



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
4. kvartal

NOO

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, 4. KVARTAL 2008

Det lille billede på forsiden viser Arne Jacobsens ur, "Banker's clock", 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 5. december 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 – 1. kvartal 2009 planlægges offentliggjort 18. marts 2009.

Schultz Grafisk A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Den internationale finansielle krise	25
I mere end et år har den internationale finansielle krise raset med varierende styrke. Artiklen ser tilbage på, hvad der udløste krisen, og hvilke faktorer der fik den til at eskalere i efteråret 2008. Dernæst belyses de tiltag og redningspakker, som regeringer og centralbanker verden over har gennemført for at dæmme op for krisen. Endelig beskrives det, hvordan den internationale finansielle krise har påvirket den finansielle sektor i Danmark.	
Nyt euroland fra 2009: Slovakiet	43
Investeringsforeninger i Danmark	45
Sonnie Karlsson og Casper Ristorp-Thomsen, Handelsafdelingen Investeringsforeninger har i stigende omfang fået betydning for danske opspare. Det er nemt at investere gennem investeringsforeninger, og det giver mulighed for at udnytte stordriftsfordele og sprede risici. Den enkelte investor skal dog være opmærksom på en række kendetegn ved det danske marked, der har betydning for disse fordele. Der er tale om et relativt koncentreret marked med begrænset konkurrence udefra, hvor den altovervejende del af foreningerne er aktivt forvaltede. Aktiv forvaltning har generelt givet et lavere afkast end passiv forvaltning, primært som følge af højere omkostninger.	
Det danske realkreditmarked – et likviditetsdilemma	61
Claus Johansen, Kapitalmarkedsafdelingen og Elena Kabatchenko Nielsen, Statistisk Afdeling Det danske realkreditmarked har de seneste årtier gennemgået en væsentlig udvikling, som bl.a. har haft en stor betydning for fordelingen af likviditet på realkreditobligationsserier. I artiklen beskrives konsekvenser af denne udvikling for udstedere, investorer og låntagere. På baggrund af resultater i artiklen introduceres en statistik over ejerkoncentrationen i obligationer, som fremover offentliggøres i Nationalbankens værdipapirstatistik på fondskodeniveau.	
IMF under forandring	73
Helene Kronholm Bohn-Jespersen, Økonomisk Afdeling Den Internationale Valutafond er med den eskalerende globale finanskrisen tilbage i fokus i det internationale økonomisk-politiske samarbejde. G20s drøftelser om reform af det internationale finansielle system har givet opbakning til, at IMF skal spille en mere central rolle med særlig fokus på at styrke overvågningen af økonomierne og den finansielle stabilitet. IMF har ydet meget store lån til lande ramt af krisen, herunder Island. Yderligere har IMF de seneste år gennemgået reformer af både egne finanser og landenes repræsentation i IMF (kvote- og stemmefordelingen).	

Udviklingen i arbejdsudbuddet	85
Erik Haller Pedersen og Johanne Dinesen Riishøj, Økonomisk Afdeling Arbejdsstyrken er øget under det seneste opsving, selv om den demografiske udvikling ville tilsige et fald. Stigningen i arbejdsstyrken og arbejdstiden pr. beskæftiget har tilsammen løftet arbejdsudbuddet med mere end 160.000 personer siden 2004. Det er især det omfang, hvormed det er lykket at tiltrække udenlandsk arbejdskraft, som adskiller dette opsving fra tidligere. Et større arbejdsudbud er først og fremmest nødvendigt for at sikre finanspolitisk holdbarhed.	
Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde 8. december 2008	97
Pressemeddelelser	101
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra medio september til primo december 2008

SAMMENFATNING

Den internationale finansielle krise, som begyndte i sommeren 2007, blev forværret yderligere i efteråret 2008. Krisen eskalerede efter, at de amerikanske myndigheder medio september lod investeringsbanken Lehman Brothers gå konkurs. Aktiekurserne faldt, pengemarkederne fungerede dårligt, og flere mindre valutaer kom under pres. Konkurs, fusioner og statslige overtagelser prægede den finansielle sektor, og i mange lande inkl. Danmark gennemførte myndighederne massive hjælpeforanstaltninger for at afbøde krisen, og det frie fald i det finansielle system blev stoppet.

Krisen på de finansielle markeder har fået negative konsekvenser for den reale økonomi, og udsigterne for verdensøkonomien er blevet dystre. I mange lande er boligpriserne faldende. Sammen med lavere aktiekurser, strammere kreditvilkår, stigende ledighed og svagere økonomiske udsigter bidrager det til øget tilbageholdenhed blandt virksomheder og forbrugere. I modsat retning trækker, at olieprisen og det globale inflationspres er aftaget de seneste måneder, hvilket øger realindkomsterne. Endvidere har en række centralbanker lempet pengepolitikken markant. Det er den fremherskende opfattelse, at den økonomiske aktivitet i industrilandene vil falde frem til udgangen af 2009 for herefter at vokse langsomt igen.

Finanskrisen har også ramt Danmark. Kronen kom under pres i september og oktober, og for at støtte den købte Nationalbanken kroner mod valuta for et betydeligt beløb. Dette var ikke tilstrækkeligt, og i overensstemmelse med fastkurskurspolitikken forhøjede Nationalbanken de pengepolitiske renter.

Den økonomiske vækst i Danmark er aftaget siden 2006 efter nogle år med stor fremgang. Afdæmpningen, der begyndte som følge af mangel på ledig kapacitet, er blevet forstærket af den finansielle krise og de svagere internationale konjunkturer. Væksten er aftaget hurtigere end ventet, men der er stadig pres på produktionsressourcerne. Arbejdsløsheden er meget lav, lønstigningerne er høje, og inflationen er mærkbart højere end i euroområdet.

Konjunkturerne svækkes også i Danmark, men fra et højere niveau end i resten af verden. De disponible realindkomster vil vokse pænt til næste år som følge af stigende realløn og skattelettelser. Desuden vil skatte- og overførselssystemet automatisk dæmpe konjunkturvendingen. Udbetalingen af arbejdsløshedsunderstøttelse vil stige og skatteindtægterne falde. Den nuværende situation med høje lønstigninger og udsigt til stigende, men fortsat lav ledighed, giver ikke plads til at gå videre i den økonomiske politik. Det er uholdbart at føre en økonomisk politik, der forsøger at fastholde en høj beskæftigelse, som er over det niveau, der er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling.

INTERNATIONAL ØKONOMI

Den internationale finansielle krise eskalerede i efteråret 2008. Især efter investeringsbankens Lehman Brothers' kollaps i midten af september frøs de internationale pengemarkeder fast, og investorerne blev betydeligt mindre risikovillige. I denne fase af krisen blev de nye vækstøkonomier også hårdt ramt. Forløbet af den finansielle uro i efteråret 2008 er uddybet i artiklen Den internationale finansielle krise, side 25.

Aktiekurserne over hele kloden faldt drastisk fra sommeren 2008 og frem til slutningen af oktober, og faldet var størst i de nye vækstøkonomier, jf. figur 1. I historisk sammenhæng var aktiekursfaldet i september og oktober blandt de største. Over de 40 handelsdage fra 1. september til 27. oktober faldt det amerikanske S&P 500-aktieindeks med 33 pct., hvilket er på størrelse med faldet i oktober 1987. Det største fald i S&P 500 over 40 dage fandt dog sted i oktober og november 1929, hvor indekset faldt med mere end 40 pct. Kurserne er siden slutningen af oktober forblevet på et lavere niveau med betydelige udsving fra dag til dag. VIX-indekset¹, der er baseret på de 500 største amerikanske aktier, nåede i oktober over 80. Indekset har siden 1990 svinget omkring 20 og har aldrig tidligere været over 50. En høj værdi af VIX-indekset er udtryk for stor usikkerhed om den fremtidige kursudvikling og dermed en høj risiko for investorerne.

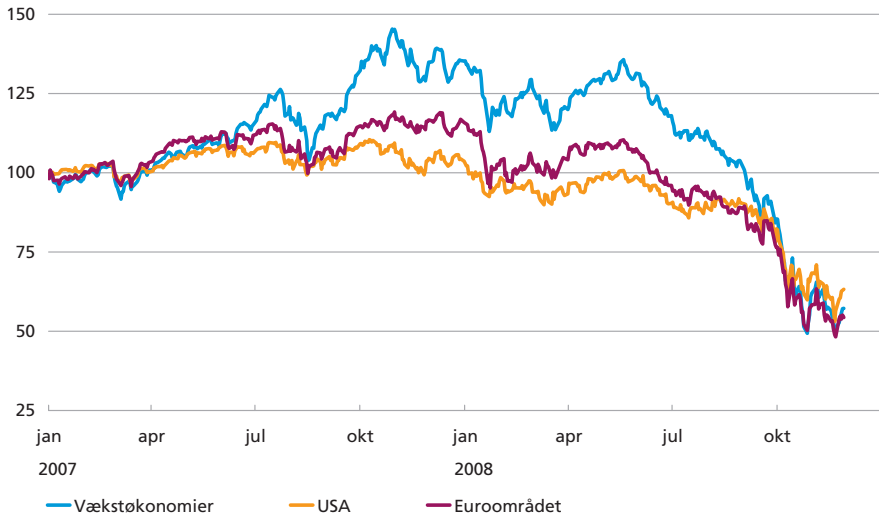
Dag-til-dag-bevægelserne i flere valutakurser har også været større, end hvad der ellers er set efter årtusindskiftet. Ud over de store dag-til-dag udsving er kurserne mellem de store valutaer skiftet markant. Dollar er blevet styrket over for euro, og yen er styrket endnu mere, jf. figur 2. Schweiziske franc blev gennem september og oktober også styrket betydeligt over for euro, men faldt noget tilbage i november. Styrkelsen af yen og schweizerfranc skyldes bl.a. afvikling af såkaldt carry trade,

¹ VIX-indekset måler den implicitte volatilitet i det amerikanske S&P 500-indeks. Indekset er beregnet ud fra priserne på optioner på S&P 500-indekset.

INTERNATIONALE AKTIEKURSER

Figur 1

Indeks, 3. jan 2007 = 100



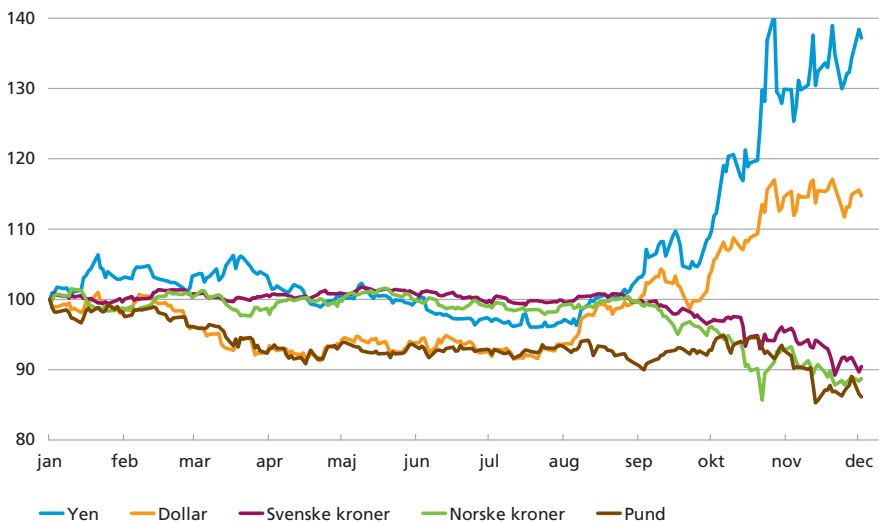
Anm.: For de nye vækstøkonomier er anvendt det sammenvejede MSCI-indeks opgjort i dollar og sammenvejet af indeks for Argentina, Brasilien, Chile, Colombia, Filippinerne, Indien, Indonesien, Israel, Jordan, Kina, Korea, Malaysia, Marokko, Mexico, Pakistan, Peru, Polen, Rusland, Sydafrika, Taiwan, Thailand, Tjekkiet, Tyrkiet, Ungarn og Ægypten. For USA er anvendt S&P 500-indekset og for euroområdet S&Ps euro-composite-indeks i euro. Sidste observation er 28. november 2008.

Kilde: EcoWin.

VALUTAKURSUDVIKLING OVER FOR EURO, 2008

Figur 2

Indeks, 1. jan 2008 = 100



Anm.: Euro pr. udenlandsk valutaenhed. Et stigende indeks indikerer en styrkelse af valutaen. Sidste observation er 2. december 2008.

Kilde: EcoWin.

hvor investorer låner billigt i lavrentelande som Japan og Schweiz og investerer i højrentelande. Britiske pund er blevet svækket med 5 pct. over for euro fra udgangen af september til slutningen af november i takt med den forholdsvis stærke tilbagegang i den britiske økonomi og markante rentenedsættelser.

Kapitaludstrømning i kølvandet på den finansielle krise satte en række mindre valutaer under pres i løbet af efteråret. Norske og svenske kroner blev svækket med henholdsvis 11 og 8 pct. over for euro fra begyndelsen af september til slutningen af november. I Island, jf. boks 1, samt i flere vækstøkonomier, herunder Ukraine, Ungarn og Pakistan, har det som konsekvens af denne kapitaludstrømning været nødvendigt at etablere store låneprogrammer fra IMF for at stabilisere økonomierne. Hjælpepakkerne skal genskabe adgangen til de internationale kapitalmarkeder og understøtte en holdbar økonomisk udvikling.

Internationale realøkonomiske forhold

Den globale økonomi er svækket kraftigt som følge af den finansielle krise, og vækstkønnene for 2009 er blevet justeret mærkbart ned, jf. figur 3. Det er et velkendt mønster, at forudgående finansiell uro forstærker en økonomisk nedgang.¹

Den økonomiske afmatning har især været udtalt i industrilandene. I både USA og euroområdet faldt BNP i 3. kvartal 2008, og indikatorer peger på yderligere nedgang i årets sidste kvartal. Både investeringer og privat forbrug er svækket kraftigt, og i den seneste tid har den finansielle krise og større pessimisme blandt forbrugere og erhvervsliv forstærket den nedadgående tendens. Siden sommeren 2007 er forbrugertilliden i de største industrilande faldet støt til et særdeles lavt niveau sammenlignet med tidligere år, jf. figur 4. Især forbruget af varige forbrugsgoder er aftaget, og i USA er bilsalget nået ned på det laveste niveau siden 1980'erne. Erhvervslivets tillidsindikatorer er også faldet globalt, og investeringslysten er svag.

