den samme blok, jo større vil netting-effekten være, og deltagerne tilstræber derfor at afvikle deres handler i VP10. Den næste handelsblok, VP20, ligger efter Euroclears første natlige afviklingsblok. Denne blok bruges primært til at afvikle danske deltagernes køb af VP-udstedte papirer i det internationale marked. Mellem handelsblokkene VP30 og VP40 afvikles de periodiske betalinger fra værdipapirer, VP35. Disse udbetalinger kan geninvesteres og afvikles i handler med samme valørdag i handelsblokkene VP40 og VP60.

VP-AFVIKLINGEN, 2007

Tabel 7

	Mio.kr.	Mio.kr. pr. bankdag	Andel i pct.
Handelsafvikling			
<i>Deltagernes reserverede likviditet til betalingsafviklingen</i>			
Overført fra foliokonto	3.544.650	14.236	100
<i>Nettobetalingen</i>			
VP10 – Værdipapirhandler	1.126.988	4.526	70
VP12 – Tegning	1.841	7	0
VP20 – Værdipapirhandler	203.534	817	13
VP30 – Værdipapirhandler	35.980	144	2
VP40 – Værdipapirhandler	166.570	669	10
VP60 – Værdipapirhandler	72.611	292	5
I alt	1.607.523	6.456	100
<i>Heraf</i>			
Trukket på sikkerhedsretten	1.221.118	4.904	76
Trukket på afviklingskontoen.....	386.405	1.552	24
I alt	1.607.523	6.456	100
Periodiske betalinger			
<i>Deltagernes reserverede likviditet til betalingsafviklingen</i>			
Overført fra foliokonto	485.834	1.951	14
Udvidet sikkerhedsret	2.914.940	11.707	86
I alt	3.400.774	13.658	100
<i>Nettobetalingen</i>			
VP35 – renter, afdrag og udbytter	180.425	725	73
VP05 – periodiske betalinger fra staten	66.730	268	27
I alt	247.155	993	100

Kilde: Danmarks Nationalbank.

I handelsafviklingen er der ikke det samme behov for overdækning af likviditet som i Sumclearingen. Det skyldes primært sikkerhedsretten, hvor deltagerne har mulighed for at stille deres egenbeholdninger af værdipapirer som sikkerhed i afviklingen og desuden kan anvende købte værdipapirer som sikkerhed allerede i den afviklingsblok, hvor værdipapirerne modtages. I handelsafviklingen udgør trækket på sikkerhedsretten 76 pct. af nettobetalingerne, mens 24 pct. trækkes fra afviklingskontoen. Det er især de store danske pengeinstitutter, der benytter sikkerhedsretten.

Ved afvikling af de periodiske betalinger kan deltagerne ligeledes benytte sikkerhedsretten, men i modsætning til handelsafviklingen reser-

veres et beløb inden afviklingen (den udvidede sikkerhedsret). Overdækningen af likviditet til afviklingen af de periodiske betalinger er betydelig, hvilket skyldes, at betalingerne er tidskritiske. Mens handler, som der ikke er dækning for i handelsafviklingen, lettere kan udskydes til en senere blok, skal de periodiske betalinger afvikles i deres helhed på dagen.

CLS-afviklingen

Ind- og udbetalingerne i Nationalbanken til CLS-afviklingen sker enten fra en afviklingskonto eller direkte ved betalinger til CLS Banks foliokonto. Hvis en deltager vil benytte sikkerhedsretten, skal deltageren have en afviklingskonto. Inden afviklingen fremsender CLS en indbetalingsplan til deltagerne, hvorefter den første indbetaling til CLS Bank sker senest kl. 8.00. Da deltagerne kender størrelsen af deres betalinger samt betalingstidspunkter før afviklingen, er der ikke behov for overdækning af likviditet fra deltagernes side til CLS-afviklingen. Der er dog en mindre overdækning af likviditet, jf. tabel 8, som følge af deltagernes brug af sikkerhedsretten.

Afslutning

Størstedelen af danske betalinger afvikles via Nationalbanken i Kronos. Der er mange direkte deltagere i Kronos, men betalingsafviklingen er stadig forholdsvis koncentreret på de største deltagere. Der er flere afviklingssystemer tilknyttet Kronos, og afviklingen i de danske systemer er tilpasset hinanden. I Sumclearingen og VP-afviklingen er der i gennemsnit stor overdækning af likviditet i afviklingen. Dog er der store udsving i de dagligt afviklede beløb, særligt omkring månedsskiftet, hvilket til stadighed stiller krav til deltagernes likviditetsstyring i Kronos.

CLS-AFVIKLINGEN, 2007

Tabel 8

	Mio.kr.	Mio.kr pr. bankdag	Andel i pct.
Deltagernes reserverede likviditet til betalingsafviklingen			
Overførsler til afviklingskonto	1.182.016	4.747	31
Træk på sikkerhedsretten	2.490.000	10.000	66
Betalinger direkte til CLSs foliokonto	120.668	485	3
I alt	3.792.684	15.232	100
Betalinger efter netting	2.019.711	8.111	100

Kilde: Danmarks Nationalbank.

LITTERATUR

Danmarks Nationalbank (2001), Finansielle institutioners konti og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Danmarks Nationalbank (2005), *Betalingsformidling i Danmark*.

Natorp, Lone og Tina Skotte Sørensen (2006), Afvikling af valutahandler, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

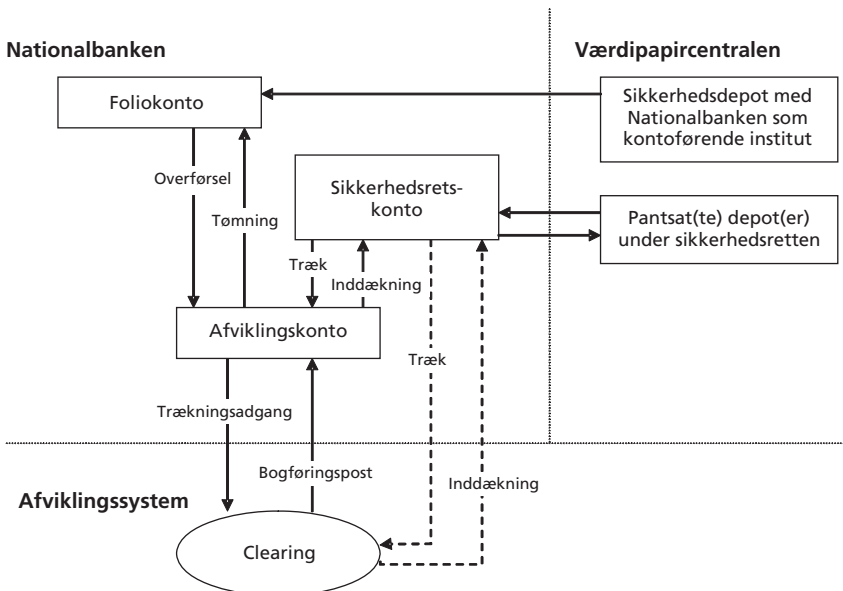
APPENDIKS

Nationalbankens afviklingskoncept er skitseret i figur 3. Foliokontoen er kontohaverens hovedkonto i Nationalbanken. Over foliokontoen afvikles betalinger mellem kontohaverne indbyrdes, også betegnet interbank-betalinger. Desuden afvikles på foliokontiene betalinger mellem kontohaverne og Nationalbanken samt betalinger til og fra staten. Herudover kan kontohaverne føre en række afviklingskonti i Nationalbanken til brug for de tilsluttede afviklingssystemer.

Ud over indeståendet på foliokontoen har deltagerne mulighed for at udvide deres maksimale trækningsadgang i betalingsafviklingen ved at få intradag-kredit i Nationalbanken. Der stilles sikkerhed for denne kredit i form af værdipapirer, som er registreret i et depot i Værdipapircentralen, VP. Sikkerhedsstillelse i betalingsafviklingen kan enten foregå som traditionel pantsætning eller ved effektuering af den såkaldte sikkerhedsret. Ved traditionel pantsætning er det den enkelte deltagers værdipapirer, som stilles til sikkerhed, registreret i et depot i VP med Nationalbanken som kontoførende institut, kaldet sikkerhedsdepotet. Med sikkerhedsretten kan deltagerne stille sikkerhed i værdipapirer i et eller flere udpegede værdipapirdepoter i VP, ofte deltagernes handelsdepoter. Under sikkerhedsretten bindes bestemte fondsaktiver ikke i modsætning til traditionelt pant. Sikkerhedsretten har størst betydning for

NATIONALBANKENS AFVIKLINGSKONCEPT

Figur 3



de største deltagere i VP-afviklingen, men anvendes også af små deltagere.¹

I afviklingen i kroner kan kontohaverne stille likviditet til afviklingsblokkene enten ved at overføre et beløb fra deres foliokonto til afviklingskontoen inden afviklingen eller ved at trække på sikkerhedsretten. I Sumclearingen reserverer kontohaveren et konkret beløb under sikkerhedsretten før afviklingen. Beløbet krediteres kontohaverens afviklingskonto for Sumclearingen og debiteres kontohaverens sikkerhedsretskonto i Nationalbanken.

I VP-afviklingen for værdipapirhandler indgår automatisk hele kontohaverens sikkerhedsretsdepot uden angivelse af et konkret beløb. Ved likviditetsbehov i afviklingen trækkes der først fuldt ud på sikkerhedsretten, og kun hvis den ikke er tilstrækkelig, anvendes et evt. indestående på afviklingskontoen.

Forud for hver afviklingsblok meddeler Nationalbanken Sumclearingen eller VP-afviklingen hver enkelt kontohavers indestående på afviklingskontoen. I Sumclearingen svarer indeståendet på afviklingskontoen til kontohaverens maksimale trækningsadgang. I VP-afviklingen for værdipapirhandler afhænger kontohaverens maksimale trækningsadgang desuden af en evt. trækningsadgang under sikkerhedsretten. Sumclearingen og VP kontrollerer dernæst, at hver enkelt kontohavers nettobetaling i afviklingsblokken ikke overstiger den maksimale trækningsadgang. Hvis det er opfyldt, fortsættes afviklingen, og Sumclearingen og VP-afviklingen meddeler Nationalbanken hver enkelt kontohavers nettoposition i den afviklede blok. Dernæst bogfører Nationalbanken positionerne på kontohavernes afviklingskonti og sikkerhedsretskonti, hvorefter afviklingen er endelig.

Efter endt afvikling tømmes afviklingskontiene til foliokontiene. Et evt. uudnyttet reserveret beløb under sikkerhedsretten bruges dog først til at reducere trækket på sikkerhedsretten. Et evt. overskydende beløb på afviklingskontoen for Sumclearingen indsættes så på kontohavers foliokonto.

I danske kroner sker indbetalinger til CLS ved, at deltagerne overfører beløb fra egen folio- eller afviklingskonto for CLS til CLS' foliokonto i Nationalbanken. Hvis kontohaverne har en afviklingskonto for CLS, skal udbetalinger fra CLS' foliokonto altid ske til denne konto.

Kontohaverne skal have en afviklingskonto for CLS, hvis de ønsker at låne under sikkerhedsretten til CLS-afviklingen. Anvendelsen af sikkerhedsretten foregår ligesom i Sumclearingen ved, at en kontohaver reser-

¹ Kontohaverne har ligeledes siden 2003 haft mulighed for at stille sikkerhed for intradag-kredit i kroner gennem SCP.

verer et beløb, der så krediteres CLS-afviklingskontoen og debiteres sikkerhedsretskontoen.

Et indestående på CLS-afviklingskontoen kl. 13.30 bruges til at nedbringe lån under sikkerhedsretten til afviklingen i CLS. Et evt. restbeløb efter inddækning af lån under sikkerhedsretten overføres til kontohavers foliokonto.

En nærmere gennemgang af afviklingskonceptet i Nationalbanken findes i Danmarks Nationalbank (2005) og i tidligere publicerede artikler, fx Danmarks Nationalbank (2001).

Forebyggende foranstaltninger mod hvidvask og terrorfinansiering

Helene Vinten, Administrationsafdelingen – Jura

INDLEDNING OG DEFINITIONER

Hvidvask af penge og finansiering af terrorgrupper sker ofte ved at lade transaktionerne gå gennem normale betalingsformidlere, da man ved at gøre brug af de gængse betalingssystemer kan forsøge at sløre forbindelsen mellem de forskellige led i transaktionskæderne. I erkendelse heraf er der i dag på internationalt niveau betydelig fokus på, hvorledes betalingsformidlere kan bidrage til forebyggelse af hvidvask og terrorfinansiering. Ekspertgruppen FATF (Financial Action Task Force on Money Laundering) har fastsat en række internationale standarder, der stiller omfattende krav til de foranstaltninger, som finansielle institutter og visse ikke-finansielle virksomheder¹ skal foretage i relation til deres kunder. Det drejer sig bl.a. om regler, der pålægger de finansielle institutter at indhente identifikationsoplysninger vedrørende deres kunder. Endvidere har de finansielle institutter pligt til at foretage indberetning til den finansielle efterretningsenhed, hvis de får mistanke om hvidvask eller terrorfinansiering. I Danmark sker indberetning til Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet, Hvidvasksekretariatet, SØK.

Disse internationale standarder er inden for EU implementeret dels ved en række EU-retsakter, dels ved national lovgivning. I Danmark er det hovedsageligt ved hvidvaskloven.

Hvidvask

Ved hvidvask forstås konvertering eller overførsel af penge eller andre formuegoder, vel vidende at de stammer fra en kriminell handling, med det formål at fortie eller tilsløre pengenes ulovlige oprindelse. Ved hvidvask forstås endvidere erhvervelse, besiddelse eller anvendelse af penge eller andre formuegoder, vel vidende at de stammer fra en kriminell handling. Hvidvaskbegrebet omfatter også enhver form for medvirken til sådanne handlinger.

¹ I det følgende blot finansielle institutter. Ud over finansielle virksomheder drejer det sig bl.a. om investeringsforeninger og virksomheder, der erhvervsmæssigt udøver virksomhed med valutaveksling og pengeoverførsel. Endvidere er bl.a. advokater, revisorer og ejendomsmæglere omfattet af hvidvaskloven.

Terrorfinansiering

Ved terrorfinansiering forstås indsamling eller overførsel af midler med den hensigt at anvende dem – eller med viden om, at de vil blive anvendt – til at yde økonomisk støtte til terrorister, potentielle terrorister eller terrororganisationer.

FATF

I anerkendelse af at der var behov for at modgå det stigende omfang af hvidvask på internationalt plan, vedtog de daværende G7-lande på deres topmøde i 1989 at oprette FATF, som blev sammensat af eksperter fra G7-landene, Europa-Kommissionen og 8 andre lande.

FATF fik til opgave at undersøge udviklingen i hvidvask af penge, at gennemgå de eksisterende nationale og internationale foranstaltninger mod hvidvask samt at fremsætte forslag til yderligere tiltag til bekæmpelse af hvidvask. I 2001 blev foranstaltninger mod terrorfinansiering en del af FATF-arbejdet.

Siden oprettelsen af FATF er medlemstallet udvidet fra oprindeligt 16 til de nuværende 34 medlemmer (32 medlemslande og 2 regionale organer)¹. Der afholdes tre årlige plenarforsamlinger. Danmark repræsenteres ved Finanstilsynet og SØK.

FATFs arbejde kan inddeles i tre fokusområder:

- Fastsættelse af anbefalinger for national regulering vedrørende foranstaltninger mod hvidvask og terrorfinansiering.
- Evaluering af landenes implementering af anbefalingerne.
- Undersøgelse af udviklingen i hvidvask af penge og finansiering af terrorisme og identificering af de metoder, der anvendes.

FATF'S ANBEFALINGER

FATF fremlagde i 1990 en rapport med 40 anbefalinger, der fastlagde en omfattende handlingsplan for bekæmpelse af hvidvask. De 40 anbefalinger er siden løbende blevet revideret, senest i 2003. I oktober 2001 blev de suppleret med 8 særlige anbefalinger vedrørende terrorfinansiering, der senere er blevet forøget med én anbefaling mere. Samtidig blev anvendelsesområdet for de 40 anbefalinger udvidet, således at de nu også gælder i relation til terrorfinansiering.

Anbefalingerne fastsætter rammerne for national regulering vedrørende foranstaltninger mod hvidvask og terrorfinansiering. Anbefalin-

¹ EU-lande: Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland, Østrig. Andre lande: Argentina, Australien, Brasilien, Canada, Hongkong (Kina), Island, Japan, Kina, Mexico, New Zealand, Norge, Rusland, Schweiz, Singapore, Sydafrika, Tyrkiet, USA. Regionale organer: Europa-Kommissionen og Golsamarbejdsrådet, jf. www.fatf-gafi.org.

gerne er inddelt i afsnit, der vedrører landenes retssystemer, foranstaltninger, som finansielle institutter pålægges at foretage, administrative foranstaltninger til bekæmpelse af hvidvask og terrorfinansiering og rammer for det internationale samarbejde. Medlemslandene forpligter sig til at implementere anbefalingerne i national ret. Anbefalingerne udgør alene minimumsstandarde, og landene kan således implementere anbefalingerne, så de passer ind i deres respektive retssystemer og finansielle systemer.

Anbefalingerne er endvidere anerkendt eller tiltrådt af en lang række internationale organisationer, bl.a. Den Internationale Valutafond, IMF, og Verdensbanken. Herudover er der mange andre lande end medlemslandene, som har forpligtet sig til at bekæmpe hvidvask ved at implementere de 40 anbefalinger fra FATF. Det er FATFs erklærede hensigt, at standarderne skal finde anvendelse på verdensplan.

Der gælder et grundlæggende krav om, at finansielle institutter har pligt til at foretage indberetning til den finansielle efterretningsenhed, såfremt der opstår mistanke om hvidvask eller terrorfinansiering. Vide-regivelse af sådanne oplysninger i god tro til efterretningsenheden vil således ikke indebære brud på de tavshedsregler, som gælder for finansielle institutter. Hverken det finansielle institut eller dets ansatte vil kunne mødes med noget erstatnings- eller strafansvar for at have videregivet oplysninger i god tro til efterretningsenheden.

Det er endvidere pålagt medarbejderne og ledelsen i det finansielle institut at hemmeligholde – også over for kunden – at der er indledt undersøgelse af kunden, eller at politiet er underrettet.

Hvidvask

Foranstaltningerne mod hvidvask, som fastsat i FATFs anbefalinger, tager afsæt i en forebyggende indsats via det finansielle system for at forhindre misbrug heraf, først og fremmest med henblik på at forhindre anonyme pengeoverførsler.

Kundeidentitet og overvågning af kundeforholdet

Et af grundelementerne i anbefalingerne er "kend din kunde"-princippet, som skal sikre, at de finansielle institutter ikke fører anonyme konti eller konti, der er oprettet i åbenbart falske navne. Hensigten er at gøre det muligt for den finansielle efterretningsenhed at spore en kæde af transaktioner, når et finansielt institut bliver opmærksom på en mistænkelig transaktion og indberetter denne.

Det finansielle institut skal således være overbevist om, at kunden er den, som kunden giver sig ud for at være. "Kend din kunde"-princippet indebærer først og fremmest, at kunden skal identificere sig, og at det

finansielle institut skal kontrollere disse oplysninger ved hjælp af pålidelige legitimationsdokumenter. Dette gælder, når

- der indledes et fast kundeforhold;
- en lejlighedskunde, dvs. en kunde, som alene foretager enkeltstående pengeoverførsler, anmoder om en finansiell transaktion på 100.000 kr. eller derover;
- der er mistanke om, at transaktionen har tilknytning til hvidvask eller finansiering af terrorisme;
- medarbejderen i det finansielle institut har grund til at tro, at kunden førhen har givet ukorrekte eller utilstrækkelige identitetsoplysninger.