Tilliden er blevet svækket yderligere af, at kreditvilkårene er blevet skærpet. Siden midten af 2007 har bankerne i USA og euroområdet strammet udlånsvilkårene på alle typer lån, både til virksomheder og husholdninger, jf. figur 5. Bekymring for kreditrisikoen på låntagerne og begrænsningen af bankernes egne lånemuligheder er angivet som årsag til de strammere udlånsvilkår. Sideløbende hermed er det blevet særdeles vanskeligt for erhvervsvirksomheder at udstede virksomhedsobligationer, og rentespændet over for statsobligationer er blevet meget højt.

¹ Jf. Financial Stress and Economic Downturns, IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2008.

ØKONOMISK SAMMENBRUD I ISLAND

Boks 1

Efter mange år med stærk økonomisk vækst blev den islandske økonomi i oktober ramt af en bankkrise af historiske dimensioner. Krisen udløstes af den internationale finanskrise, der eksponerede ubalancerne i islandsk økonomi og en sårbar finansiell sektor. Bankerne i Island havde i løbet af få år opbygget en balance på hele 12 gange Islands samlede økonomi bl.a. i form af store lån til den private sektor, hvoraf en betydelig del var indekseret til valutakursen og inflationen. Bankerne var afhængige af finansiering fra de internationale penge- og kapitalmarkeder, men fra slutningen af september tørrede denne finansiering ud. De tre største banker, Glitnir, Kaupthing og Landsbanki, der tilsammen dækkede ca. 85 pct. af den islandske banksektor, kunne således ikke overholde deres løbende forpligtelser og måtte overtages af staten i begyndelsen af oktober.

Ved overtagelsen adskilte staten bankernes inden- og udenlandske aktiver og passiver med henblik på at rekapitalisere den indenlandske del i såkaldte nye banker og afvikle den udenlandske del i såkaldte gamle banker. Fremgangsmåden skabte i første omgang tvivl om, hvorvidt Island ville overholde sine internationale forpligtelser over for udenlandske indskydere og långivere, og der opstod usikkerhed blandt udenlandske indskydere med krav på islandske banker bl.a. i Storbritannien.

I løbet af september og oktober blev det gradvist sværere at skaffe udenlandsk valuta i Island til at overholde betalingsforpligtelser over for udlandet og betale importvarer, og den islandske krone deprecierede kraftigt. Efter et forgæves forsøg 7. oktober på at holde den islandske krone fast på en kurs over for euro måtte den islandske centralbank, Sedlabanki, overtage formidlingen af visse betalinger mellem Island og udlandet. Det blev derfor nødvendigt for Sedlabanki 14. oktober at trække 200 mio.euro på hver af de swapaftaler med henholdsvis Danmark og Norge, der blev indgået i midten af maj.

24. oktober blev der opnået enighed mellem IMF-staben og de islandske myndigheder om en låneaftale. Aftalen bygger på et økonomisk-politisk program, hvis formål er at genskabe et fungerende banksystem, stabilisere den islandske krone samt konsolidere finanspolitikken. Det ledsagende lån fra IMF er på 2,1 mia.dollar og er betinget af, at det økonomiske stabiliseringsprogram overholdes. IMF's bestyrelse godkendte aftalen 19. november, efter at der var opnået aftale om dækningen af udenlandske indskud i de islandske banker og givet bilaterale lånetilsagn fra en række lande. Danmark, Finland, Norge og Sverige har med baggrund i IMF-programmet samlet givet tilsagn om lån på 2,5 mia.dollar. Herudover har Polen bidraget med lån på 200 mio.dollar og Færøerne med lån på 300 mio.kroner.

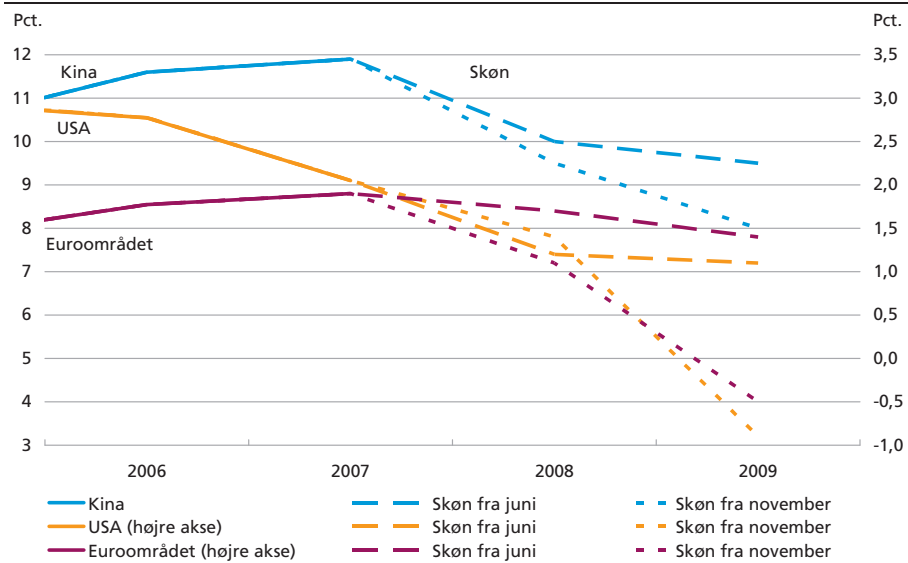
Selv med gennemførelsen af IMF-programmet vil regningen for Island blive stor i de kommende år. Statsgælden er mangedoblet. BNP og dermed levestandarden ventes at falde kraftigt den kommende tid, og inflationen ventes at stige som følge af, at valutakursen er svækket. Som en del af aftalen med IMF satte Sedlabanki den 28. oktober renten op med 6 pct. til 18 pct. for at styrke den islandske krone.

For husholdningerne begrænser faldende boligpriser og stigende ledighed adgangen til kredit.

Arbejdsløsheden i USA har været stigende siden midten af 2007. Stigningen er accelereret gennem 2008, og arbejdsløshedsprocenten var i oktober på det højeste niveau siden begyndelsen af 1990'erne. I euro-

UDVIKLINGEN I SKØN PÅ BNP I 2008 OG 2009

Figur 3

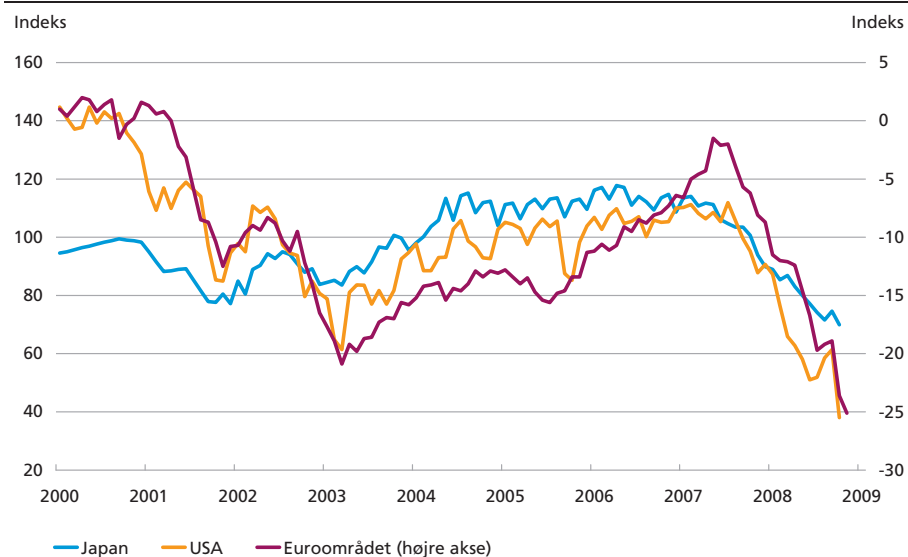


Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 83, juni 2008, og *Economic Outlook*, nr. 84, november 2008.

området er arbejdsløsheden kun steget beskedent siden lavpunktet i marts 2008. Med fortsat aftagende investeringer og privat forbrug og svage tillidsindikatorer ventes arbejdsløsheden at fortsætte med at stige i de fleste industrilande i den kommende tid.

FORBRUGERTILLID

Figur 4

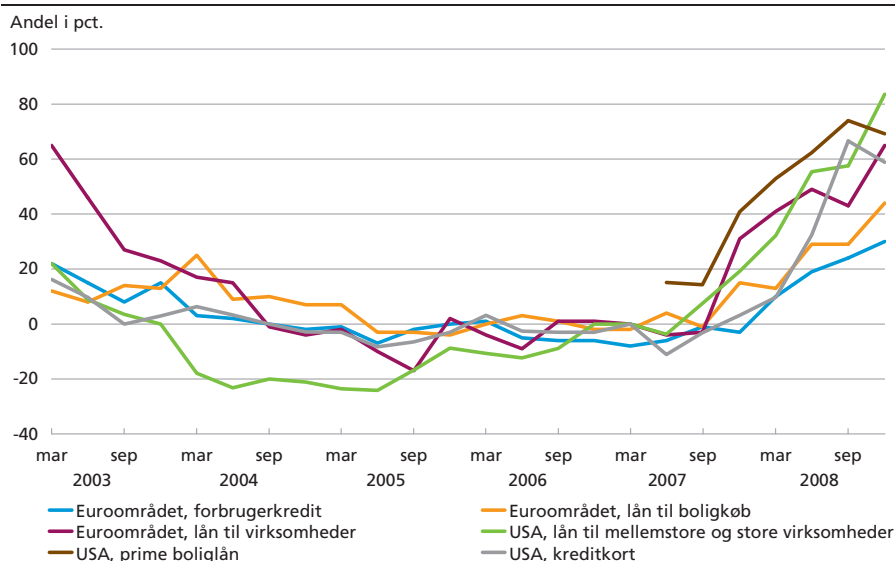


Anm.: USA: Conference Boards' consumer confidence, sæsonkorregeret; Euroområdet: Europa-Kommissionens forbrugertillidsindikator, sæsonkorregeret; Japan: Forbrugertillidsindikator fra Cabinet Office. Japan og USA er indekseret ved deres gennemsnit siden 1985.

Kilde: EcoWin.

BANKER MED STRAMMERE UDLÅNSVILKÅR

Figur 5



Anm.: Opgørelserne stammer fra henholdsvis Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices fra The Federal Reserve System og The Euro Area Bank Lending Survey fra ECB. I disse undersøgelser stilles en række højtplacerede ansatte i bankerne hvert kvartal en række tilbagevendende spørgsmål om kreditstandarderne i deres bank. Indeks opgøres som andelen, der svarer, at de har strammet vilkårene.

Kilde: EcoWin.

I de nye vækstøkonomier dæmpes dynamikken både som følge af, at afsætningsmulighederne på verdensmarkedet er blevet ringere, og af at den indenlandske efterspørgsel er blevet svagere. Især råvareeksportlandene rammes hårdt, men også i Kina og Indien er væksten faldet til det laveste niveau i flere år.

Den samlede globale vækst aftager ifølge IMF's seneste vurdering fra 5,0 pct. i 2007 til 3,7 pct. i år og 2,2 pct. i 2009. Produktionen i industri-landene under ét ventes i 2009 både af IMF og OECD¹ at falde for første gang siden Anden Verdenskrig. Vendingen ventes tidligst i anden halvdel af 2009, og der går et godt stykke tid, før væksten er tilbage på det normale. For de nye vækstøkonomier og ulandene venter IMF samlet en vækst på 5 pct. i 2009, hvilket er væsentligt lavere end i de seneste år, men højere end i tidligere lavkonjunkturer. Den globale økonomiske vækst i 2009 vil ifølge de internationale organisationers skøn således udelukkende blive drevet af de nye vækstøkonomier og udviklingslandene.

¹ IMF: *World Economic Outlook Update*, november 2008, OECD: *Economic Outlook*, nr. 84, november 2008.

Den internationale prisudvikling

Inflationspresset, der siden midten af 2007 har præget de fleste økonomier, er aftagende. Presset stammede hovedsageligt fra hurtigt stigende priser på råvarer, både landbrugsråvarer, metaller og energi. Råvarepriserne er faldet kraftigt de seneste måneder, jf. figur 6. En tønde råolie af Brent-kvalitet var i slutningen af november faldet til omkring 50 dollar mod et toppunkt primo juli på 143 dollar. De svagere konjunkturer har reduceret efterspørgslen. Desuden er udbuddet af olie fra OPEC-landene vokset i forhold til 2007. Fragtraterne for søtransport er også faldet som følge af den aftagende globale efterspørgsel og større fragtkapacitet.

OECD venter, at forbrugerprisinflationen i OECD-landene vil aftage fra 3,3 pct. i 2008 til 1,7 pct. i 2009, og bekymringen for anden rundeeffekter af den forhøjede inflation siden sommeren 2007 er gledet i baggrunden. Den lavere inflation bidrager til at øge realindkomsterne og dermed til at stimulere forbrug og investeringer. I de nye vækstøkonomier er inflationen flere steder mere sejlivet og ventes af IMF kun at falde fra 9,2 i 2008 til 7,1 pct. i 2009.

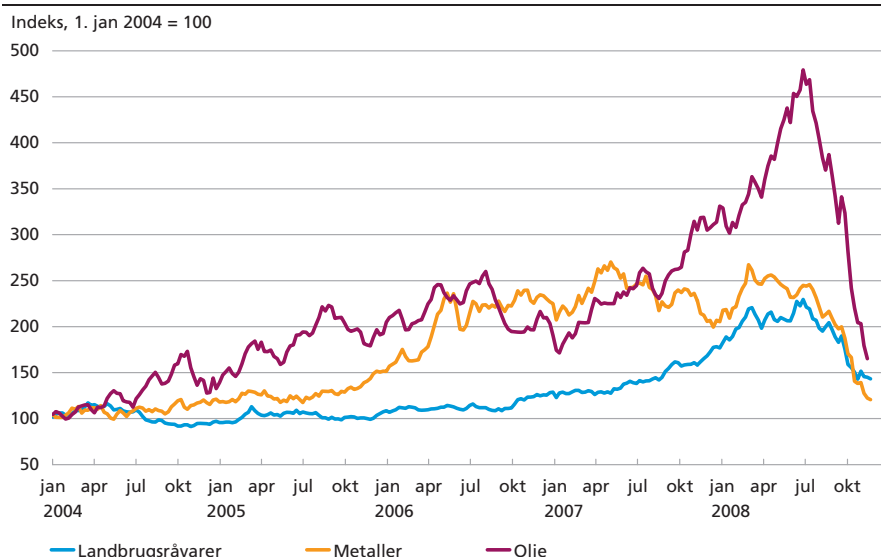
Økonomisk politik

I mange lande har myndighederne i løbet af kort tid gennemført markante ændringer i den økonomiske politik for at standse den selvforstærkende proces med dårligere konjunkturer og et svagere finansielt system. Der er blevet udspændt et sikkerhedsnet under det finansielle system med likviditet, statslige garantier og kapitaltilførsel, jf. artiklen Den internationale finansielle krise, side 25.

Det aftagende inflationspres har givet plads til at lempe pengepolitikken. Den europæiske centralbank (ECB), den amerikanske centralbank (Federal Reserve), Bank of England, Sveriges Riksbank, Bank of Canada og den schweiziske nationalbank nedsatte 8. oktober 2008 deres vigtigste pengepolitiske renter med 0,5 pct. i den første koordinerede indsats nogensinde. Senere i efteråret nedsatte både Federal Reserve og ECB igen renten med 0,5 pct. til henholdsvis 1 og 3,25 pct. Den 4. december nedsatte ECB renten med yderligere 0,75 pct. Den schweiziske nationalbank nedsatte medio november renten med 1 pct., mens Bank of England nedsatte renten med hele 1,5 pct. primo november 2008 og igen den 4. december med yderligere 1 pct. til 2 pct., hvilket er det laveste niveau siden 1950'erne. Sveriges Riksbank nedsatte i oktober renten to gange med i alt 1 pct. til 3,75 pct. og den 4. december yderligere med 1,75 pct. til 2 pct. Strammere udlånsvilkår betyder, at centralbankernes rentenedsættelser ikke i fuldt omfang er nået frem til forbrugere og virksomheder i form af lavere renter.

FALDENDE RÅVAREPRISER

Figur 6



Anm.: Råvarepriser i dollar. Ugentlige observationer. Sidste observation er 28. november. Landbrugsråvarer: The Economist Commodity Index, food. Metaller: The Economist Commodity index, Metal industrials, Olie: Olie af Brent kvalitet i Europa.

Kilde: Ecwin.

Også finanspolitikken er kommet i fokus, og en række internationale organisationer har opfordret til finanspolitiske lempelser for at modvirke recessionen. IMF's administrerende direktør, Dominique Strauss-Kahn, udtalte i midten af november, at IMF i den nuværende situation anbefaler en kraftig og koordineret lempelse af finanspolitikken globalt. Under hensyntagen til de enkelte landes økonomiske situation anbefaledes en samlet lettelse på 2 pct. af BNP.

Europa-Kommissionen fremlagde i slutningen af november anbefalinger til en økonomisk redningsplan for EU. Planen indeholder en lempelse af finanspolitikken på 1,5 pct. af BNP. De 1,2 pct. skal komme fra finanspolitiske lempelser i medlemslandene inden for rammerne af den reviderede stabilitets- og vækstpagt, mens den resterende del skal komme fra øgede udbetalinger fra EU. Anbefalingerne til en redningsplan skal drøftes i Europa-Parlamentet og af stats- og regeringscheferne i EU på deres møde den 11.-12. december 2008.

OECD skriver i Economic Outlook-rapporten fra slutningen af november 2008, at finanspolitikken har en rolle i den usædvanligt svage økonomiske situation, men betoner, at manøvrerummet er meget forskelligt i OECD-landene. OECD understreger, at den langsigtede holdbarhed i de offentlige finanser skal fastholdes, og at ukontrolleret gældsopbygning vil kunne udløse ugunstige reaktioner på de finansielle markeder.

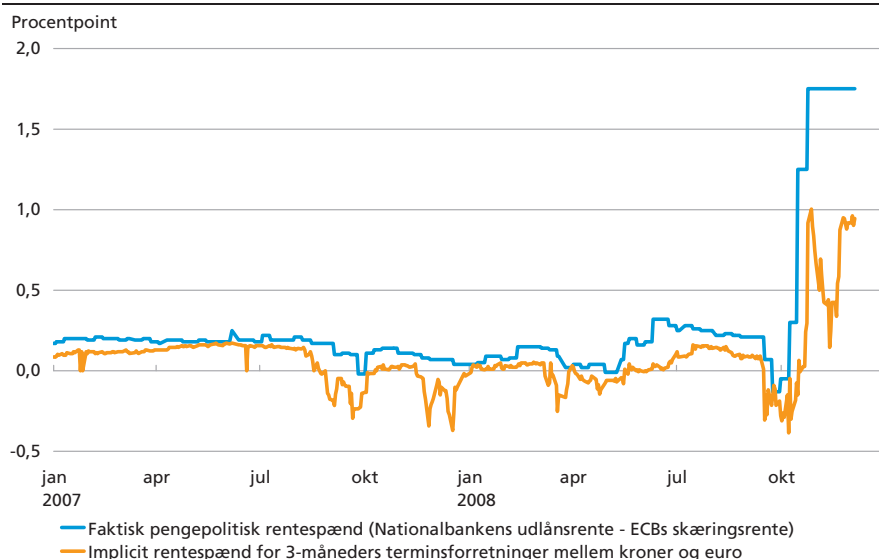
DANSK ØKONOMI: PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Den danske krone blev svækket i september og oktober, hvor den internationale finansielle krise tog til i styrke. Presset mod kronen kom efter en periode, hvor forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs skæringsrente var negativ, jf. figur 7. Det negative spænd skyldtes, at bankerne i euroområdet efterspurgte mere likviditet hos ECB ved de ugentlige auktioner. ECBs skæringsrente steg derfor i september til et niveau, der var betydeligt højere end minimumsbudrenten. Det negative rentespænd mellem Danmark og euroområdet afspejlede sig ligeledes i et negativt implicit rentespænd for valutawaps mellem kroner og euro.

For at stabilisere kronekursen interвенerede Nationalbanken i valuta-markedet og købte kroner mod valuta for et betydeligt beløb fra slutningen af september til første del af oktober. Interventionerne var imidlertid ikke nok til at modvirke presset på kronen, og i overensstemmelse med fastkurspolitikken forhøjede Nationalbanken selvstændigt de pengepolitiske renter. Den 7. oktober annoncerede Nationalbanken, at udlånsrenten og renten på indskudsbeviser blev sat op med 0,4 pct. til 5 pct. med virkning fra 8. oktober. Diskontoen og foliorenten blev sat op med 0,25 pct. til 4,5 pct.

PENGEPOLITISK RENTESPÆND OG IMPLICIT RENTESPÆND FRA 3-MÅNEDERS VALUTATERMINSFORRETNINGER

Figur 7



Anm.: For ECBs skæringsrente er det den variable tildelingsrente, der er anvendt frem til 14. oktober 2008, hvorefter det er den faste tildelingsrente. Sidste observation er 4. december 2008.

Kilde: Danmarks Nationalbank og ECB.

Nationalbanken fortsatte med at intervenere i valutamarkedet for at stabilisere kronekursen efter renteforhøjelsen. Midt på dagen den 8. oktober annoncerede ECB en nedsættelse af minimumsbudrenten med 0,5 pct. til 3,75 pct. Senere samme dag annoncerede ECB, at tildelingen af likviditet ved de ugentlige auktioner indtil videre vil ske til en fast tildelingsrente, svarende til minimumsbudrenten, hvor det tidligere var til en variabel tildelingsrente. Denne instrumentændring betød, at det faktiske pengepolitiske rentespænd mellem Danmark og euroområdet blev udvidet til 1,25 pct., da Nationalbanken fastholdte de pengepolitiske renter.

I slutningen af oktober interвенerede Nationalbanken igen i valutamarkedet og købte kroner mod valuta for at stabilisere kronen, der var under pres som følge af fortsat valutaudstrømning. Det skal bl.a. ses i lyset af, at den forstærkede finansielle krise fik investorer til at trække sig ud af mindre valutaer, herunder den danske krone. Den 24. oktober satte Nationalbanken udlånsrenten og renten på indskudsbeviser op med yderligere 0,5 pct. til 5,5 pct. som følge af det fortsatte pres mod kronen. Hermed blev spændet mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs minimumsbudrente udvidet til 1,75 pct.

Fra slutningen af oktober blev kronen styrket, og Nationalbanken kunne købe valuta tilbage. Den 6. november fulgte Nationalbanken ECB og satte med virkning fra den 7. november de pengepolitiske renter ned med 0,5 pct., så Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser kom ned på 5 pct. og diskontoen og foliorenten på 4 pct.

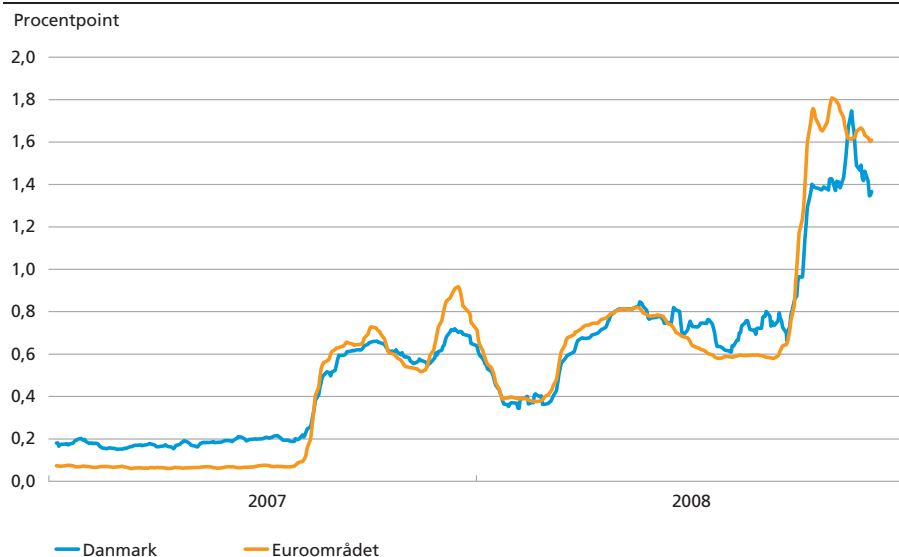
Ligesom ECB nedsatte Nationalbanken de pengepolitiske renter den 4. december. Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser blev med virkning fra 5. december sat ned med 0,75 pct. til 4,25 pct. og diskontoen og foliorenten med 0,5 pct. til 3,5 pct. Spændet mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs minimumsbudrente forblev hermed på 1,75 pct.

Pengemarkedet

I løbet af september og oktober blev markederne markant mere nervøse. Mistilliden mellem bankerne blev forstærket, bankerne blev mere tilbageholdende med at yde usikrede lån på pengemarkederne, og forskellen mellem usikrede og sikrede renter blev kraftigt udvidet. For at genskabe tilliden på de finansielle markeder begyndte vestlige lande at annoncere redningspakker for bankerne i slutningen af september. Forskellen mellem de usikrede og sikrede pengemarkedsrenter i euroområdet er imidlertid forblevet høj. I Danmark ligger forskellen ligeledes højt, jf. figur 8, hvilket skal ses i lyset af fastkurspolitikken over for euro.

**FORSKEL MELLEM USIKREDE OG SIKREDE 3-MÅNEDERS
PENGEMARKEDSRENTER I DANMARK OG EUROOMRÅDET**

Figur 8



Anm.: 5 dages glidende gennemsnit. Forskel mellem 3-måneders Cíbor- og reporente for Danmark og mellem 3-måneders Euríbor- og reporente for euroområdet. Sidste observation er 4. december.

Kilde: EcoWin.

I september havde bankerne placeret væsentligt mere på folio end normalt. De urolige forhold på pengemarkedet og en stor efterspørgsel efter likviditet over kvartalsskiftet medførte i slutningen af september en midlertidig suspendering af foliorammen, som er den øvre grænse for penge- og realkreditinstitutternes samlede indestående på foliokonti i Nationalbanken.

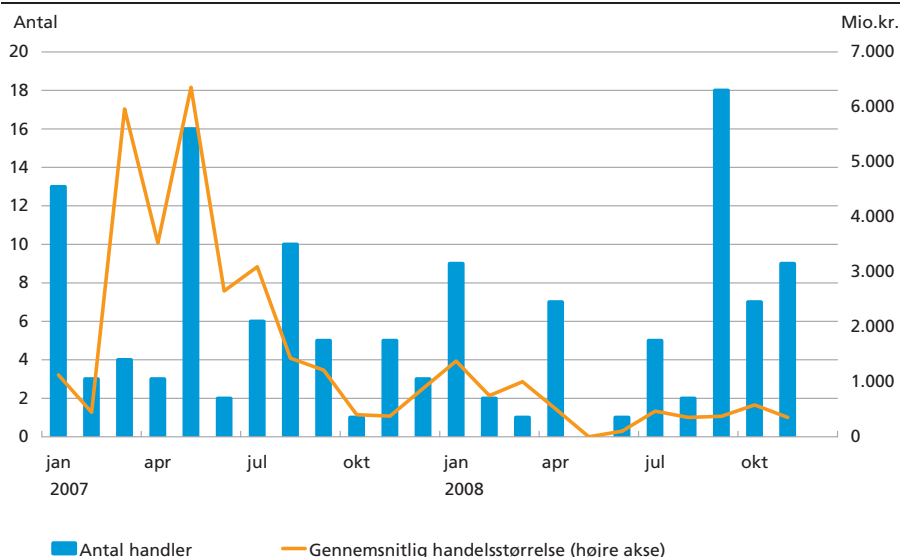
Penge- og realkreditinstitutterne handlede flere indskudsbeviser med hinanden i september end i de forrige måneder, jf. figur 9. På trods af et højt samlet folioindestående var det ujævnt fordelt, og institutterne anvendte derfor indskudsbeviserne til at udligne likviditet med hinanden.

For at lette den stramme likviditetssituation implementerede Nationalbanken, ligesom andre centralbanker, en række midlertidige tiltag i september og oktober. Herudover bidrog den danske redningspakke til banksektoren i begyndelsen af oktober 2008 til at lette bankernes adgang til likviditet. Nationalbankens tiltag og redningspakken er nærmere beskrevet i artiklen Den internationale finansielle krise, side 25.