Når en transaktion sker efter anmodning fra en person, der handler på vegne af en anden person eller et selskab, skal personen eller selskabet, på hvis vegne transaktionen foretages, identificeres og legitimeres på samme vis. Såfremt kunden er et selskab, skal selskabets ejer- og kontrolstruktur klarlægges, og selskabets reelle ejere skal identificeres.

Ved etablering af et kundeforhold skal det finansielle institut endvidere indhente oplysninger om formålet med og det tilsigtede omfang af kundeforholdet. Herudover er det finansielle institut forpligtet til løbende at overvåge kundeforholdet. Formålet med denne løbende overvågning er at sikre, at transaktionerne er i overensstemmelse med instituttets viden om kunden og kundens forretnings- og risikoprofil.

De foranstaltninger, der følger af "kend din kunde"-princippet, skal gennemføres ud fra en konkret risikovurdering. Der stilles således afhængig af kunden og transaktionstypen forskellige krav til de foranstaltninger, som de finansielle institutter skal foretage.

Opbevaring af oplysninger

Identitetsoplysninger eller kopi af legitimationsdokumenter skal opbevares i mindst 5 år efter, at kundeforholdet er ophørt. Andre dokumenter, der vedrører kundetransaktioner og er af ordregivende karakter, skal opbevares i mindst 5 år efter transaktionens gennemførelse. Oplysningerne vedrørende kunden skal opbevares samlet. På dette punkt hjemler hvidvaskreglerne en fravigelse af reglerne om beskyttelse af persondata, således at de indhentede persondata kan opbevares lovligt af de finansielle institutter.

Generel opmærksomhedspligt

Udover de konkrete foranstaltninger, som de finansielle institutter skal foretage i medfør af "kend din kunde"-princippet, påhviler det institutterne generelt at være opmærksomme på kunders aktiviteter, som på grund af deres karakter kunne have tilknytning til hvidvask eller finan-

siering af terrorisme. Det gælder navnlig komplekse eller usædvanligt store transaktioner samt alle transaktionsmønstre, der set i forhold til kunden er usædvanlige.

Terrorfinansiering

Terrorangrebene i New York og Washington den 11. september 2001 affødte nye internationale tiltag mod terrorfinansiering. Disse tiltag gør det muligt at kontrollere pengestrømme og indefryse aktiver, der kan kædes sammen med enkeltpersoner eller grupper, som menes at være involveret i terroraktioner.

FATF udvidede i oktober 2001 sine opgaver til også at omfatte en indsats mod terrorfinansiering og fastsatte herefter de nu 9 særlige anbefalinger til bekæmpelse af terrorfinansiering, som FATF opfordrer alle lande til at implementere. Formålet med gennemførelsen af disse særlige anbefalinger er – på internationalt plan – at forhindre terrorister og deres støtter i at få adgang til det finansielle system.

Det følger først og fremmest af de særlige anbefalinger, at foranstaltningerne mod hvidvask også gælder i relation til terrorfinansiering, men terrorfinansiering adskiller sig fra hvidvask. Mistanke om hvidvask er "bagudrettet", idet mistanken relaterer sig til, om pengene stammer fra kriminalitet og nu forsøges hvidvasket. Derimod er en mistanke om terrorfinansiering "fremadrettet", idet mistanken relaterer sig til, om en kunde forsøger økonomisk at støtte terrorister eller potentielle terrorister. Finansiering af terrorisme kan således ske med penge fra både lovlige og ulovlige aktiviteter.

Herudover indeholder de særlige anbefalinger bestemmelser om oplysninger om indbetalinger ved pengeoverførsler, om indefrysning og beslaglæggelse af aktiver, jf. boks 1, og om registrering eller licensering af alle virksomheder og personer, der erhvervsmæssigt udøver virksomhed med overførsel af penge og andre værdier.

DANSK LOVGIVNING

Hvidvaskdirektivet fra 2005 er implementeret ved den reviderede danske hvidvasklov fra februar 2006.¹ Loven trådte i kraft 1. marts 2006, idet visse af bestemmelserne, der indeholder krav om indførelse af helt nye procedurer i de finansielle institutter, dog først trådte i kraft 1. januar 2007. Som nævnt finder hvidvaskloven ikke alene anvendelse på finansielle virksomheder, men også på bl.a. investeringsforeninger samt

¹ Lov nr. 117 af 27. februar 2006 om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme med senere ændringer.

EU-REGULERING

Boks 1

EUs hvidvaskdirektiv

Som følge af en revidering af FATFs anbefalinger i 2003 blev der i oktober 2005 vedtaget et nyt EU-direktiv om forebyggende foranstaltninger mod anvendelse af det finansielle system til hvidvask af penge og finansiering af terrorisme ("hvidvaskdirektivet").¹ I direktivet er indarbejdet store dele af FATFs anbefalinger tilpasset fællesskabsretten, hvormed de internationale standarder bliver ensartet gennemført i EU – uanset medlemskab af FATF.

EU-forordning om oplysninger om indbetaler ved pengeoverførsler

Rådet og Europa-Parlamentet vedtog i november 2006 en forordning, der regulerer, hvilke oplysninger om en indbetaler, der skal følge med en pengeoverførsel.² Forordningen er en udmøntning af en af de 9 særlige anbefalinger til bekæmpelse af terrorfinansiering. Ifølge forordningen skal pengeoverførsler ind og ud af EU indeholde fuld information om indbetaler, dvs. navn, adresse og kontonummer eller cpr-nummer. Overførsler mellem to EU-lande eller inden for samme EU-land skal alene indeholde information om indbetalers kontonummer. På anmodning skal de finansielle institutter dog være i stand til at levere fuld information om indbetaler inden for tre dage.

EU-forordninger om indefrysning af midler

Som reaktion på angrebet den 11. september 2001 underskrev USAs præsident få dage efter en "executive order" indeholdende en liste med navne på formodede terrorister samt personer og organisationer, der formodes økonomisk at støtte terrorister. Bekendtgørelsen gør det muligt at indefryse deres midler og spærre deres adgang til det finansielle system. Indefrysning af midler udgør et foreløbigt retsmiddel; de fleste af de personer, der figurerer på listen er ikke kendt skyldige i terrorhandlinger ved en domstol.

For at støtte USAs kamp mod terrorisme besluttede EU-landene at indføre lignende regler. Rådet vedtog derfor i december 2001 en forordning om specifikke foranstaltninger mod visse personer og enheder med henblik på at bekæmpe terrorisme.³ Forordningen sikrer en samtidig gennemførelse i alle EU-medlemsstater af en FN-resolution vedtaget i september 2001, der pålægger alle FN-lande at bekæmpe terrorisme, navnlig ved at indefryse terrormistænkte midler.⁴ Der er udarbejdet to lister, som er knyttet til forordningen; en generel liste med navne på alle terrormistænkte samt en begrænset liste med færre navne specifikt møntet på indefrysning af midler. Rådet træffer afgørelse ved enstemmighed om optagelse og sletning af navne på begge lister.

Herudover vedtog Rådet i maj 2002 en forordning om indgreb mod visse personer og enheder, der har tilknytning til Al-Qaida-organisationen.⁵

I Danmark er det Erhvervs- og Byggestyrelsen, der administrerer den del af forordningerne, der vedrører indefrysning og dermed navnelisterne. Erhvervs- og Byggestyrelsen sender information om de løbende ændringer til forordningerne til de finansielle institutter, som har pligt til straks at undersøge, om de har kunder, hvis midler er omfattet af kravet om indefrysning.

¹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2005/60/EF af 26. oktober 2005, også kaldet "3. hvidvaskdirektiv".

² Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 1781/2006 af 15. november 2006, der trådte i kraft 1. januar 2007.

³ Rådets forordning 2001/2580/EF af 27. december 2001 med senere ændringer.

⁴ FNs Sikkerhedsråds resolution nr. 1373 af 28. september 2001.

⁵ Rådets forordning 2002/881/EF af 27. maj 2002.

virksomheder og personer, der erhvervsmæssigt udøver virksomhed med valutaveksling, overførsel af penge og andre værdier. Loven finder anvendelse på Nationalbanken, i det omfang banken udøver tilsvarende virksomhed som pengeinstitutter.

I medfør af hvidvaskdirektivet er EU-landene pålagt at forbyde hvidvask af penge og finansiering af terrorisme i deres nationale lovgivning. I dansk ret omfatter det *strafferetlige* hvidvaskbegreb (hæleri) ikke de kriminelle handlinger (fx tyveri), der ligger til grund for det efterfølgende hæleri. Disse handlinger er imidlertid omfattet af direktivets hvidvaskbegreb, da der er det samme behov for, at SØK bliver underrettet, hvad enten det er den oprindelige gerningsmand (tyven) eller en tredjemand (hæleren), der foretager hvidvaskhandlingen. Derfor er definitionen af hvidvask i hvidvaskloven udvidet til også at omfatte gerningsmandens egne dispositioner over udbyttet.

For så vidt angår definitionen af finansiering af terrorisme, henviser hvidvaskloven direkte til straffeloven, der kriminaliserer enhver form for direkte eller indirekte støtte til terrorister eller potentielle terrorister.

Når en transaktion giver anledning til mistanke, skal den som udgangspunkt stilles i bero, indtil SØK er underrettet. I 2007 modtog SØK 1.349 lovpligtige underretninger. Meddeler SØK, at transaktionen ikke må gennemføres, overtager det offentlige ansvaret efter de straffeprocessuelle regler, herunder ansvaret for at eventuelle betalingsterminer for kunden ikke kan overholdes.

Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen påser overholdelse af hvidvaskloven. Det kan foregå ved inspektioner i den enkelte virksomhed. Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har mulighed for at give påbud, hvis en virksomhed ikke overholder hvidvasklovens regler. Forsætlig eller grov uagtsom overtrædelse af hvidvaskloven kan straffes med bøde eller fængsel.

DANMARKS OPFYLDELSE AF FATF-ANBEFALINGERNE

Det er et centralt element i bekæmpelsen af hvidvask og terrorfinansiering, at landenes foranstaltninger herimod bliver overvåget og evalueret i forhold til FATF-standarderne. Derfor er FATFs evalueringer et vigtigt instrument til at sikre, at standarderne er effektivt gennemført i alle lande.

Evalueringsprocessen består dels af en selvevaluering, der indleveres af hvert medlemsland en gang om året, dels af gensidige evalueringer, der foretages på skift på grundlag af et besøg i det pågældende land. Besøget gennemføres typisk af et hold juridiske og finansielle eksperter fra andre medlemslande samt FATFs sekretariat.

IMF, der er observatør i FATF, har siden 2004 gjort hvidvask og terrorfinansiering til en del af deres arbejde. Da tidspunktet for den gensidige evaluering faldt sammen med IMF's gennemgang af Danmarks finansielle sektor (FSAP), foretog IMF også den gensidige evaluering af Danmark i 2005-06.¹

Overordnet konkluderede evalueringsrapporten, at Danmark har solide rammer for bekæmpelse af hvidvask og terrorfinansiering.² IMF foretog ikke en vurdering af effektiviteten af implementeringen af hvidvaskdirektivet, da den reviderede hvidvasklov var helt ny på evaluerings-tidspunktet.

¹ Om hele IMF's gennemgang, se Gitte Wallin Pedersen, IMF's gennemgang af den finansielle sektor Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2006.

² Det væsentligste af IMF's få kritikpunkter er, at Færøerne og Grønland ikke har opdateret lovgivning om foranstaltninger mod hvidvask og terrorfinansiering, jf. IMF, *FATF Third Mutual Evaluation Report on Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism – Kingdom of Denmark*, June 2006.

Udgivne Working Papers

Analyse af fordele og ulemper ved indførelse af en
central modpart i det danske værdipapirmarked
af Torben Nielsen og Peter Restelli-Nielsen 2007 • 49

Rule-of-thumb consumers, productivity and hours
af Francesco Furlanetto og Martin Seneca 2007 • 48

Finansiell liberalisering og kreditudvikling i Danmark i
perioden siden afslutningen af 2. verdenskrig
af Kim Abildgren 2007 • 47

Realtidseffekter af centralbankintervention i euromarkedet
af Rasmus Fatum og Jesper Pedersen 2007 • 46

Short-Term Exchange-Rate Effects of Capital Flows in a
Small Open Economy with Pure Exchange-Rate Targeting
af Kim Abildgren 2007 • 45

Pressemeddelelser

28. JANUAR 2008: NY POLARMØNT INSPIRERET AF SIRIUSPATRULJEN

Den anden mønt i serien af i alt tre polarmønter udkommer 26. februar med motiv fra Slædepatruljen Sirius. Polarmønterne udsendes i anledning af Det Internationale Polarår (IPY) 2007-2009.

Mønten er udformet af billedhuggeren Margrete Sørensen, der til motivet har ladet sig inspirere af Grønland, Slædepatruljen Sirius, og stjernetegnet Store Hund, hvor stjernen Sirius står lysende klar. På møntens forside vises Dronningens portræt i profil.

Den nye polarmønt udsendes ligesom den første, der udkom i marts 2007 og havde en isbjørn som motiv, i tre forskellige udgaver: Som guldmønt i grønlandsk guld, som sølvmønt og som almindelig 10-krone. Hans Kgl. Højhed Kronprins Frederik, som er protektor for Det Internationale Polarår, besøgte i formiddags Den Kgl. Mønt, hvor han slog det første eksemplar af mønten i guld.

Guld- og sølvmønten udkommer med en pålydende værdi på henholdsvis 1.000 kroner og 100 kroner. Guldmønten sælges til en vejledende udsalgspris på 2.500 kroner og bliver fremstillet i maksimalt 5.000 eksemplarer. Sølvmønten sælges til en vejledende udsalgspris på 300 kroner og bliver fremstillet i maksimalt 35.000 eksemplarer. Den almindelige 10-krone fremstilles i 1,2 millioner eksemplarer, og udleveres gennem pengeinstitutterne med henblik på at indgå i det almindelige møntomløb.

Mønterne kan fra 26. februar købes i pengeinstitutter, hos mønthandlere og i Nationalbankens Hovedkasse. Fra 19. februar kan mønterne bestilles på Den Kgl. Mønts hjemmeside www.kgl-moent.dk. til levering efter udsendelsesdagen. På hjemmesiden findes også en udtalelse fra Margrete Sørensen, billeder af mønten og fra dagens besøg af Kronprinsen på Den Kgl. Mønt.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks.....	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkredit- institutternes nettostilling over for Nationalbanken	3
Udvalgte poster fra MFI-sektorens konsoliderede balance	4
Pengemængden	5
Udvalgte poster fra pengeinstitutternes balance.....	6
Udvalgte poster fra realkreditinstitutternes balance.....	7
Penge- og realkreditinstitutternes udlån til indlændinge	8
Realkreditinstitutternes udlån fordelt på lånetype.....	9
Pengeinstitutternes effektive rentesatser	10
Udvalgte poster fra investeringsforeningernes balance	11
Indenlandske værdipapirer fordelt på ejers hjemland.....	12
Husholdningernes finansielle aktiver og passiver	13
Virksomhedernes finansielle aktiver og passiver.....	14
Betalingsbalancens løbende poster (nettoindtægter)	15
Betalingsbalancens finansielle poster (netto fra udlandet).....	16
Betalingsbalancens porteføljeinvesteringer (netto fra udlandet).....	17
Danmarks aktiver og passiver over for udlandet	18
Nationalregnskabets forsyningsbalance	19
EU-harmoniseret forbrugerprisindeks (HICP) og underliggende inflation (IMI)	20
Udvalgte månedlige økonomiske indikatorer	21
Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer.....	22
Valutakurser	23
Effektiv kronekurs.....	24
Nationalbankens statistiske publikationer	

Kilde- og signaturforklaring

0 Nul eller mindre end en halv af den anvendte enhed.

... Tal foreligger ikke eller er uden større interesse.

Visse af de seneste tal kan være foreløbige. Der kan som følge af afrundinger være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 6. marts 2008.

Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1-14, 16-18 og 23-24, dog er Københavns Fondsbørs kilde til serierne over obligationsrenter og aktiekursindeks i tabel 1. Danmarks Statistik er kilde til tabellerne 15 og 19-22. Beregningerne i tabel 20 og 24 er foretaget af Danmarks Nationalbank på basis af data fra Danmarks Statistik og OECD.

RENTER OG AKTIEKURSIDEKSE

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's mini- mum- budrente		Penge- markeds- rente, 3 måne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
	Procent p.a.			Ultimo	Procent p.a.			3.7.89 =100
2003	2,00	2,15	2,00	2003	2,16	4,46	5,45	244,35
2004	2,00	2,15	2,00	2004	2,16	3,87	5,07	286,66
2005	2,25	2,40	2,25	2005	2,46	3,30	4,39	393,52
2006	3,50	3,75	3,50	2006	3,81	3,95	5,24	441,48
2007	4,00	4,25	4,00	2007	4,65	4,48	5,61	464,14
2006 6. okt	3,25	3,50	3,25	aug 07	4,60	4,37	5,54	496,30
8. dec	3,50	3,75	3,50	sep 07	4,65	4,51	5,56	499,93
2007 9. mar ...	3,75	4,00	3,75	okt 07	4,61	4,31	5,48	507,92
7. jun	4,00	4,25	4,00	nov 07	4,65	4,18	5,49	471,76
				dec 07	4,65	4,48	5,61	464,14
				jan 08	4,40	4,08	5,47	407,83
2008 6. mar ...	4,00	4,25	4,00	feb 08	4,40	4,06	5,38	431,24

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepo- litiske lån	Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- deståen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia.kr.						
2002	193,2	47,7	50,3	160,7	10,1	81,2	89,6
2003	224,2	49,7	44,0	157,3	12,9	48,0	122,2
2004	217,6	52,0	60,8	160,4	6,9	72,6	94,6
2005	212,3	56,2	56,4	207,6	12,8	135,3	85,1
2006	171,7	59,8	73,8	163,2	8,8	153,7	18,2
sep 07	184,7	58,8	70,4	185,2	7,6	155,4	37,4
okt 07	181,6	58,7	69,3	167,5	22,5	154,4	35,5
nov 07	179,2	59,4	102,7	153,3	10,7	168,1	-4,1
dec 07	166,8	61,6	87,1	200,5	9,4	216,8	-6,9
jan 08	175,8	59,1	91,9	178,0	22,4	203,7	-3,3
feb 08	180,3	58,8	107,6	190,8	7,4	213,4	-15,2