De seneste måneder har der også været større mangel på kort likviditet i dollar og i euro blandt penge- og realkreditinstitutter i Danmark. Nationalbanken bidrog til at forbedre forholdene på terminsmarkederne ved at sælge valuta fra valutareserven mod kroner gennem valutawaps i september og oktober. Herudover har Nationalbanken indgået

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES INDBYRDES HANDEL MED INDSKUDSBEVISER

Figur 9



Kilde: Danmarks Nationalbank.

swapaftaler med henholdsvis Federal Reserve og ECB med henblik på at udlåne dollar og euro til Nationalbankens pengepolitiske modparter. Der er afholdt 5 auktioner, hvor der er udbudt dollar, og 1 auktion, hvor der er udbudt euro.¹

Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken blev formindsket med 69 mia.kr. i oktober, jf. tabel 1. Det kan primært henføres til Nationalbankens nettosalg af valuta mod kroner i forbindelse med intervention for 64 mia.kr. i oktober. Når Nationalbanken har behov for at støtte kronekursen, køber Nationalbanken kroner af et pengeinstitut mod betaling i valuta. Transaktionen nedbringer valutareserven og reducerer nettostillingen. I løbet af september og oktober reducerede penge- og realkreditinstitutterne deres pengepolitiske lån i Nationalbanken, hvilket afspejlede sig i en reduktion af beholdningen af indskudsbeviser. I samme periode optog institutterne lån i valuta for 85 mia.kr. i Nationalbanken i forbindelse med de indgåede swapaftaler, jf. ovenfor. Nettostillingen blev yderligere reduceret i november bl.a. som følge af, at staten udstedte 30-årige statsobligationer. Reduktionen af nettostillingen afspejlede sig i en forøgelse af de pengepolitiske lån.

¹ Auktionsresultaterne kan ses på www.nationalbanken.dk under Markedsinfo.

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

Tabel 1

Mia.kr.	2006	2007	Sep 2008	Okt 2008	Nov 2008
Statsfinansernes likviditetspåvirkning	-31	-29	-10	-7	-110
Nationalbankens interventionskøb af valuta, netto	-34	-2	-1	-64	32
Andet	-2	5	10	1	4
Ændring i nettostillingen	-67	-25	0	-69	-74
Ultimo perioden:					
Nettostilling	18	-7	16	-53	-127
Fordelt på:					
Indskudsbeviser.	163	200	242	157	135
Indskud på folio	9	9	38	7	13
Pengepolitiske udlån	154	217	263	218	275
Memo:					
Lån i valuta ¹	...	...	26	85	115

Anm.: Penge- og realkreditinstitutternes lån i valuta i Nationalbanken indgår ikke i nettostillingen over for Nationalbanken.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ Lån i valuta er lån ydet til penge- og realkreditinstitutter af Nationalbanken på basis af swaptaler med Federal Reserve og ECB.

Renter på realkreditobligationer og statsobligationer

Det danske realkreditmarked blev også ramt af den forværrede finanskrise. Renterne på både korte og lange realkreditobligationer steg betydeligt i september og oktober, jf. figur 10. Samtidig blev forskellen til renterne på statsobligationer kraftigt udvidet, jf. artiklen Den internationale finansielle krise, side 25.

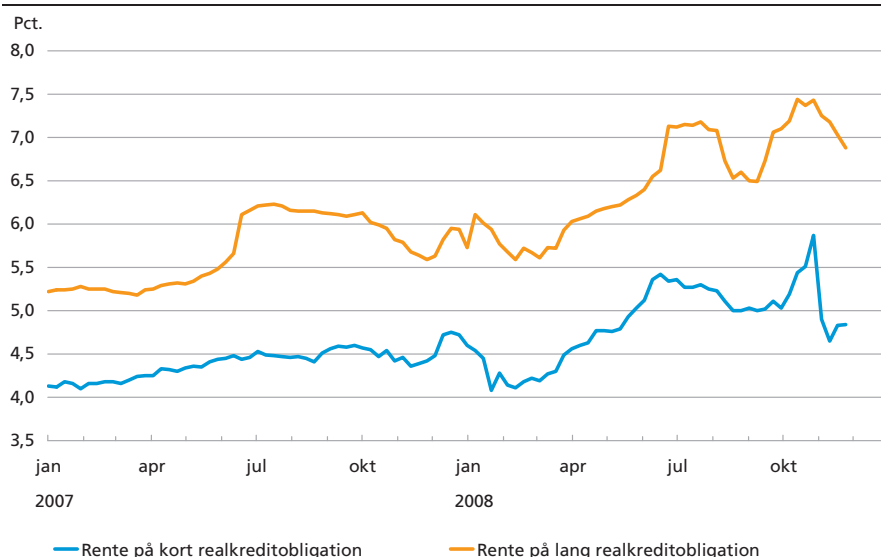
På baggrund af de unormale markedsforhold blev der indgået en aftale om finansiell stabilitet på pensionsområdet i Danmark den 31. oktober 2008 mellem Forsikring & Pension og Økonomi- og Erhvervsministeriet. Endvidere annoncerede den danske stat åbningen af en 30-årig dansk statsobligation i november. Hensigten var at forbedre den danske pensionssektors muligheder for risikoafdækning.

I begyndelsen af november blev det meddelt, at Den Sociale Pensionsfond (DSP) vil investere for omkring 22 mia.kr. i korte realkreditobligationer ved auktionerne i december for at afdække statens renterisiko vedrørende finansieringen af almene boliger.

Renten på 10-årige statsobligationer lå på ca. 3,9 pct. ved udgangen af november, hvilket er lidt lavere end ultimo september. Rentespændet over for tilsvarende tyske obligationer blev udvidet fra omkring 0,3 pct. ultimo september til 0,6 pct. ultimo november. Andre europæiske lande oplevede ligeledes, at rentespændet over for tyske statsobligationer blev udvidet kraftigt.

RENTER PÅ REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 10



Anm.: Data er på ugebasis. Renterne på realkreditobligationerne er gennemsnitlige effektive renter, hvor den korte rente er baseret på 1- og 2-årige inkonverterbare realkreditobligationer, og den lange rente er baseret på 30-årige konverterbare realkreditobligationer, jf. Realkreditrådet. Sidste observation er uge 48, 2008.

Kilde: Realkreditrådet.

Pengeinstitutternes renter og kreditudviklingen

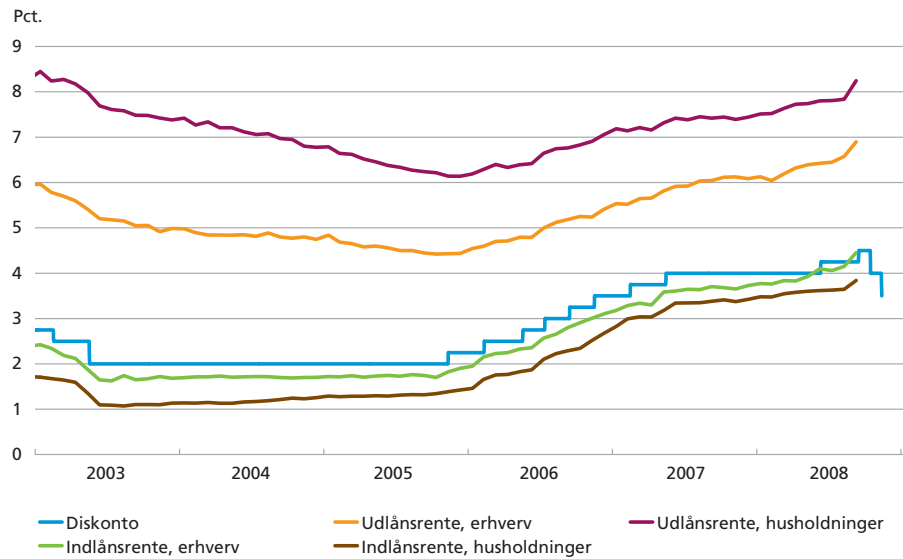
Pengeinstitutterne forhøjede flere gange deres renter i oktober med henvisning til øgede finansieringsomkostninger, herunder Nationalbankens renteforhøjelser. Siden uroen brød ud i sommeren 2007 og frem til oktober 2008, er pengeinstitutternes gennemsnitlige udlånsrenter over for husholdninger og erhverv steget med henholdsvis 0,8 og 1,0 pct., mens indlånsrenterne er steget med henholdsvis 0,5 og 0,8 pct., jf. figur 11. I november annoncerede flere banker, at renterne blev sat ned med 0,5 pct. som følge af Nationalbankens rentenedsættelse.

Den samlede udlånsvækst fra penge- og realkreditinstitutterne har været aftagende siden begyndelsen af 2007, men lå fortsat på et relativt højt niveau ultimo oktober, jf. figur 12. Væksten er især afdæmpet for udlån til husholdninger, hvilket stemmer overens med, at væksten i privatforbruget og boliginvesteringerne er taget af.

Konjunkturafmatning og faldende boligpriser dæmper efterspørgslen efter lån i penge- og realkreditinstitutterne. Realkreditinstitutternes udlånsmuligheder er snævert knyttet til værdien af fast ejendom. Faldende kontantpriser og opbremsning i nybyggeriet vil de kommende år lægge en dæmper på udlån fra realkreditinstitutterne, men der er stadig store friværdier, som for boligejere potentielt kan tjene som sikkerhedsgrundlag for låntagning.

DISKONTOEN OG PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSITSRENTER

Figur 11

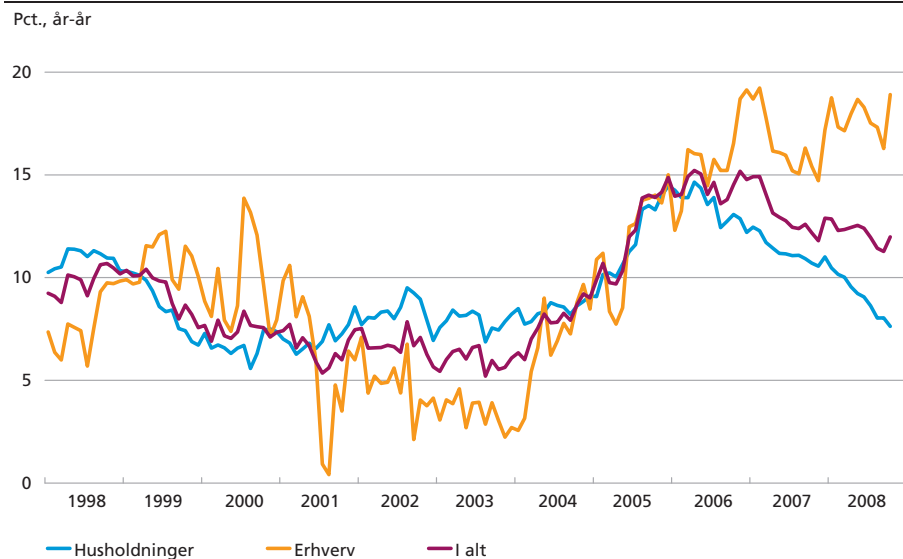


Anm.: Diskontoen er på daglig basis. Øvrige renter er månedsgennemsnit for udestående forretninger. Sidste observation for diskontoen er 5. december 2008 og for de øvrige renter oktober 2008.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅNSVÆKST

Figur 12



Anm.: Inkl. udlånet fra danske pengeinstitutters udenlandske enheder. Der er korrejeret 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. Sidste observation er oktober 2008.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Ud over efterspørgselseffekten og reduktioner i sikkerhedsgrundlaget kan der i en konjunkturafmatning ske stramninger i kreditterne fra udbyderne af lån i et sådant omfang, at selv kreditværdige låntagere får afslag på at låne.

Med den danske redningspakke fra oktober er alle simple kreditorer garanteret at få deres penge rettidigt. Det har skabt et godt grundlag for, at bankerne igen kan finansiere sig på de nationale og de internationale kapitalmarkeder.

Pengeinstitutterne står imidlertid over for store udfordringer, og der er risiko for, at den aktuelle likviditetskriser udvikler sig til en egentlig kreditkriser, som kan give et unødigt nedadgående skub til dansk økonomi.

Udviklingen på de internationale finansielle markeder har gjort det særdeles vanskeligt for danske pengeinstitutter at få tilført ny kapital fra markederne. Det sker samtidig med, at danske pengeinstitutter forventes at få behov for ekstra kapital.

Der var i den danske banksektor ved udgangen af 2007 en overdækning i forhold til lovgivningens solvenskrav på knap 90 mia.kr. Tab på 1 pct. på udlån og garantier vil udgøre 27 mia.kr. Overdækningen rækker dermed til et akkumuleret tab på godt 3 pct. Under den dybe lavkonjunktur i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne var de akkumulerede tab i perioden 1991-94 på godt 7 pct. af udlån og garantier. Indtjeningen kunne ikke opveje så store tab, og der var i perioden et akkumuleret regnskabsmæssigt underskud og dermed udhuling af egenkapitalen svarende til 1,4 pct. af udlån og garantier. I praksis vil pengeinstitutterne ikke reducere deres overdækning til nul, og der kan opstå problemer for nogle pengeinstitutter med at fremskaffe ny ansvarlig kapital, lang tid før overdækningen er reduceret til nul. Hertil kommer, at omkring 20 mia.kr. af bankernes ansvarlige lånekapital forfalder i 2009 og 2010.

Det er et internationalt fænomen, at banker har vanskeligt ved at få tilført kapital fra markederne. En række lande har derfor valgt at skyde kapital ind fra staten i forbindelse med hjælpepakkerne til banksystemet. I EU er der i alt tilført banksystemet 280 mia.euro. Effekten har været, at den implicite internationale markedsstandard for bankers kernekapitaldækning er forøget til 11 pct. Hermed er de danske banker kommet under pres for at øge kapitaldækningen til den nye internationale markedsstandard. Medmindre bankerne får tilført kapital, vil niveauet kun kunne nås ved at reducere balancen.

Dansk økonomi kan således løbe ind i en situation, hvor selv kreditværdige låntagere ikke kan få et lån i banken. For at mindske risikoen for, at en sådan kreditklemme opstår og forstærker konjunkturedgangen unødigt, er der behov for at sikre en midlertidig kapitaltilførsel til veldrevne pengeinstitutter på vilkår, der er så tæt på de markeds-mæssi-

ge som muligt, så pengeinstitutterne fortsat kan formidle kredit fra opsparere til kreditværdige låntagere.