**FORSKELLIGE FAKTORERS PÅVIRKNING AF PENGE- OG REALKREDIT-
INSTITUTTERNES NETTOSTILLING OVER FOR NATIONALBANKEN**

Tabel 3

	Statsfinanserne			National- bankens netto- valuta- køb	National- bankens netto- obliga- tionskøb	Andre faktorer	Penge- og real- kreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Inden- landsk brutto- finansie- rings- behov	Salg af inden- landske stats- papirer	Likvi- ditets- påvirk- ning				Ændring	Ultimo
Mia.kr.								
2003	99,7	94,1	5,6	31,0	-1,0	-3,1	32,5	122,2
2004	75,5	92,6	-17,1	-6,4	-2,6	-1,2	-27,3	94,6
2005	39,5	30,9	8,6	-15,4	-2,2	-0,5	-9,5	85,1
2006	-14,5	16,2	-30,6	-30,0	-4,9	-1,2	-66,7	18,2
2007	-26,1	2,9	-29,1	5,5	-0,4	-1,4	-25,3	...
sep 07	-6,2	3,8	-10,0	-8,4	0,8	0,9	-16,7	37,4
okt 07	3,8	5,6	-1,8	-0,1	0,4	-0,3	-1,9	35,5
nov 07	-30,2	5,2	-35,4	-1,0	-2,5	-0,7	-39,6	-4,1
dec 07	7,2	-7,8	15,0	-12,0	-3,2	-2,7	-2,8	-6,9
jan 08	-0,9	3,9	-4,8	...	...	...	...	-3,3
feb 08	-13,3	2,5	-15,8	...	...	...	...	-15,2

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
	Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.				
Ultimo	Mia.kr.							
2003	3.359,0	89,6	2.062,0	123,3	43,3	754,7	1.157,9	-70,7
2004	3.684,5	97,5	2.246,2	100,8	46,3	848,9	1.222,1	-65,7
2005	4.228,2	107,8	2.584,2	75,9	53,5	971,3	1.318,2	-172,9
2006	4.682,1	116,8	2.956,0	51,8	60,3	1.077,0	1.433,7	-222,8
2007	5.497,8	119,9	3.353,7	43,3	63,5	1.219,7	1.511,2	-297,2
aug 07	5.149,5	115,9	3.172,7	56,0	62,4	1.179,8	1.469,2	-288,5
sep 07	5.282,5	115,1	3.220,2	52,9	63,3	1.179,1	1.480,7	-256,9
okt 07	5.321,3	117,9	3.235,3	54,3	65,0	1.197,7	1.485,8	-285,1
nov 07	5.422,3	117,7	3.281,5	39,4	63,4	1.236,1	1.484,6	-285,0
dec 07	5.497,8	119,9	3.353,7	43,3	63,5	1.219,7	1.511,2	-297,2
jan 08	5.495,4	121,7	3.361,5	43,1	62,5	1.259,3	1.544,2	-360,6
Ændring i forhold til året før, pct.								
2003	...	12,1	6,0	-13,7	18,6	4,3	2,8	...
2004	...	8,8	8,9	-18,2	7,0	12,5	5,5	...
2005	...	10,6	15,0	-24,7	15,4	14,4	7,9	...
2006	...	8,3	14,4	-31,8	12,8	10,9	8,8	...
2007	...	2,7	13,5	-16,4	5,2	13,3	5,4	...
aug 07	...	3,8	12,5	1,9	12,4	12,6	7,9	...
sep 07	...	3,0	12,8	-14,6	11,5	12,2	7,2	...
okt 07	...	4,2	12,5	-7,5	11,0	11,4	7,6	...
nov 07	...	1,6	12,3	-5,0	8,2	12,8	7,2	...
dec 07	...	2,7	13,5	-16,4	5,2	13,3	5,4	...
jan 08	...	0,6	13,1	-9,5	0,8	14,5	8,1	...

Anm.: MFI-sektoren omfatter danske monetære finansielle institutioner, dvs. penge- og realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter, pengemarkedsforeninger samt Danmarks Nationalbank.

¹ MFI-sektorens udenlandske nettoaktiver er opgjort som differensen mellem alle aktiver og passiver, hvor MFI-sektorens modpart er udlænding.

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb ¹	Indlån på anfor- dring	M1	Tidsind- skud med opr. løbetid =<2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel =< 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid =< 2 år	M3
Ultimo	Mia.kr.								
2003	41,0	428,1	469,1	112,2	19,2	600,5	2,7	77,3	680,5
2004	43,7	492,8	536,5	119,2	21,0	676,7	2,0	20,2	699,0
2005	47,3	596,3	643,5	114,1	18,4	776,0	14,2	8,4	798,7
2006	50,7	648,6	699,3	143,0	17,9	860,2	8,0	21,3	889,5
2007	51,9	703,2	755,1	199,7	18,0	972,8	6,2	61,5	1.040,6
aug 07	50,9	698,3	749,2	201,1	16,2	966,5	11,7	27,7	1.006,1
sep 07	50,3	692,3	742,6	194,4	17,5	954,5	9,7	27,0	991,4
okt 07	50,1	696,0	746,0	208,2	17,3	971,6	11,0	24,1	1.006,8
nov 07	51,4	697,0	748,3	210,1	17,7	976,2	12,1	20,9	1.009,4
dec 07	51,9	703,2	755,1	199,7	18,0	972,8	6,2	61,5	1.040,6
jan 08	49,9	717,2	767,1	212,4	18,9	998,4	15,2	57,7	1.071,4
Ændring i forhold til året før, pct.									
2003	...	...	8,8	...	...	8,8	...	...	11,3
2004	...	...	14,4	...	...	12,7	...	...	2,7
2005	...	...	19,9	...	...	14,7	...	...	14,3
2006	...	...	8,7	...	...	10,8	...	...	11,4
2007	...	...	8,0	...	...	13,1	...	...	17,0
aug 07	...	...	10,5	...	...	13,6	...	...	15,6
sep 07	...	...	10,1	...	...	13,3	...	...	14,5
okt 07	...	...	9,5	...	...	12,6	...	...	13,1
nov 07	...	...	9,3	...	...	12,8	...	...	13,5
dec 07	...	...	8,0	...	...	13,1	...	...	17,0
jan 08	...	...	8,9	...	...	13,9	...	...	17,1

¹ Seddel og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Indlån	
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Ultimo	Mia.kr.							
2003	2.204,4	468,7	662,9	271,5	285,7	764,4	823,8	795,1
2004	2.418,4	495,6	754,8	324,8	309,6	780,3	823,1	908,0
2005	2.867,3	652,0	920,1	396,6	370,0	862,1	975,7	1.065,6
2006	3.242,0	715,0	1.124,3	475,0	458,0	889,6	1.133,8	1.148,3
2007	3.993,9	926,6	1.333,6	557,4	551,8	1.065,7	1.445,8	1.345,6
aug 07	3.663,9	787,9	1.216,2	513,0	508,3	1.023,4	1.208,0	1.297,8
sep 07	3.790,4	870,0	1.249,1	527,4	517,4	1.010,5	1.283,1	1.304,0
okt 07	3.810,6	885,7	1.250,2	527,3	513,4	1.025,9	1.296,3	1.320,6
nov 07	3.893,2	902,9	1.280,7	533,8	532,7	1.026,6	1.339,1	1.330,3
dec 07	3.993,9	926,6	1.333,6	557,4	551,8	1.065,7	1.445,8	1.345,6
jan 08	4.028,7	941,0	1.331,0	547,2	544,6	1.091,3	1.385,1	1.393,1
Ændring i forhold til året før, pct.								
2003	...	10,7	2,5	7,1	3,1	21,8	18,8	3,9
2004	...	5,6	13,8	19,6	8,4	2,1	-0,1	14,2
2005	...	31,7	21,9	22,1	19,5	10,5	18,5	17,3
2006	...	9,7	22,2	19,8	23,8	3,2	16,2	7,8
2007	...	29,6	18,6	17,4	20,5	19,8	27,5	17,2
aug 07	...	19,9	17,7	18,0	21,7	18,0	21,2	17,2
sep 07	...	19,7	18,3	17,7	20,2	12,1	14,8	18,0
okt 07	...	30,3	17,8	17,4	19,8	11,9	22,6	17,4
nov 07	...	29,0	16,7	17,4	20,0	9,8	21,6	16,9
dec 07	...	29,6	18,6	17,4	20,5	19,8	27,5	17,2
jan 08	...	25,4	17,4	16,5	19,6	15,8	18,6	19,6

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet. Fra 2003 er udlånet påvirket af en tilgang til kredsen af pengeinstitutter, hvilket der er taget hensyn til ved beregning af årsstigningstakt.

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Udstedte obliga- tioner mv.
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo	Mia.kr.							
2003	1.863,8	100,9	1.394,6	1.072,1	284,4	342,6	32,6	1.729,0
2004	2.097,4	91,2	1.489,9	1.141,3	307,9	481,2	26,1	1.952,5
2005	2.519,9	101,4	1.664,4	1.281,5	334,2	645,0	151,7	2.237,0
2006	2.699,9	245,1	1.834,8	1.407,7	370,8	574,1	226,5	2.297,9
2007	3.088,2	362,8	2.015,5	1.532,5	420,8	649,2	344,2	2.495,2
aug 07	2.419,5	262,1	1.954,4	1.493,1	401,1	152,1	231,9	1.970,1
sep 07	2.454,9	288,5	1.967,4	1.500,4	407,4	156,6	244,2	1.985,1
okt 07	2.479,6	276,5	1.983,0	1.509,3	414,4	171,5	249,6	2.017,1
nov 07	2.523,6	285,9	1.998,2	1.519,8	418,3	177,9	258,2	2.045,7
dec 07	3.088,2	362,8	2.015,5	1.532,5	420,8	649,2	344,2	2.495,2
jan 08	2.661,9	316,3	2.027,7	1.538,7	428,0	268,2	281,7	2.201,4
Ændring i forhold til året før, pct.								
2003	...	30,6	8,5	8,5	9,7	1,2	-44,8	9,1
2004	...	-9,6	6,8	6,5	8,3	40,4	-19,9	12,9
2005	...	11,1	11,7	12,3	8,5	34,0	481,5	14,6
2006	...	141,7	10,2	9,9	10,9	-11,0	49,3	2,7
2007	...	48,0	9,9	8,9	13,5	13,1	52,0	8,6
aug 07	...	69,8	9,4	8,9	10,8	-4,4	72,2	6,7
sep 07	...	63,6	9,3	8,7	11,8	-4,4	76,8	5,8
okt 07	...	64,8	9,4	8,5	12,8	4,1	73,7	7,2
nov 07	...	57,0	9,3	8,3	13,0	-4,8	54,4	6,7
dec 07	...	48,0	9,9	8,9	13,5	13,1	52,0	8,6
jan 08	...	78,8	9,7	8,5	14,7	85,0	65,2	16,8