DANSK ØKONOMI: REALØKONOMISKE FORHOLD

Fremgangen i den økonomiske aktivitet i Danmark er aftaget siden 2006 efter nogle år med høj vækst. Afdæmpningen begyndte som følge af mangel på ledig kapacitet og er siden blevet forstærket af de svage internationale konjunkturer og den finansielle krise. Ifølge det seneste nationalregnskab faldt BNP 0,5 pct. i 3. kvartal 2008, når der korrigeres for sæsonudsving og prisudvikling. Målt i forhold til samme kvartal sidste år er BNP aftaget med 1,2 pct.

Selv om væksten i efterspørgslen er dæmpet, er produktionsniveauet stadig højt og betydeligt over det, der skønnes at være foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling. Arbejdsløsheden er fortsat meget lav, husholdningernes økonomi er overordnet sund, og der er overskud på betalingsbalancen og de offentlige finanser. Sammenlignet med andre lande er Danmark således godt rustet til at klare de udfordringer, som den finansielle krise og nedgangen i den globale økonomi medfører.

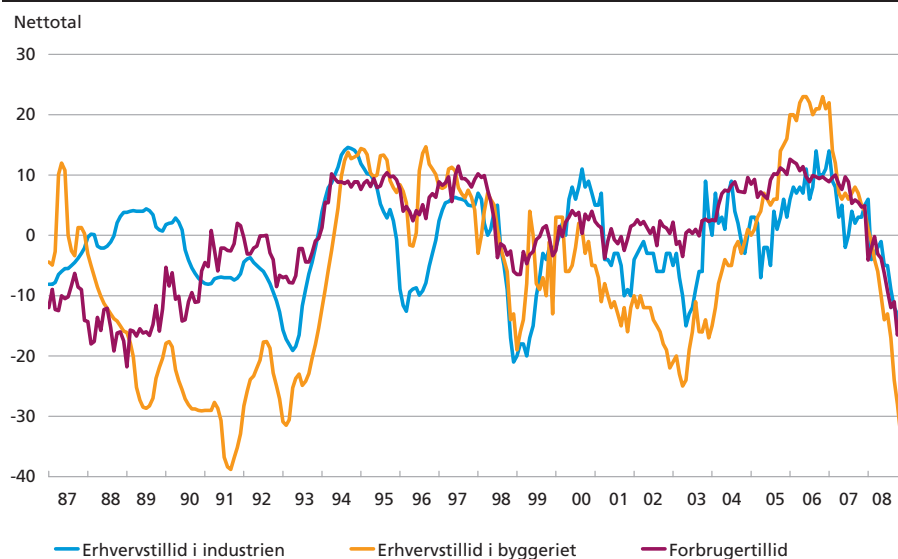
Krisen har sat sine spor i virksomhedernes forventninger til den fremtidige beskæftigelse og omsætning, og tillidsindikatorerne var i november tæt på niveauet under lavkonjunkturen i begyndelsen af 1990'erne, jf. figur 13. De svagere udsigter har også vist sig i virksomhedernes investeringer, som det seneste år er stagneret, men på et højt niveau. Forbrugerne er også blevet påvirket af finanskrisen og den pessimistiske tone i den offentlige debat, og forbrugertilliden faldt i efteråret 2008 til det laveste niveau i 18 år. Tilbageholdenheden viser sig også ved, at både detailomsætningen og bilsalget er aftaget det seneste år, jf. figur 14.

Det samlede reale private forbrug, som også omfatter fx tjenester, boligudgifter og turisme, steg med 1,6 pct. i de første tre kvartaler af 2008 sammenlignet med samme periode året før. Stigningen kan bl.a. henføres til øget forbrug af tjenester. Fremgangen i forbruget er således dæmpet i forhold til perioden 2004-06, men ikke hørt op. Den lavere vækst i det private forbrug har bl.a. baggrund i, at renterne er steget, og at husholdningernes formue er reduceret som følge af, at aktiekurserne og boligformuerne er faldet.

Selv om friværdierne i boligerne er reduceret, er det gennemsnitlige niveau fortsat højt. Friværdierne udgjorde i gennemsnit omtrent 800.000 kr. pr. bolig i 3. kvartal 2008. Desuden ventes de disponible realindkomster at stige ca. 3 pct. i 2009 svarende til gennemsnitligt ca. 11.000 kr. pr. husstand som følge af relativt høje lønstigninger og lavere indkomstbeskatning, så husholdningernes økonomiske situation under ét er god.

TILLIDSINDIKATORER

Figur 13



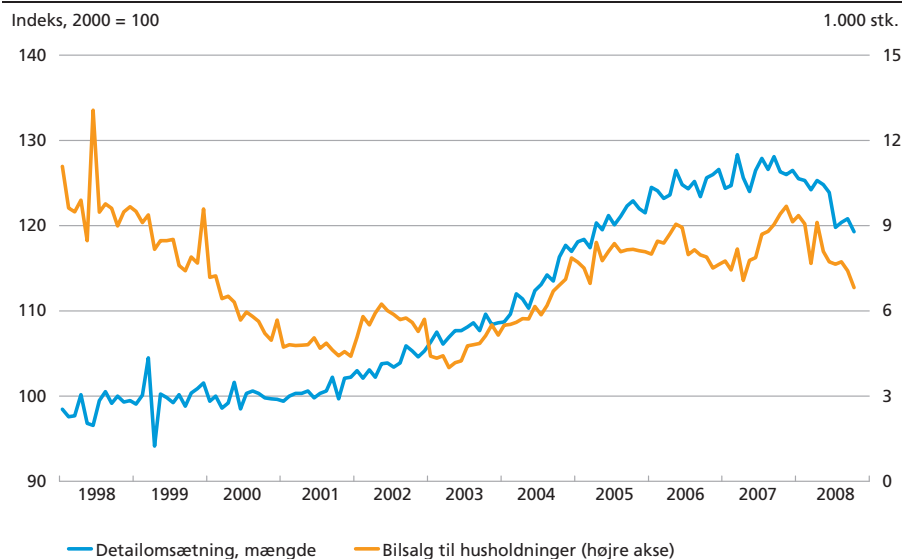
Anm.: Sæsonkorrigerede serier på månedsbasis. Før 1998 er erhvervstilliden i industrien og byggeriet på kvartalsbasis.
Kilde: Danmarks Statistik.

Boligmarkedet

Løftet i renteniveauet frem til efteråret 2008 har medvirket til, at boligmarkedet er bremset. Ifølge Realkreditrådet er den gennemsnitlige salgspris på parcel- og rækkehuse faldet godt 5 pct. siden toppunktet i

DETAILOMSÆTNING OG BILSALG

Figur 14



Anm.: Sæsonkorrigeret.
Kilde: Danmarks Statistik.

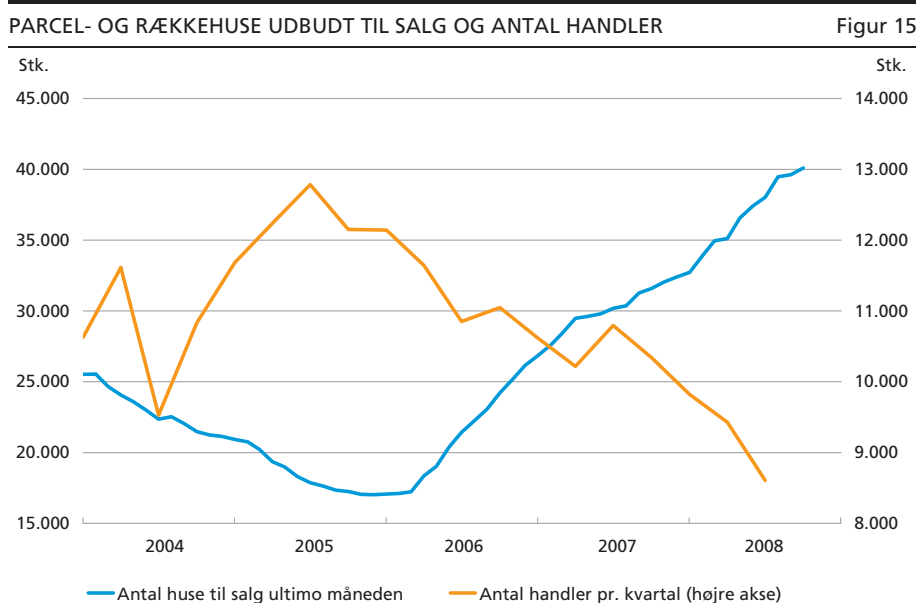
2. kvartal 2007. Markedet for ejerlejligheder har også tabt fart, og salgsprisen er i gennemsnit faldet 16 pct. siden 3. kvartal 2006, hvor prisudviklingen vendte. Prisfaldet på boliger har medvirket til, at boliginvesteringerne er aftaget svagt fra det høje niveau ved udgangen af 2006.

Mens salgsprisen på parcel- og rækkehuse toppede i foråret 2007, fortsatte den gennemsnitlige udbudte pris på parcel- og rækkehuse med at stige frem til januar 2008. Siden da er udbudsprisen faldet, men i et langsommere tempo end salgsprisen, så forskellen mellem salgs- og udbudspris er blevet større. Det afspejler givetvis, at sælgere har svært ved at acceptere markant lavere priser, end de havde regnet med. Dette har bidraget til, at omsætningen på boligmarkedet er faldet, jf. figur 15. Samtidig er antallet af huse udbudt til salg steget markant. Denne kombination har øget liggetiden.

Forventninger om faldende priser i den kommende tid, sælgeres tilbageholdenhed med at sænke deres udbudspriser og den lavere økonomiske vækst bidrager til at svække boligmarkedet, og der må ventes yderligere fald på kort sigt.

Udenrigshandel og betalingsbalance

Trods den internationale afmatning voksede den danske eksport af varer og tjenester med 3,8 pct. i de første tre kvartaler af 2008 sammenlignet med samme periode sidste år. Det månedlige sæsonkorrigerede overskud på varehandel med udlandet ekskl. skibe steg til omkring 4 mia.kr. i



Anm.: Sæsonkorrigeret. Egen sæsonkorrektur af udbud af huse.
Kilde: Realkreditrådet.

sommeren 2008 efter at være faldet støt de foregående år. De seneste måneder er vareeksporten stagneret, mens importen er fortsat opad. Overskuddet på varehandel med udlandet er således reduceret lidt igen.

Den vigende vækst i vareeksporten har baggrund i, at værdien af energieksporten er aftaget som konsekvens af, at olieprisen er faldet siden sommeren, og at industrieksporten er bremset op siden maj. Sidstnævnte viser sig også ved, at industriens vurdering af ordrer fra eksportmarkedet er blevet mere pessimistisk siden foråret. På baggrund af de dårlige udsigter for de danske eksportmarkeder ventes eksportvæksten at aftage yderligere i den kommende tid.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er vokset støt siden udgangen af 2007. Overskuddet over de seneste 12 måneder var 33 mia.kr. i september. Det er knap 22 mia.kr. mere end i samme periode året før. Forbedringen afspejler, at overskuddet på handel med tjenester er forblevet højt, og at de senere års kraftige forringelse af overskuddet på varehandel med udlandet er ophørt. Desuden er overskuddet på formueindkomst øget mærkbart i 2008. Formueindkomsten drives især af indtægter fra direkte investeringer i udlandet, som i indeværende år fremskrives ud fra virksomhedernes overskudsgrad i tidligere år. Formueindkomsten i 2008 er således behæftet med stor usikkerhed og vil blive revideret, når årsregnskaberne for 2008 og dermed overskuddet på de direkte investeringer for i år indarbejdes i opgørelsen.

Arbejdsmarked, løn og priser

Den økonomiske afmatning er langsomt ved at slå igennem på arbejdsmarkedet. Arbejdsløsheden steg lidt fra september til oktober 2008 efter knap fem års fald. Desuden er manglen på arbejdskraft i industrien og byggeriet reduceret mærkbart siden 2007, og det månedlige antal nye jobannoncer på internettet har været faldende siden årsskiftet.

Selv om efterspørgslen efter arbejdskraft er aftaget, er arbejdsmarkedet fortsat stramt. Den sæsonkorrigerede beskæftigelse lå stadig på et meget højt niveau i 3. kvartal 2008, og den sæsonkorrigerede arbejdsløshed var 47.700 eller 1,7 pct. af arbejdsstyrken i oktober. Det er betydeligt under det niveau, som skønnes at være foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling. Desuden blev der i efteråret 2008 annonceret lige så mange ledige stillinger på internettet pr. måned som i slutningen af 2005, hvor ledigheden faldt. Hertil kommer, at manglen på kvalificeret arbejdskraft stadig er udtalt i mindre konjunkturfølsomme erhverv, herunder i den offentlige sektor.

Presset på arbejdsmarkedet har også vist sig ved, at lønstigningerne er taget til de sidste par år. I den private sektor steg lønningerne 4,5 pct. i 3. kvartal 2008 i forhold til året før. Lønstigningstakten aftog lidt fra 2. til 3.

kvartal 2008, men var stadig høj sammenlignet med tidligere år. Lønpresset er også stadig udtalt i byggeriet, selv om aktiviteten og manglen på arbejdskraft er aftaget. I den offentlige sektor er lønstigningerne øget i den forløbne del af 2008, og de vil forsætte opad i resten af året i takt med, at de aftalte reguleringer i forårets overenskomster udmøntes.

Lønstigningstakten i industrien har i en årrække været højere end i udlandet, så den lønmæssige konkurrenceevne er forværret, og Danmark har tabt markedsandele. Presset på virksomhedernes konkurrenceevne er blevet forstærket af, at kronen frem til sommeren 2008 blev styrket over for valutaerne hos vores samhandelspartnere. Den effektive kronekurs lå i august 2008 på det højeste niveau siden midten af 1970'erne. Siden er den effektive kronekurs svækket lidt igen, men niveauet er stadig højt sammenlignet med tidligere år.

Den stærke lønudvikling har sammen med højere fødevare- og energipriser bidraget til, at forbrugerpriserne er steget mærkbart det seneste år. I oktober 2008 lå forbrugerpriserne målt ved HICP-indekset 3,8 pct. højere end i samme måned året før. Den årlige forbrugerprisinflation er aftaget siden august som følge af, at energi- og fødevarepriserne er faldet de seneste måneder. Den årlige prisstigningstakt trækkes desuden nedad af, at de store energi- og fødevareprisstigninger i efteråret 2007 efterhånden falder ud af beregningen.

Trods faldet var den danske forbrugerprisinflation stadig højere end i euroområdet i oktober, også når man ser bort fra priserne på energi, fødevarer, alkohol og tobak, jf. figur 16. Det højere løn- og prispres herhjemme afspejler, at kapacitetspresset er større i Danmark end i euroområdet.

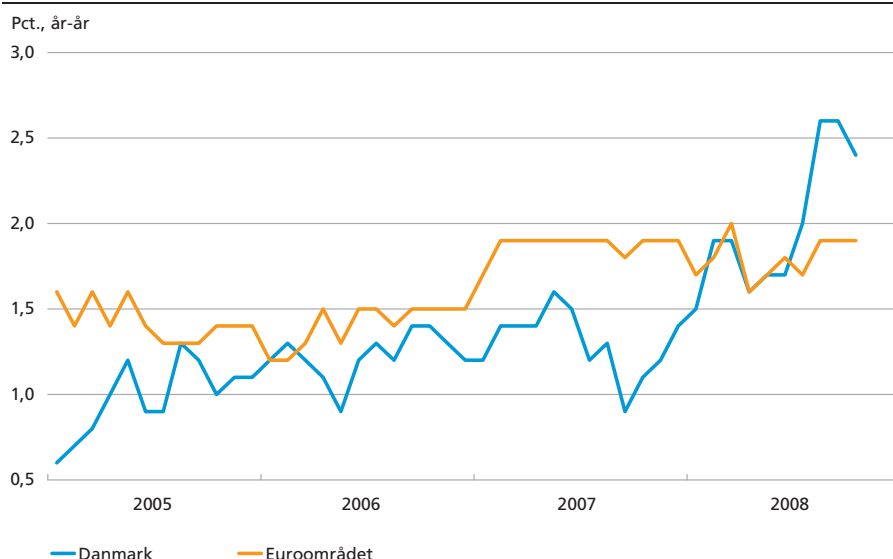
De økonomiske udsigter

I den nærmeste tid ventes efterspørgslen fra Danmarks eksportmarkeder at blive svækket yderligere som følge af den globale afmatning. Samtidig dæmpes væksten i det private forbrug og investeringerne, da aktiekurserne er faldet kraftigt, boligpriserne er aftagende, og bankerne er blevet mere restriktive i deres kreditgivning. Lavere vækst i både ind- og udland gør også forbrugerne og virksomhederne mere forsigtige. Efterspørgslen trækkes dog op af den lavere oliepris og den lidt svagere effektive kronekurs. Desuden ventes skattelettelser, husholdningernes trods alt gode formuestilling og den fortsat lave ledighed at holde hånden under forbruget.

De foreliggende oplysninger indikerer, at den danske produktion er stagneret i år, og at det vil fortsætte i 2009, så afdæmpningen er kommet hurtigere end skønnet i Nationalbankens prognose fra september. Arbejdsløsheden stiger de nærmeste år som følge af de svage konjunkt-

KERNEINFLATION I DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 16



Anm.: Kerneinflationen er opgjort som HICP ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak.

Kilde: Eurostat.

turer, men den ventes at forblive under det strukturelle niveau frem til 2010. Presset på arbejdsmarkedet forstærkes af, at befolkningsudviklingen trækker arbejdsudbuddet nedad, da antallet af personer i de mest erhvervsaktive aldersgrupper falder. Det svækker vækstmulighederne og holdbarheden af de offentlige finanser på længere sigt, så der er stadig behov for tiltag, der øger arbejdsudbuddet og fremmer omstillingsevnen, jf. artiklen Udviklingen i arbejdsudbuddet, side 85.

Det danske udgangspunkt med stort pres på arbejdsmarkedet er anderledes end i de fleste andre lande. Det betyder, at lønstigningerne også i de nærmeste år ventes at være højere end i udlandet. Det svækker lønkonkurrenceevnen yderligere. For at begrænse tabet af markedsandele og undgå en unødigt stor og langvarig stigning i arbejdsløsheden må løn- og prispresset dæmpes. Det aftagende pres på arbejdsmarkedet vil medvirke hertil.

De offentlige finanser stabiliserer automatisk den danske økonomi. Under en afmatning vil højere arbejdsløshed øge udgifterne til arbejdsløshedsunderstøttelse, og skatte- og afgiftsprovenuet vil falde. Disse såkaldte automatiske stabilisatorer afdæmper konjunkturvingingen. Vendingen imødegås også af solide reallønstigninger og skattelettelser næste år. I den nuværende situation, hvor lønpresset fortsat er højt, er der ikke plads til at gå videre i den økonomiske politik end at lade disse automatiske stabilisatorer virke.

Den internationale finansielle krise

I mere end et år har den internationale finansielle krise raset med varierende styrke. I lang tid var vurderingen, at krisen var begrænset til enkelte dele af det finansielle system, og selv om der kunne opstå betydelige tab for flere banker og finanshuse, var den finansielle stabilitet som sådan ikke truet. Korrektionerne på de finansielle markeder kunne faktisk være gavnlige for finansiell stabilitet, idet de kunne føre til bedre risikostyring i bankerne og mere korrekt prisfastsættelse af risiko.

Dette billede ændredes i efteråret 2008, hvor den finansielle krise for alvor tog fart og blev en reel trussel mod den finansielle stabilitet i USA og Europa. Regeringer og centralbanker verden over har reageret resolut og gennemført en række tiltag i forhold til enkeltinstitutioner, og der er vedtaget en række generelle redningspakker. Det primære formål er at få kortsluttet den proces, hvor de finansielle markeder går i panik, tilliden forsvinder, og der skabes en negativ spiral med store realøkonomiske konsekvenser. Danmark har i lighed med de fleste andre europæiske lande indført en statsgaranti for bankernes simple kreditorer.

Den internationale finansielle krise har fået et pusterum med de forskellige landes statsgarantier, men dermed er krisen formentlig ikke overstået. Der vil fortsat ske en tilpasning af de finansielle institutioners balancer, som vil kunne give store bevægelser på de finansielle markeder. Derudover vil krisen spille tilbage på realøkonomien og medvirke til lav vækst i en periode, hvilket alt andet lige vil forøge de finansielle institutioners tab.

Krisen vil få konsekvenser for den fremtidige indretning og regulering af den finansielle sektor, såvel nationalt som internationalt, men det er endnu for tidligt at drage konklusioner. Det vil først kræve en yderligere analyse af årsagerne til krisen. Der er dog ingen tvivl om, at kravene til finansielle institutioners kapital i forhold til risikotagning vil blive strammet.

Et centralt problem fremadrettet vil være, hvorledes de mange forskellige statsgarantier igen bliver afviklet. Der vil formentlig blive behov for en internationalt koordineret indsats, hvor det sikres, at de indbyrdes konkurrenceforhold mellem landene ikke forrykkes.

KRISEN UDSPRANG AF DET AMERIKANSKE BOLIGMARKED

Årene op til den internationale finansielle krise var kendetegnet ved bankers høje udlånsvækst og gearing af egenkapital. Renterne var lave

og likviditeten rigelig. Mange banker øgede udlånene langt over indlånene og fik dermed betydelige indlånsunderskud og blev afhængige af finansiering på de finansielle markeder. De makroøkonomiske forhold var desuden generelt gunstige, og i mange lande var boligpriserne kraftigt stigende. Samtidig gjorde finansiell innovation det muligt at sælge kreditrisiko videre.¹ Banker fokuserede på den forventede fortsatte vækst i prisen på bagvedliggende sikkerheder, herunder boligpriser, frem for låntagers kreditværdighed. Disse forhold medvirkede til, at likviditets- og kreditrisici generelt blev undervurderet.

Den internationale finansielle krise tog sin begyndelse i sommeren 2007 og udsprang af tab på det amerikanske marked for subprime boliglån. Der var tale om et stort, men dog afgrænset finansielt marked. Med udviklingen af nye finansielle instrumenter var tabsrisikoen imidlertid blevet spredt ud over mange forskellige typer af investorer. Usikkerhed om, hvor tabene lå, og hvilke finansielle institutioner der var eksponerede over for mulige tab, gav nervøsitet på de finansielle markeder. Mistillid mellem bankerne førte til tilbageholdenhed med hensyn til at yde usikrede lån på pengemarkederne. Deltagerne bestræbte sig på at sikre egen likviditet og var samtidig tøvende med at låne ud til modparter, især med længere løbetider. I løbet af august 2007 blev spændet mellem sikrede og usikrede 3-måneders pengemarkedsrenter mangedoblet, jf. figur 1.

Centralbanker verden over har i flere omgange forsøgt at modgå den stramme likviditet på pengemarkederne ved at udvide lånemulighederne. For at inddæmme krisen har centralbankerne således udvidet viften af accepterede sikkerheder, tilbudt nye lånefaciliteter, og for at forbedre likviditeten i andre valutaer har de indbyrdes indgået aftaler om at udveksle valuta (swapaftaler).

Resultatet har i vid udstrækning været, at bankerne har øget låntagningen i centralbankerne, uden at udvekslingen af likviditet mellem banker er steget, og dermed er pengemarkederne flyttet ind på centralbankernes balance.

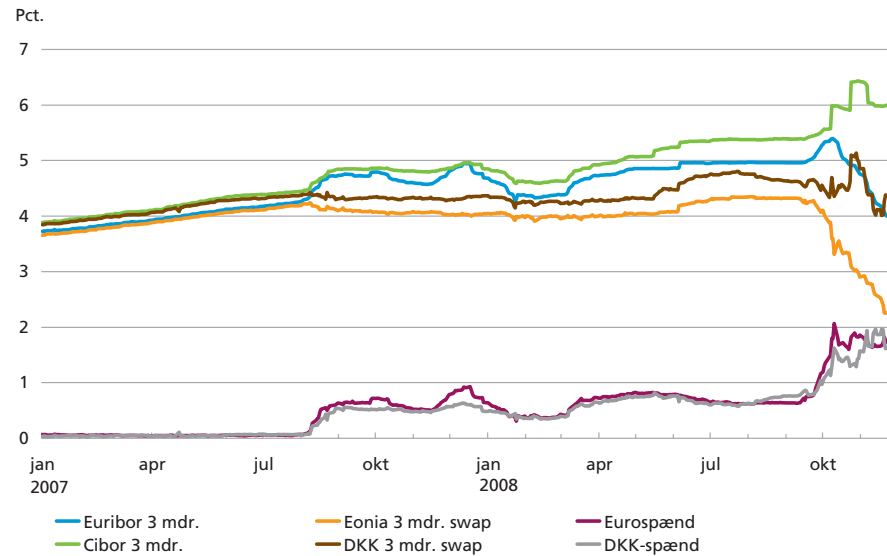
Den spændte situation har det forløbne år bølget henover de internationale finansielle markeder med varierende styrke, som det illustreres ved udviklingen i bankernes CDS-spænd², jf. figur 2. CDS-spænd afspejler bl.a. markedets forventning til, at en bank går konkurs eller misligholder sine forpligtelser.

¹ Se Jakob Windfeld Lund, Uro på de finansielle markeder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2007.

² En Credit Default Swap, CDS, er et finansielt instrument, der bl.a. anvendes til afdækning af kreditrisikoen på fx en bank. Udviklingen på en banks CDS-spænd, der typisk måles ved den årlige betaling pr. pålydende værdi af referenceaktivet, afspejler således markedets vurdering af den pågældende banks sandsynlighed for konkurs inden for en given periode. Alt andet lige betyder højere CDS-spænd, at markedet vurderer, at bankens konkurssandsynlighed er øget. For uddybning af CDS se Annemette Skak Jensen, Kreditderivater – Credit Default Swaps, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2008.

SIKREDE OG USIKREDE PENGEMARKEDSRENTER I EUROOMRÅDET OG DANMARK, 2007-08

Figur 1

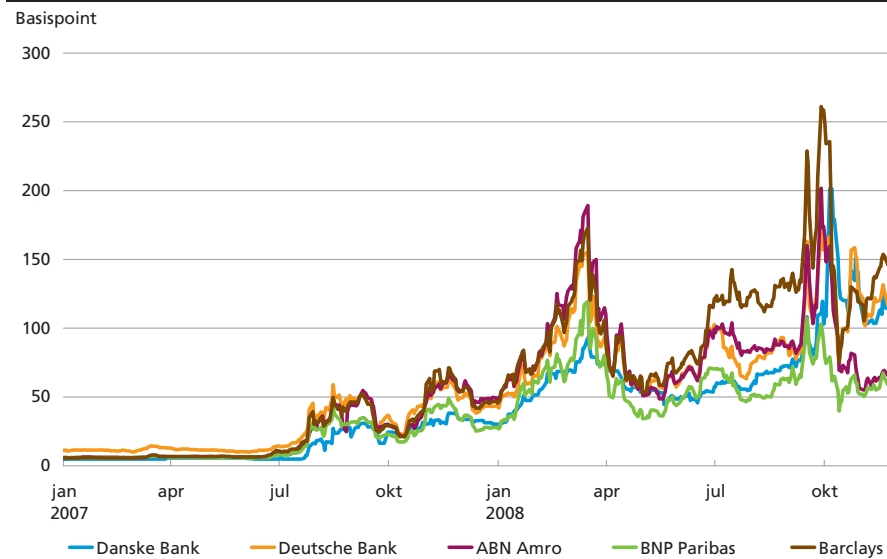


Kilde: Bloomberg.

Det har ofte været enkeltbegivenheder, som har været udløsende faktor i forhold til nye bølger af krisen. Boks 1 indeholder en kronologisk oversigt over udvalgte begivenheder i den internationale finansielle krise, herunder også danske begivenheder.

CDS-SPÆND FOR UDVALGTE EUROPÆISKE BANKER, 2007-08

Figur 2



Kilde: Bloomberg.