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv
	Mia.kr.								
Ultimo									
2003	2.087,7	1.343,6	683,1	693,2	271,5	392,3	1.394,6	1.072,1	290,9
2004	2.276,0	1.466,1	741,0	786,0	324,8	426,8	1.489,9	1.141,3	314,2
2005	2.614,5	1.678,0	852,2	950,2	396,6	510,4	1.664,4	1.281,5	341,7
2006	3.000,8	1.882,7	1.015,2	1.166,0	475,0	636,9	1.834,8	1.407,7	378,3
2007	3.387,8	2.090,0	1.189,7	1.372,3	557,4	760,5	2.015,5	1.532,5	429,1
aug 07	3.206,5	2.006,1	1.096,4	1.252,1	513,0	686,3	1.954,4	1.493,1	410,1
sep 07	3.252,4	2.027,8	1.121,0	1.285,0	527,4	705,4	1.967,4	1.500,4	415,5
okt 07	3.271,8	2.036,6	1.129,9	1.288,8	527,3	707,0	1.983,0	1.509,3	422,9
nov 07	3.317,5	2.053,6	1.158,4	1.319,3	533,8	731,8	1.998,2	1.519,8	426,5
dec 07	3.387,8	2.090,0	1.189,7	1.372,3	557,4	760,5	2.015,5	1.532,5	429,1
jan 08	3.397,4	2.085,9	1.202,4	1.369,6	547,2	766,2	2.027,7	1.538,7	436,2
Ændring i forhold til året før, pct.									
2003	6,1	8,2	2,7	1,5	7,1	-1,7	8,5	8,5	9,3
2004	9,0	9,1	8,5	13,4	19,6	8,8	6,8	6,5	8,0
2005	14,9	14,5	15,0	20,9	22,1	19,6	11,7	12,3	8,8
2006	14,8	12,2	19,1	22,7	19,8	24,8	10,2	9,9	10,7
2007	12,9	11,0	17,2	17,7	17,4	19,4	9,9	8,9	13,4
aug 07	12,4	11,1	15,1	17,4	18,0	17,7	9,4	8,9	10,9
sep 07	12,6	10,9	16,3	18,0	17,7	19,1	9,3	8,7	11,8
okt 07	12,2	10,7	15,4	16,8	17,4	17,0	9,4	8,5	12,8
nov 07	11,8	10,6	14,7	15,8	17,4	15,8	9,3	8,3	12,9
dec 07	12,9	11,0	17,2	17,7	17,4	19,4	9,9	8,9	13,4
jan 08	12,6	10,5	17,9	17,0	16,5	20,0	9,7	8,5	14,5

Anm.: Inklusive udlån i danske pengeinstitutters enheder i udlandet. Fra 2003 er pengeinstitutternes udlån påvirket af en tilgang til kredsen af pengeinstitutter, hvilket der er taget hensyn til ved beregning af årsstigningstakt.

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

Ultimo		Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:	
			I alt	Heraf =<1 år		Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
	Mia.kr.						
2003	99,5	795,0	499,0	250,0	1.393,5	85,7	44,4
2004	94,6	733,9	659,8	382,2	1.488,4	84,9	170,5
2005	88,6	720,3	853,9	616,0	1.662,8	80,5	315,5
2006	83,5	797,5	951,7	720,5	1.832,7	85,7	432,2
2007	77,9	1.005,1	929,7	680,7	2.012,7	123,8	546,9
Aug 07	81,6	980,1	889,9	653,4	1.951,6	102,6	507,9
Sep 07	81,6	984,7	898,1	659,0	1.964,4	105,9	516,7
okt 07	81,5	992,8	905,9	663,8	1.980,1	108,0	526,1
nov 07	80,7	999,5	915,1	662,0	1.995,4	111,7	535,4
dec 07	77,9	1.005,1	929,7	680,7	2.012,7	123,8	546,9
jan 08	78,1	1.100,0	848,6	621,9	2.026,6	126,7	553,8

Anm.: Tabellen inkluderer alene indenlandske realkreditudlån, hvorimod tabel 7 og 8 omfatter samtlige indenlandske udlån fra realkreditinstitutter.

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

TABEL 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansielle selskaber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansielle selskaber
	Procent p.a.							
4. kv. 05	4,7	6,2	4,4	2,6	1,7	1,3	1,8	2,2
1. kv. 06	4,8	6,2	4,5	2,8	1,9	1,5	2,0	2,4
2. kv. 06	5,0	6,4	4,7	3,1	2,1	1,8	2,3	2,6
3. kv. 06	5,2	6,6	5,0	3,3	2,4	2,1	2,5	2,8
4. kv. 06	5,4	6,8	5,2	3,5	2,7	2,4	2,9	3,2
1. kv. 07	5,7	7,1	5,5	3,6	3,1	2,8	3,2	3,4
2. kv. 07	5,9	7,2	5,7	4,0	3,4	3,1	3,4	3,8
3. kv. 07	6,1	7,4	6,0	4,1	3,6	3,3	3,6	4,0
4. kv. 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
aug 07	6,1	7,4	5,9	4,0	3,6	3,3	3,6	4,0
sep 07	6,2	7,5	6,0	4,2	3,6	3,3	3,6	4,0
okt 07	6,2	7,4	6,0	4,2	3,7	3,4	3,7	4,1
nov 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
dec 07	6,2	7,4	6,1	4,4	3,7	3,4	3,7	4,1
jan 08	6,2	7,4	6,2	4,4	3,7	3,4	3,8	4,1

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

	Balance- sum	Aktiver		Passiver			
		Værdipapir- beholdning		Udstedte andele fordelt på ejere			
		Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger mv.	Forsikring og pension	Andre indlæn- dinge	Udland
		Mia.kr.					
Ultimo							
2003	367,1	237,2	108,7	188,2	103,2	60,4	12,3
2004	574,2	326,5	164,6	213,1	163,4	180,1	15,3
2005	794,7	412,1	286,4	265,7	236,5	263,0	24,4
2006	924,7	431,8	385,4	294,3	289,4	305,3	28,8
2007	1.021,2	477,9	411,6	295,2	339,2	322,1	29,2
4. kv. 06	924,7	431,8	385,4	294,3	289,4	305,3	28,8
1. kv. 07	952,2	437,2	393,6	297,2	302,6	312,0	29,6
2. kv. 07	980,2	429,8	426,7	299,4	319,8	321,0	30,0
3. kv. 07	1.002,2	442,6	428,8	299,8	340,9	322,8	31,1
4. kv. 07	1.021,2	477,9	411,6	295,2	339,2	322,1	29,2
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
4. kv. 06	...	9,2	5,3	1,7	3,3	0,0	1,2
1. kv. 07	...	7,5	1,3	-0,1	9,9	5,5	0,5
2. kv. 07	...	5,5	9,2	2,6	12,8	6,8	-3,4
3. kv. 07	...	17,7	8,4	-0,1	22,5	0,3	0,0
4. kv. 07	...	40,1	2,8	-0,2	3,8	6,3	-2,7

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer mv.							
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkredit-obligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet
	Ultimo	Kursværdi, mia.kr.						
2003	2.143,3	400,0	505,9	191,1	1.525,5	207,2	506,6	209,6
2004	2.379,2	434,4	498,8	213,6	1.768,7	218,4	604,3	245,2
2005	2.559,7	461,2	434,9	205,1	2.002,9	252,5	845,2	300,5
2006	2.548,0	457,9	380,4	172,2	2.041,2	279,5	988,5	361,8
2007	2.707,4	469,1	297,5	180,6	2.257,6	276,7	995,0	445,0
aug 07	2.230,6	451,9	337,5	167,0	1.766,8	275,4	1.103,5	446,3
sep 07	2.234,1	463,5	327,8	175,8	1.777,9	278,4	1.099,8	457,0
okt 07	2.268,8	465,7	327,8	179,4	1.812,8	277,0	1.110,6	460,9
nov 07	2.280,6	477,4	306,2	186,1	1.839,3	278,9	1.024,5	442,0
dec 07	2.707,4	469,1	297,5	180,6	2.257,6	276,7	995,0	445,0
jan 08	2.343,5	443,9	320,2	169,8	1.880,7	261,0	887,6	396,8

Anm.: Omfatter noterede og unoterede værdipapirer registreret i Værdipapircentralen.