UDVALGTE BEGIVENHEDER OP TIL OG UNDER FINANSKRISEN	Boks 1
2. april 2007 New Century Financial, der var specialiseret i subprime-lån, indgiver konkursbegæring (Chapter 11).	
22. juni 2007 Bear Stearns annoncerer, at banken har stillet op til 3,2 mia.dollar til rådighed for hedgefonden High-Grade Structured Credit Fund, mens hedgefonden High-Grade Structured Credit Enhanced Leverage Fund vil blive nedgearret på markedet uden økonomisk hjælp fra Bear Stearns.	
30. juli 2007 IKB Deutsche Industriebank (IKB) meddeler, at banken er blevet ramt af subprime-krisen. Rhineland Funding (conduit), der har en kreditfacilitet hos IKB, og i mindre omfang IKB selv, har investeret i strukturerede kreditprodukter relateret til amerikanske subprime-lån. IKBs hovedaktionær, KfW Banking Group, og tre tyske bankforeninger havde sammen med myndighederne etableret en redningspakke i dagene forud for 30. juli.	
9. august 2007 BNP Paribas suspenderer beregning af mark-to-market for tre pengemarkedsfonde, der er eksponeret over for subprime, og stopper amortiseringerne.	
9. august 2007 Den Europæiske Centralbank, ECB, tilføjer 95 mia.euro i pengemarkedet med dag-til-dag-løbetid. I de følgende dage foretages yderligere tre operationer på i alt knap 117 mia.euro.	
26. august 2007 Landesbank Baden-Württemberg meddeler, at banken pr. 1. januar 2008 overtager Sachsen LB, som har haft store tab på subprime-investeringer.	
14. september 2007 Bank of England meddeler, at den står klar med likviditetsstøtte til Northern Rock. Dette afføder et regulært stormløb på Northern Rock, som 17. september følges op af en statsgaranti på Northern Rocks eksisterende indskud.	
11. januar 2008 Bank of America annoncerer købet af Countrywide Financial.	
21. januar 2008 Sydbank overtager bankTrelleborg efter finansielle problemer i bank-Trelleborg.	
13. februar 2008 IKB meddeler, at bankens portefølje er faldet så meget i værdi, at banken må reddes endnu en gang.	
17. februar 2008 Den engelske regering meddeler, at Northern Rock bliver midlertidigt nationaliseret.	
14. marts 2008 Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og JPMorgan Chase stiller likviditet til rådighed for Bear Stearns. To dage senere annoncerer JPMorgan Chase, at de overtager Bear Stearns.	
10. juli 2008 Nationalbanken stiller en likviditetsgaranti til Roskilde Bank, og banken sættes til salg.	
11. juli 2008 IndyMac Bank, der havde fokus på boliglån, bliver overtaget af Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). IndyMac Bank er lokaliseret i Californien og har før overtagelsen haft store tab og været udsat for et regulært stormløb.	

FORTSAT	Boks 1
13. juli 2008 Federal Reserve stiller lånefacilitet til rådighed for realkreditselskaberne Fannie Mae og Freddie Mac. 24. august 2008 Nationalbanken og Det Private Beredskab overtager Roskilde Banks aktiver og forpligtelser, bortset fra ansvarlig lånekapital og hybrid kernekapital. 7. september 2008 The Federal Housing Finance Agency (FHFA) overtager kontrollen med Fannie Mae og Freddie Mac. 15. september 2008 Nykredit Realkredit fremsætter anbefalet købstilbud på den samlede udestående aktiekapital i Forstædernes Bank. Købet gennemføres i oktober. 15. september 2008 Lehman Brothers Holding indgiver konkursbegæring (Chapter 11). 15. september 2008 Bank of America annoncerer købet af Merrill Lynch. 16. september 2008 Federal Reserve stiller et lån på 85 mia.dollar til rådighed for AIG, mod at den amerikanske stat får en ejerandel på 79,9 pct. i AIG. Staten får vetoet vedrørende udbyttebetaling til ejere af både ordinære aktier og præferenceaktier. 18. september 2008 Lloyds TSB annoncerer, at de vil overtage HBOS. 20. september 2008 Det amerikanske finansministerium annoncerer en hjælpepakke, hvor staten bl.a. vil købe "problemaktiver" for op til 700 mia.dollar. Planen, den såkaldte TARP ("Troubled Asset Relief Program"), vedtages af Repræsentanternes Hus 3. oktober, efter en tidligere version af TARP blev nedstemt 29. september. 21. september 2008 Goldman Sachs og Morgan Stanley opgiver deres status som investeringsbanker og bliver underlagt samme reguleringskrav som almindelige forretningsbanker. 22. september 2008 ebh bank tilføres likviditetsstøtte fra Nationalbanken og et antal private banker for at kunne fortsætte den daglige drift. 25. september 2008 The Office of Thrift Supervision under det amerikanske finansministerium overtager kontrollen med Washington Mutual Bank, der samme dag overtages af JPMorgan Chase. 29. september 2008 Roskilde Banks filialnet sælges til Nordea (9 stk.), Spar Nord Bank (7 stk.) og Arbejdernes Landsbank (5 stk.). 29. september 2008 vestjyskBANK overtager Bonusbanken, hvis egenkapital anses for tabt. vestjyskBANK fusionerer samme dag med Ringkjøbing Bank. 29. september 2008 Fortis meddeler, at regeringerne i Belgien, Luxembourg og Holland vil investere 11,2 mia.euro i de respektive dele af Fortis i de forskellige lande, hvorved regeringerne opnår en ejerandel på 49 pct. Derudover skal Fortis sælge sin andel i ABN Amro. 29. september 2008 Bradford & Bingley bliver nationaliseret. Detailindlånsporteføljen samt filialnettet bliver overtaget af Abbey National.	

FORTSAT	Boks 1
29. september 2008 Den islandske centralbank meddeler, at regeringen gennem centralbanken vil skyde egenkapital svarende til 600 mio.euro i Glitnir. Regeringen vil derefter eje 75 pct. af aktiekapitalen i Glitnir.	
29. september 2008 Hypo Real Estate meddeler, at de har fået kort- og mellemsigts kreditfaciliteter af et konsortium fra den tyske finansielle sektor. Få dage senere falder redningsforsøget dog fra hinanden, da de private banker trækker sig fra aftalen.	
29. september 2008 FDIC annoncerer, at Citigroup vil overtage bankdelen af Wachovia i en transaktion støttet af FDIC. Transaktionen bliver dog aldrig en realitet.	
30. september 2008 Dexia meddeler at have modtaget 6,4 mia.euro fra regeringerne i Belgien, Frankrig og Luxembourg samt eksisterende aktionærer.	
30. september 2008 Den irske regering annoncerer ubegrænset garanti af alle indskud, inkl. bankers gæld, særligt dækkede obligationer, seniorgæld og dateret efterstillet gæld. Omfattede banker skønnes at skulle betale tilsammen 1 mia.euro over to år.	
3. oktober 2008 Wells Fargo og Wachovia annoncerer, at de fusionerer uden nogen form for finansiell hjælp fra offentlige myndigheder.	
5. oktober 2008 Den danske regering annoncerer en redningspakke for banker i Danmark. Pakken indeholder ubegrænset statsgaranti af indskud og bankernes gæld med undtagelse af SDO'er, aktiekapital, hybrid kernekapital og supplerende kapital. Deltagende banker, dvs. medlemmer af Det Private Beredskab, betaler op til 35 mia.kr. over to år.	
6. oktober 2008 BNP Paribas annoncerer, at banken har indgået en aftale om at overtage den belgiske, luxembourgske og internationale del af Fortis.	
6. oktober 2008 Hypo Real Estate meddeler, at der nu er indgået en ny aftale, hvor den tyske regering og den finansielle sektor tilsammen tilbyder en kreditfacilitet på 50 mia.euro. Regeringen stiller en garanti på 35 mia.euro.	
7. oktober 2008 Det islandske finanstilsyn annoncerer, at de har overtaget kontrollen med Glitnir og Landsbanki.	
8. oktober 2008 Storbritannien fremlægger redningspakke for den finansielle sektor, hvor der afsættes 50 mia.pund til rekapitalisering af nødlidende banker og 250 mia.pund til garanti af bankernes fremtidige låntagning med kort- og mellemfristet løbetid (ekskl. efterstillet gæld).	
8. oktober 2008 Koordineret rentenedsættelse fra en række centralbanker, herunder ECB, Federal Reserve, Bank of England og Sveriges Riksbank.	
9. oktober 2008 Det islandske finanstilsyn annoncerer, at de har overtaget kontrollen med Kaupthing.	

FORTSAT	Boks 1
12. oktober 2008 Eurolandene lancerer fælles principper for bankredninger, der bl.a. inkluderer mulighed for rekapitalisering af banker og midlertidig statsgaranti på fremtidig udstedelse af seniorbankgæld med løbetid op til 5 år. I kølvandet følger flere lande med lancering af redningspakker, og de 27 EU-landes regeringer bifalder principperne på et topmøde 15. oktober.	
14. oktober 2008 Det amerikanske finansministerium oplyser, at ni store amerikanske banker – på frivillig basis og til styrkelse af kapitalbasen – har solgt seniorpræference-aktier til staten. Det samlede beløb udgør godt 125 mia.dollar fra TARP, mens 21 finansielle institutioner sælger for godt 30 mia.dollar i november.	
19. oktober 2008 ING meddeler, at de vil modtage 10 mia.euro fra den hollandske stat til styrkelse af kernekapitalen.	
30. oktober 2008 Morsø Bank overtager pr. 3. november aktiviteterne, ekskl. garantikapitalen, i Sparekassen Spar Mors, idet sparekassen ikke opfylder lovens kapitalkrav som konsekvens af betydelige nedskrivninger på udlån og et højt individuelt solvensbehov.	
10. november 2008 Den svenske stat overtager investeringsbanken Carnegie.	
13. november 2008 ebh bank meddeler, at bankens solvens er under lovkravet. 21. november overdrages aktiver og passiver (bortset fra aktiekapital og anden efterstillet gæld) til Afviklingsselskabet til Sikring af Finansiell Stabilitet A/S.	
23. november 2008 I en fælles erklæring fra det amerikanske finansministerium, FDIC og Federal Reserve stiller myndighederne en garanti på 306 mia.dollar til Citigroup. Citigroup tager alle tab op til 29 mia.dollar og 10 pct. af tab herover. Staten tilfører ligeledes yderligere 20 mia.dollar i kapital fra TARP.	
25. november 2008 Federal Reserve annoncerer køb af op til 600 mia.dollar realkreditobligationer og MBSer (mortgage-backed securities). Derudover lancerer centralbanken en ny facilitet TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), der skal understøtte lån til mindre virksomheder, studielån, billån og kreditkortlån. Faciliteten får en ramme på op til 200 mia.dollar.	

DET SENESTE FORLØB

Finanskrisen eskalerede i september 2008, mere end et år efter dens begyndelse. Begivenhederne tog for alvor fart, da de amerikanske myndigheder overtog kontrollen med de amerikanske realkreditkæmper, Freddie Mac og Fannie Mae, der står for knap halvdelen af alle realkreditlån og -garantier på det amerikanske marked. Redningen reducere forventningerne til tab på usikret gæld og udstedte obligationer fra de to institutioner, men medførte samtidig tab for aktionærerne. Freddie Macs og Fannie Maes problemer bragte andre banker i fokus, især store investeringsbanker med eksponering mod nødlidende aktiver og afhængighed af finansiering på kapitalmarkederne.

Investeringsbanken Lehman Brothers var betydeligt eksponeret mod erhvervsejendoms lån (commercial real estate), hvilket var en af årsagerne til, at flere investorer tvivlede på, at banken var tilstrækkeligt kapitaliseret. I løbet af september blev det vanskeligt for banken at opnå fortsat finansiering af sine aktiviteter. De amerikanske myndigheder valgte at undlade at redde Lehman Brothers, der 15. september måtte indgive konkursbegæring. Det rystede de finansielle markeder, som havde forventet en redning, som det havde været tilfældet med investeringsbanken Bear Stearns i foråret 2008. Som følge af Lehman Brothers' kompleksitet med et utal af finansielle kontrakter med andre finansielle institutioner og som følge af den grænseoverskridende struktur gav konkursen en kraftig negativ påvirkning af de finansielle markeder. Resultatet blev en yderligere forstærket uvilje blandt banker mod at låne usikret til hinanden. De globale pengemarkeder frøs fuldstændig til, og spændet mellem sikrede og usikrede pengemarkedsrenter blev øget til næsten 200 basispunkter, jf. figur 1.

Senere samme uge annoncerede den amerikanske finansminister Paulson en plan, som bl.a. indeholdt opkøb af problemaktiver fra finansielle institutioner for 700 mia.dollar. Den endelige lov kunne underskrives af præsident Bush den 3. oktober.

Europa blev også ramt af det stigende pres. Inden udgangen af september måtte flere europæiske banker have akutte kapitalindsatser, overvejende fra de respektive landes regeringer. Værst gik det Island, hvor hele det finansielle system kollapsede, og de tre store islandske banker¹ blev overtaget af de islandske myndigheder, jf. omtale side 4.

Med hver af disse begivenheder steg andre institutioners sårbarhed, dels på grund af den indbyrdes afhængighed, som kendetegner det finansielle system, og dels fordi tilliden til, at andre institutioner kunne overleve, blev mindre. Bankerne forsøgte at reducere deres eksponering mod andre finansielle institutioner, og løbetider på bankernes lån til hinanden blev kortere.

De finansielle markeder befandt sig i en tilstand af panik. Investorer, banker og andre finansielle institutioner holdt brandudsalg af aktiver for at skaffe likviditet, hvilket medvirkede til yderligere faldende aktivpriser. De ekstremt volatile markeder gav anledning til, at der blev spekuleret i yderligere faldende priser, hvilket forstærkede krisestemningen. Flere lande, herunder USA og England, indførte i løbet af september midlertidige forbud mod kortsalg² af finansielle aktier i et forsøg på

¹ Kaupthing, Glitnir og Landsbanki.

² Kortsalg vil sige, at en investor sælger en aktie, han ikke ejer, mod at købe den tilbage på et senere tidspunkt. Investor tjener penge, hvis værdifaldet i aktien overstiger betalingen for at have lånt den.

at stoppe prisfaldene og de urolige markedsforhold.¹ Danmark fulgte 13. oktober 2008 efter med et generelt forbud mod kortsalg af danske pengeinstitutaktier.

Det stod klart, at den internationale finansielle krise udgjorde en reel trussel mod den finansielle stabilitet. Samtidig var der ikke længere blot tale om en likviditetskrise, som centralbankerne kunne afhjælpe ved at tilføre likviditet til markederne. Krisen stak dybere, der blev sat spørgsmål ved bankers solvens, og der var behov for helt ekstraordinære tiltag, hvis roen og tilliden på de finansielle markeder skulle genskabes.

I Europa var Irland først med en statsgaranti af banksektoren. Denne blev annonceret den 30. september og omfattede seks navngivne irske banker. Skridtet var af de irske myndigheder begrundet i hensynet til den finansielle stabilitet i Irland og irsk økonomi. Garantien omfattede i første omgang ikke filialer af udenlandske banker, som derved blev sat under pres på det irske marked.