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

	Aktiver					Passiver		
	Kontan- ter og bankind- skud mv.	Obligati- oner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiel netto- formue	I alt
Ultimo	Mia.kr.							
2002	583	188	319	1.171	2.261	1.426	835	2.262
2003	620	166	399	1.262	2.448	1.505	944	2.449
2004	668	174	472	1.403	2.718	1.640	1.078	2.718
2005	753	172	612	1.616	3.154	1.834	1.320	3.154
2006	805	180	709	1.681	3.375	2.035	1.340	3.375
3. kv. 06	789	175	672	1.643	3.278	1.981	1.298	3.279
4. kv. 06	805	180	709	1.681	3.375	2.035	1.340	3.375
1. kv. 07	822	177	728	1.694	3.422	2.090	1.332	3.422
2. kv. 07	855	180	742	1.687	3.464	2.114	1.350	3.464
3. kv. 07	861	186	740	1.707	3.495	2.160	1.335	3.495

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontan- ter, bankind- skud og afgivne kreditter mv.	Obliga- tioner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiel netto- formue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obliga- tioner mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia.kr.								
2002	531	117	640	1.288	1.138	96	941	-886	1.288
2003	664	121	643	1.428	1.159	109	1.131	-971	1.428
2004	652	164	746	1.562	1.223	142	1.248	-1.051	1.562
2005	742	167	972	1.879	1.358	143	1.489	-1.110	1.879
2006	756	147	1.077	1.980	1.576	140	1.566	-1.301	1.980
3. kv. 06	789	147	1.029	1.965	1.535	145	1.496	-1.212	1.965
4. kv. 06	756	147	1.077	1.980	1.576	140	1.566	-1.301	1.980
1. kv. 07	801	141	1.103	2.045	1.652	139	1.624	-1.370	2.045
2. kv. 07	902	140	1.154	2.198	1.679	134	1.735	-1.349	2.198
3. kv. 07	941	136	1.171	2.248	1.684	120	1.793	-1.348	2.248

Anm: Virksomheder er defineret som ikke-finansielle selskaber.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 15

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
2003	65,9	23,2	89,2	-16,8	-24,0	48,3
2004	54,5	19,8	74,4	-2,4	-27,7	44,2
2005	44,7	37,9	82,6	9,9	-25,0	67,5
2006	16,1	39,3	55,3	16,0	-27,4	44,0
2007	-5,6	37,6	32,0	12,6	-27,7	16,9
jan 06 - dec 06	16,1	39,3	55,3	16,0	-27,4	44,0
jan 07 - dec 07	-5,6	37,6	32,0	12,6	-27,7	16,9
jul 07	0,1	3,0	3,1	1,5	-2,1	2,5
aug 07	-0,9	6,3	5,4	1,2	-2,0	4,5
sep 07	0,5	4,1	4,6	0,0	-2,0	2,6
okt 07	-1,1	4,1	3,1	1,7	-2,4	2,4
nov 07	1,1	2,1	3,2	1,2	-2,8	1,6
dec 07	-2,6	2,7	0,1	0,7	-2,1	-1,4

Anm.: Fra og med 2005 er opgørelsen baseret på nye kilder og metoder med deraf følgende databrud.

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Fordrings- erhver- velse, netto ¹	Kapitalimport				Andet ²	National- bankens transakti- oner med udlandet ³
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
2003	48,3	-8,0	17,8	-98,3	72,5	-1,5	30,8
2004	44,4	62,1	-62,6	-87,1	-22,5	59,5	-6,2
2005	70,4	-97,1	77,3	-67,6	25,7	-20,5	-11,8
2006	44,0	-50,5	21,5	-110,9	82,4	-24,8	-38,3
2007	17,3	-88,4	61,6	-67,0	59,5	15,8	-1,2
feb 06 - jan 07	42,5	-41,2	-5,5	-89,0	73,9	-18,5	-37,8
feb 07 - jan 08	...	-103,3	72,6	-57,8	73,9	...	5,1
aug 07	4,5	-2,3	12,9	-11,5	11,6	-5,0	10,2
sep 07	2,6	-13,4	11,5	13,9	-42,5	18,9	-9,0
okt 07	2,4	-3,2	10,1	-44,1	45,0	-12,8	-2,6
nov 07	1,6	-0,3	10,9	-10,0	2,6	-5,9	-1,1
dec 07	-1,3	9,4	0,4	-74,0	58,6	-5,1	-12,0
jan 08	...	-15,4	14,8	3,6	21,0	...	7,9

¹ Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.² Omfatter fejl og udeladelser samt til og med december 2004 uregistrerede handelskreditter.³ Fra og med 2005 transaktioner i *alle* Nationalbankens udenlandske mellemværender. Før 2005 anvendtes alene ændring i de mellemværender, der indgår i valutareserven, som offentliggøres ved pressemeddelelse 2. bankdag i måneden og fremgår af tabel 2.

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTERINGER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
	Mia.kr.					
2003	-30,3	66,3	9,1	-121,5	-21,9	-98,3
2004	-6,2	56,9	9,7	-104,4	-43,0	-87,1
2005	20,8	122,5	-19,2	-107,5	-84,3	-67,6
2006	9,4	69,3	-34,6	-21,8	-133,2	-110,9
2007	14,4	65,4	11,7	-105,2	-53,4	-67,0
aug 07	-22,3	17,3	-5,9	9,4	-9,9	-11,5
sep 07	13,2	7,9	-0,4	-0,7	-6,0	13,9
okt 07	-1,2	-0,6	0,2	-37,6	-5,0	-44,1
nov 07	-9,3	16,6	-4,8	-19,7	7,3	-10,0
dec 07	-6,7	-27,0	-0,7	-36,7	-3,1	-74,0
jan 08	-20,9	12,5	-3,4	9,3	6,2	3,6

Anm.: Et negativt fortegn (-) angiver, at indlændinge netto har købt udenlandske værdipapirer, eller at udlændinge netto har solgt danske værdipapirer.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 18

	Direkte investeringer		Porteføljeinvesteringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia.kr.									
Aktiver										
2002	465	148	253	359	14	57	451	34	199	1.980
2003	413	198	309	446	17	57	518	31	230	2.221
2004	471	220	369	547	48	34	584	20	223	2.515
2005	567	253	556	684	85	37	720	19	217	3.136
2006	589	255	739	669	47	41	826	30	178	3.374
3. kv. 06	580	308	675	641	60	40	809	27	185	3.325
4. kv. 06	589	255	739	669	47	41	826	30	178	3.374
1. kv. 07	624	255	802	653	19	46	881	31	185	3.496
2. kv. 07	630	279	821	683	-2	49	943	29	181	3.613
3. kv. 07	628	292	824	664	7	47	1.035	32	191	3.719
Passiver										
2002	393	194	146	756	...	30	669	13	4	2.205
2003	434	162	186	762	...	28	801	13	4	2.391
2004	429	208	241	857	...	20	816	20	2	2.593
2005	503	231	311	1.019	...	27	968	22	3	3.082
2006	496	270	358	1.059	...	32	1.138	34	4	3.391
3. kv. 06	519	277	298	1.055	...	30	1.107	33	2	3.322
4. kv. 06	496	270	358	1.059	...	32	1.138	34	4	3.391
1. kv. 07	504	277	387	1.125	...	33	1.221	35	1	3.583
2. kv. 07	514	268	425	1.141	...	34	1.246	34	1	3.663
3. kv. 07	523	255	440	1.138	...	32	1.311	37	3	3.738
Nettoaktiver										
2002	73	-45	106	-397	14	27	-218	20	195	-225
2003	-21	36	123	-315	17	29	-283	19	226	-170
2004	42	12	128	-310	48	14	-233	0	221	-78
2005	64	22	245	-335	85	10	-248	-3	214	54
2006	93	-15	381	-390	47	9	-312	-4	174	-17
3. kv. 06	62	31	377	-414	60	10	-298	-6	182	3
4. kv. 06	93	-15	381	-390	47	9	-312	-4	174	-17
1. kv. 07	120	-22	415	-472	19	13	-340	-4	184	-87
2. kv. 07	116	11	396	-459	-2	15	-303	-5	180	-50
3. kv. 07	105	37	384	-474	7	15	-277	-5	188	-19

Anm.: Som hovedprincip for opgørelsen er der anvendt markedsværdi.

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 19

	Brutto- national- produkt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offent- ligt konsum	Faste brutto- investe- ringer	Lager- for- øgelser	I alt		
	Mia.kr.							
2003	1.400,7	666,9	371,2	271,8	3,2	1.313,1	635,1	547,6
2004	1.466,2	707,2	389,0	285,0	13,5	1.394,8	665,0	593,6
2005	1.548,2	759,8	401,3	306,9	3,8	1.471,8	761,6	685,2
2006	1.641,5	805,2	421,2	357,1	13,0	1.596,5	851,1	806,0
2007	1.695,5	842,5	437,6	390,2	9,0	1.679,2	886,0	869,6
4. kv. 06	424,8	210,4	109,1	98,2	1,1	418,9	221,6	215,6
1. kv. 07	406,5	203,6	106,1	91,8	4,8	406,3	210,5	210,3
2. kv. 07	420,7	208,4	108,5	95,8	3,0	415,7	216,2	211,1
3. kv. 07	424,7	206,0	109,5	96,1	3,9	415,5	224,6	215,4
4. kv. 07	443,6	224,5	113,5	106,4	-2,8	441,7	234,7	232,8

Realvækst i forhold til året før, pct.

2003	0,4	1,0	0,7	-0,2	...	0,0	-1,0	-1,6
2004	2,3	4,7	1,8	3,9	...	4,4	2,8	7,7
2005	2,5	5,2	0,9	6,1	...	3,5	8,3	11,3
2006	3,9	3,8	2,0	14,0	...	6,1	9,0	14,1
2007	1,8	2,7	1,3	6,7	...	3,0	3,7	6,1
4. kv. 06	3,5	2,9	0,5	13,6	...	5,6	8,4	13,1
1. kv. 07	3,8	1,3	0,8	17,3	...	5,0	6,5	8,9
2. kv. 07	-0,1	1,0	0,4	0,8	...	0,6	1,3	2,7
3. kv. 07	1,7	3,7	1,3	3,8	...	2,9	3,6	6,2
4. kv. 07	2,0	4,7	2,6	6,6	...	3,5	3,8	6,8

Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorregeret), pct.

4. kv. 06	0,0	1,4	-0,3	-0,4	...	0,5	1,8	2,9
1. kv. 07	1,0	1,4	0,8	5,3	...	2,2	0,7	0,7
2. kv. 07	-0,7	-0,5	0,0	-6,0	...	-1,7	-1,3	-0,7
3. kv. 07	1,3	1,2	0,9	5,0	...	2,0	2,4	3,4
4. kv. 07	0,4	2,5	1,0	2,2	...	2,0	1,8	3,3

EU-HARMONISERET FORBRUGERPRISINDEKS (HICP) OG
UNDERLIGGENDE INFLATION (IMI)

Tabel 20

	HICP							Nettoprisindeks ¹		
	Total	Delkomponenter:								
		Energi	Fødevarer	Kerneinflation ²	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Fordelt på ⁴ :	
					Husleje	Offentlige ydelser			Import input ⁵	IMI ⁶
		Vægtfordeling i pct.								
	100	10,8	19,6	69,6	7,7	4,5	57,4	50,7	16,2	34,5
Vækst i forhold til året før, pct.										
2003	2,0	0,9	0,7	2,6	2,7	8,1	2,1	1,9	0,4	2,6
2004	0,9	2,6	-2,1	1,5	2,8	4,8	1,1	0,8	1,1	0,6
2005	1,7	7,6	1,0	1,0	2,4	3,2	0,6	0,7	3,4	-0,6
2006	1,9	5,3	2,2	1,2	2,1	0,9	1,1	1,3	3,1	0,4
2007	1,7	0,3	3,7	1,3	2,1	0,6	1,2	1,4	1,4	1,4
1. kv. 05	1,1	4,6	0,3	0,7	2,4	4,0	0,2	0,3	2,8	-0,9
2. kv. 05	1,6	6,7	0,6	1,0	2,3	3,2	0,7	0,7	3,5	-0,6
3. kv. 05	2,2	10,1	1,5	1,1	2,3	3,0	0,8	0,8	3,9	-0,6
4. kv. 05	2,0	8,9	1,5	1,0	2,3	2,6	0,7	0,9	3,3	-0,2
1. kv. 06	2,0	8,9	0,9	1,2	2,2	2,6	1,0	1,1	3,7	-0,1
2. kv. 06	2,0	8,3	1,9	1,0	2,0	0,4	1,0	1,1	3,8	-0,2
3. kv. 06	1,8	3,9	2,6	1,3	2,0	0,2	1,2	1,6	3,2	0,8
4. kv. 06	1,6	0,4	3,5	1,3	2,0	0,4	1,3	1,3	1,9	1,0
1. kv. 07	1,9	1,1	4,1	1,3	2,0	0,3	1,3	1,3	1,7	1,1
2. kv. 07	1,5	-1,7	3,6	1,5	2,1	0,2	1,5	1,4	0,9	1,7
3. kv. 07	1,0	-1,4	2,0	1,2	2,2	0,8	1,0	1,2	0,9	1,4
4. kv. 07	2,2	3,3	5,2	1,2	2,0	1,0	1,2	1,6	2,0	1,4

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2006.

¹ Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.² Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.³ Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 57,4 pct. af HICP's vægtgrundlag og 50,7 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.⁴ Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.⁵ Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.⁶ IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 21

	Arbejds- løshed	Mængdeindeks		Tvangs- auktion- er	Nyregi- strer- inger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for		
		Industri ¹	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
Pct. af arbejds- styrken	2000=100	2000=100	Stk.		Nettotal				
2003	5,7	102,5	107,8	3.039	96.501	1	-6	-18	-2
2004	5,8	102,1	113,4	2.640	122.543	7	3	-5	13
2005	5,1	103,8	120,1	1.874	148.578	9	1	7	20
2006	4,0	108,0	124,0	1.231	156.718	10	9	21	24
2007	2,8	112,5	125,1	1.392	162.479	7	4	9	20
Sæsonkorrigeret									
sep 07	2,5	110,0	127,9	132	14.248	6	1	7	19
okt 07	2,4	116,5	125,6	126	14.484	6	3	7	20
nov 07	2,3	113,5	126,2	127	15.012	6	2	4	18
dec 07	2,2	110,0	126,9	119	14.236	5	5	3	19
jan 08	2,1	114,4	126,0	123	15.437	-4	6	1	16
feb 08	...	...	...	183	...	-2	-3	0	11

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) I pct. af ejendoms- værdi 1995
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
	1.000 personer		1996=100			
2003	2.756	1.914	133,3	133,8	124,1	173,2
2004	2.739	1.898	137,4	138,0	127,5	188,6
2005	2.763	1.919	141,4	141,8	130,7	221,9
2006	2.808	1.965	145,8	146,2	134,0	269,7
2007	2.851	2.005	151,3	152,0	137,3	...
Sæsonkorrigeret						
4. kv. 06	2.829	1.984	147,4	147,9	135,1	276,2
1. kv. 07	2.845	2.000	148,9	149,3	136,3	280,5
2. kv. 07	2.841	1.997	150,2	151,3	136,8	283,9
3. kv. 07	2.854	2.009	152,3	152,7	137,6	283,1
4. kv. 07	2.862	2.015	153,7	154,5	138,5	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
2003	-1,1	-1,2	3,7	4,2	3,0	3,1
2004	-0,6	-0,8	3,1	3,1	2,7	8,9
2005	0,9	1,1	2,9	2,7	2,5	17,6
2006	1,6	2,4	3,1	3,1	2,5	21,6
2007	1,5	2,1	3,8	3,9	2,5	...
4. kv. 06	2,0	2,7	3,1	3,2	2,6	14,9
1. kv. 07	2,0	2,5	3,3	3,4	2,6	10,1
2. kv. 07	1,3	1,9	3,7	3,9	2,4	4,9
3. kv. 07	1,7	2,4	4,0	4,2	2,4	2,1
4. kv. 07	1,2	1,6	4,3	4,5	2,5	...

VALUTAKURSER

Tabel 23

	EUR	USD	GBP	SEK	NOK	CHF	JPY
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
2003	743,07	658,99	1.074,99	81,45	93,03	488,88	5,6840
2004	743,98	598,93	1.096,69	81,54	88,90	481,96	5,5366
2005	745,19	600,34	1.090,02	80,29	93,11	481,30	5,4473
2006	745,91	594,70	1.094,32	80,62	92,71	474,22	5,1123
2007	745,06	544,56	1.089,81	80,57	92,99	453,66	4,6247
sep 07	745,06	536,25	1.081,78	80,26	95,15	452,26	4,6629
okt 07	745,34	523,90	1.070,69	81,25	96,85	446,15	4,5190
nov 07	745,43	507,70	1.051,63	80,25	93,76	452,20	4,5772
dec 07	745,99	511,99	1.036,87	79,12	93,07	449,62	4,5649
jan 08	745,05	506,24	997,10	79,00	93,65	459,86	4,6967
feb 08	745,40	505,49	992,68	79,61	93,79	463,56	4,7191

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 24

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Forbrugerpriser i euroområdet
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					2005=100
2003	101,2	234,7	220,3	107,9	108,4	95,8
2004	102,2	237,4	224,0	108,3	109,8	97,9
2005	101,6	241,7	228,2	107,6	109,4	100,0
2006	101,6	246,2	232,7	107,7	110,2	102,2
2007	103,2	250,5	237,8	108,6	113,4	104,4
sep 07	103,4	250,6	238,7	108,4	113,8	104,7
okt 07	103,7	251,5	239,5	108,7	...	105,2
nov 07	104,5	253,2	240,7	109,6	...	105,8
dec 07	104,6	253,0	241,4	109,5	115,2	106,2
jan 08	105,1	253,7	241,1	110,4	...	105,8
feb 08	105,0	...	...	...	...	...

Ændring i forhold til året før, pct.

2003	3,6	2,1	1,7	3,9	4,7	2,1
2004	1,0	1,2	1,7	0,4	1,3	2,1
2005	-0,6	1,8	1,9	-0,6	-0,3	2,2
2006	0,0	1,9	2,0	0,0	0,7	2,2
2007	1,6	1,7	2,2	0,9	2,9	2,1
sep 07	1,4	1,2	2,1	0,4	2,9	2,1
okt 07	1,8	1,7	2,5	0,7	...	2,6
nov 07	2,5	2,5	3,0	1,7	...	3,1
dec 07	2,3	2,3	3,0	1,5	3,9	3,1
jan 08	3,0	2,9	3,0	2,6	...	3,2
feb 08	2,6	...	...	...	...	...

Anm.: Indekset for den nominelt effektive kronekurs er en geometrisk sammenvejning af udviklingen i 27 af Danmarks vigtigste handelspartners valutaer over for den danske krone. I beregningen af forbrugerpriser i udlandet samt den reale effektive kronekurs baseret på henholdsvis forbrugerpriser og timelønninger indgår dog kun 25 lande. Vægtgrundlaget er baseret på industrivarehandelen i 2002.

En stigning i et kronekursindeks er udtryk for en nominel eller real appreciering af kronen.

Nationalbankens statistiske publikationer

Periodiske publikationer (elektroniske)

Nationalbanken offentliggør ny statistik i elektroniske publikationer umiddelbart efter udarbejdelse. En publicering af ny statistik for et område består af følgende to dele:

- **Nyt-publikation** med tekst og figurer, der belyser udviklingstendenser, samt 1-2 sider med oversigtstabeller.
- **Tabeltillæg** indeholdende tabeller med størst mulig detaljeringsgrad samt beskrivelser af de kilder og metoder, der ligger til grund for statistikkerne.

Tabel- og figurtekster i Nyt-publikationerne er oversat til engelsk i lighed med tabeltekster og beskrivelser af kilder og metoder i tabeltillæg.

Statistikbank

Ovennævnte statistiske publikationer suppleres af en database med alle tidsserier, der indgår i publikationerne. Tidsserierne i databasen opdateres samtidig med udsendelsen af de tilsvarende publikationer og indeholder data tilbage i tid så langt som muligt. Fra 1. oktober 2007 har Danmarks Statistik og Nationalbanken indledt et samarbejde, hvorefter Nationalbankens statistik offentliggøres via Danmarks Statistiks "Statistikbanken". Nationalbankens del af "Statistikbanken" kan tilgås direkte via: nationalbanken.statistikbank.dk.

Særlige opgørelser

I særlige opgørelser offentliggøres statistikker af tematisk karakter, som ikke udarbejdes regelmæssigt.

Udgivelseskalender

En udgivelseskalender for de statistiske publikationer dækkende løbende måned samt følgende 3 måneder fremgår af Nationalbankens websted.