Det irske tiltag satte gang i en regulær sneboldeffekt i Europa, og de fleste EU-lande, inkl. Danmark, har i den forløbne periode været nødsaget til at garantere hele eller dele af deres banksektor. Der er tale om en stor variation i statsgarantier, både hvad angår løbetid, dækkede institutioner og dækkede fordringer. Bilaget side 39 indeholder en oversigt over redningspakker i USA og i de europæiske lande.

Globalisering af de finansielle markeder har medvirket til, at også lande, hvis banker har ført en relativt konservativ udlånspolitik, har været nødt til at udstede statsgarantier. Det skyldes, at finansieringsforholdene er blevet strammere for alle, og det er vanskeligt at stå udenfor, når andre lande giver statsgarantier til deres banker. Investorer, indskydere og andre banker vil generelt, men især i disse usikre tider, søge mod lande, hvor der er statsgaranti. Dette illustrerer vigtigheden af en koordineret indsats, når problemerne er globale.

Eurolandene blev 12. oktober enige om fælles principper for bankredninger, og de øvrige EU-lande tilsluttede sig principperne den 15. oktober. EU-landene får mulighed for rekapitalisering af banker og kan udstede en midlertidig statsgaranti på bankers fremtidige låntagning med løbetid op til 5 år. Redningspakkerne skal være indrettet således, at de ikke er konkurrenceforvridende, og der er lagt vægt på, at bankerne skal betale for garantierne.

G20-landene² blev 15. november enige om fem grundprincipper for, hvordan den finansielle krise skal adresseres. Principperne overlapper i

¹ Det amerikanske forbud mod kortsalg udløb 17. oktober 2008.

² G20 består af finansministre og centralbankchefer fra følgende 19 lande: Argentina, Australien, Brasilien, Canada, Frankrig, Indien, Indonesien, Italien, Japan, Kina, Mexico, Rusland, Saudi Arabien, Storbritannien, Sydafrika, Sydkorea, Tyrkiet, Tyskland og USA. EU er det 20. medlem og repræsenteres af henholdsvis Europa-Kommissionen og Den Europæiske Centralbank.

høj grad det, som EUs stats- og regeringschefer er blevet enige om. De fem principper er:

- Øget transparens og styrkelse af regnskabspligt
- Styrkelse af god regulering
- Fremme af finansielle markeders integritet
- Styrkelse af internationalt samarbejde
- Reformer af internationale finansielle institutioner.

FORLØBET AF DEN FINANSIELLE KRISE I DANMARK

Likviditetsstøtten til Roskilde Bank i juli 2008 og overtagelsen af banken den 24. august bragte Danmark i et uheldigt fokus på de internationale finansielle markeder. Roskilde Bank havde haft en meget stor eksponering på ejendomsmarkedet i en uheldig kombination med en lemfældig kreditkultur, som endte med at give banken solvensproblemer. Der var på den måde tale om selvskabte problemer, som var uafhængige af den internationale finansielle krise. Men under den internationale uro var det vanskeligt for udenlandske investorer at vurdere, om Roskilde Bank var et særtilfælde.

Dermed blev det generelt særdeles vanskeligt – faktisk umuligt – for små og mellemstore danske banker at finansiere sig i udlandet, og samtidig reagerede danske banker ved at begrænse den indbyrdes likviditetsudveksling yderligere. Hertil kom, at store aftaleindlån fra kommuner, virksomheder og privatpersoner flyttede væk fra de små og mellemstore banker. Nationalbankens tiltag for at øge bankernes lånemuligheder, jf. boks 2, kunne ikke dække de enkelte bankers store indlånsunderskud. Resultatet blev, at mange banker hutlede sig igen ved at rulle store finansieringsbeløb foran sig, dvs. at de hver dag skulle refinansiere store beløb frem til næste dag. Det gav meget stor sårbarhed.

Den 5. oktober indgik regeringen en aftale med Dansk Folkeparti, Socialdemokraterne og Det Radikale Venstre samt med den finansielle sektor, der skulle sikre fortsat finansiell stabilitet i Danmark. Med aftalen, som blev vedtaget ved lov den 10. oktober, spænder staten sammen med den finansielle sektor et sikkerhedsnet ud, så alle indskydere og andre simple kreditorer får fuld sikkerhed for deres tilgodehavender i pengeinstitutter i Kongeriget Danmark, idet staten går ind og garanterer alle indskydere og andre simple kreditorer.

Den finansielle sektor (Det Private Beredskab) skal bidrage til ordningen med op til 35 mia.kr., svarende til ca. 2 pct. af BNP. Det Private Beredskab stiller en kaution til dækning af tab på 10 mia.kr. (selvrisiko) og betaler derudover en markedskonform garantiprovision på 7,5 mia.kr.

NATIONALBANKENS TILTAG

Boks 2

Lån mod sikkerhed i låneobligationer

I maj 2008 oprettede Nationalbanken en midlertidig lånefacilitet, hvor penge- og realkreditinstitutter kan belåne særlige låneobligationer udstedt af pengeinstitutter i Kongeriget Danmark. Renten ved belåning af låneobligationer er under normale omstændigheder Nationalbankens udlånsrente plus 2 procentpoint.

Det enkelte penge- eller realkreditinstitut kan belåne erhvervede låneobligationer i Nationalbanken op til en samlet ramme på 25 pct. af instituttets kernekapital ultimo 2007. Institutet kan dog højst belåne låneobligationer udstedt af en enkelt udsteder svarende til 75 pct. af det udstedende instituts kernekapital ultimo 2007. Ved belåning i Nationalbanken fratrækkes 10 pct. af den nominelle værdi af låneobligationerne. Låneobligationer, der er belånbare i Nationalbanken, kan medregnes til et långivende pengeinstituts likviditet, jf. § 152 i lov om finansiel virksomhed, frem til en måned inden facilitetens udløb 30. september 2010.

Midlertidig lånemulighed på basis af overskydende lovmæssig solvens

Penge- og realkreditinstitutter kan frem til 30. september 2010 låne i Nationalbanken på basis af deres overskydende lovmæssige solvens.

Institutterne kan låne et beløb svarende til deres overskydende lovmæssige solvens, dvs. forskellen mellem basiskapital og solvensbehov, med fradrag af en margin på 1 procentpoint. Den maksimale låneramme er almindeligvis 800 mio.kr. Renten på lånet er Nationalbankens udlånsrente plus 2 procentpoint.

Et institut kan midlertidigt opnå tilsagn om låneramme på baggrund af en ledelseserklæring og en revisorerklæring om aftalte arbejdshandlinger samt afgivelse af likviditetsbudget og udlånsudvikling på månedlig basis. Et institut, der har fået bevilget en låneramme i Nationalbanken, bestemmer herefter ved den ugentlige lånoptagelse, hvor meget det vil låne inden for lånerammen. Lånerammen kan medregnes i instituttets likviditet, jf. § 152 i lov om finansiel virksomhed, frem til en måned inden udløb af lånemuligheden.

Midlertidig udvidelse af sikkerhedsgrundlaget ved lån i Nationalbanken

Nationalbanken har også midlertidigt udvidet sikkerhedsgrundlaget for penge- og realkreditinstitutters lån i Nationalbanken (pengepolitiske lån og intradag-kredit) med en række nye typer af værdipapirer. Udvidelsen ophører 30. september 2010.

Swapaftaler med den amerikanske og Den Europæiske Centralbank

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har indgået aftaler med en række centralbanker, herunder Nationalbanken, om midlertidige gensidige valutaaftaler (swap lines). Swapaftalen mellem Federal Reserve og Nationalbanken beløber sig til i alt 15 mia.dollar og løber til 30. april 2009. For at forbedre likviditeten i markederne for kort likviditet i euro har Nationalbanken indgået en lignende aftale med Den Europæiske Centralbank. Aftalen er på i alt 12 mia.euro og løber, så længe det er nødvendigt.

pr. år. Der er etableret et afviklingsselskab, der tager hånd om nødlidende pengeinstitutter. Afviklingsselskabet vil i tilfælde af, at et pengeinstitut ikke opfylder lovens solvenskrav, og der ikke er mulighed for at finde en holdbar privatsektorløsning, skyde kapital ind i et nyoprettet

datterselskab, som overtager og afvikler pengeinstituttet. Overstiger de skønnede tab inkl. forrentning af indskudt kapital i afviklingsselskabet den stillede kaution og den betalte garantiprovision, skal Det Private Beredskab via en forhøjet garantiprovision dække yderligere tab på 10 mia.kr.

I aftalen om finansiell stabilitet lægges der endvidere vægt på, at sikkerhedsnettet skal modsvares af, at den finansielle sektor udviser tilbageholdenhed og bruger de næste to år på konsolidering. Aftalen indeholder derfor et forbud mod udbyttebetaling fra pengeinstitutter og et stop for nye tilbagekøbsprogrammer af egne aktier. Nye aktieoptionsprogrammer må ikke indgås, og eksisterende må ikke forlænges. Ordningen løber til og med 30. september 2010.

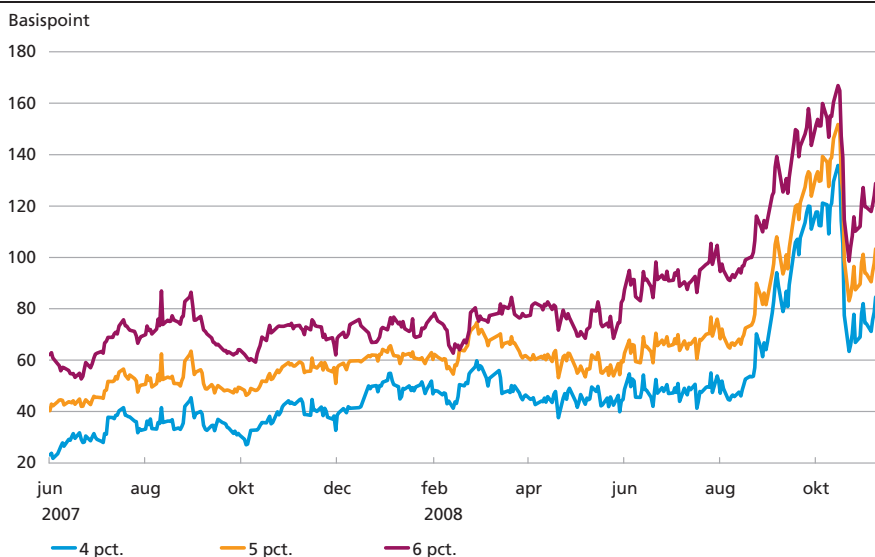
AFTALE OM FINANSIELL STABILITET PÅ PENSIONSOMRÅDET I DANMARK

I løbet af oktober opstod der uro omkring danske realkreditobligationer, og der skete en markant udvidelse af spændet i forhold til statsobligationer, jf. figur 3.

De unormale markedsforhold bragte flere pensionsselskaber i en situation, hvor de blev nødt til at sælge ud af deres beholdning af danske realkreditobligationer. Et stort frasalg af danske realkreditobligationer ville kunne få alvorlige konsekvenser for pensionsopsparende og bolig-

OAS-SPÆND TIL STATOBLIGATIONER FOR NYKREDITS KONVERTERBARE 30-ÅRIGE REALKREDITOBLIGATIONER MED FORSKELLIGE KUPONER

Figur 3



Anm.: OAS viser det optionsjusterede spænd til swaprentekurven i basispoint.
Kilde: Nordea Analytics.

ejere i form af faldende kurser og stigende renter. På den baggrund aftalte Økonomi- og Erhvervsministeriet og Forsikring & Pension den 31. oktober at iværksætte en række initiativer, som skal sikre markedsstabilitet og forebygge systematisk frasalg af danske realkreditobligationer:

- Realkreditrenten vil midlertidigt indgå i den rentekurve, som pensions-selskaberne skal bruge til at beregne deres forpligtelser med. Det vil modvirke den betydelige stigning i hensættelserne, der har været en følge af den usædvanlige renteudvikling.
- For at fremme en konsolidering af sektoren sættes der loft over selskabernes bonuspolitik og fastlæggelse af kontorenter.
- Pensions-selskaberne kan i beregningen af deres individuelle solvensbehov i forsvarligt omfang tage højde for den resultatforbedring, selskaberne vil opnå, når situationen normaliseres.
- Brugen af Finanstilsynets gule "trafiklys" afvikles for at undgå uheldig markedsadfærd. I stedet skal pensions-selskaberne i lighed med andre danske finansielle virksomheder indsende kvartalsregnskaber med oplysning om forbrug af reserver til Finanstilsynet.

Aftalen har haft en markant positiv effekt på prisfastsættelsen af realkreditobligationer, og en stor del af spændudvidelsen er reverseret, jf. figur 3.

AFRUNDING

Redningspakkerne i en række lande har haft en positiv effekt på pengemarkederne. De fleste indikatorer viser således, at den accelererende forværring af udviklingen er stoppet, og situationen er stabiliseret. Nervositeten for forestående bankkonkurser er aftaget.

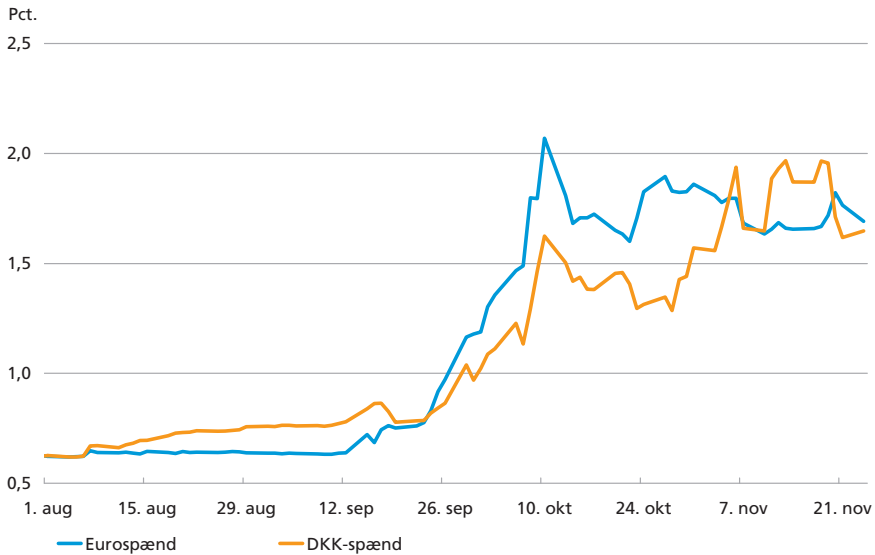
På det danske pengemarked spores en positiv effekt af den danske redningspakke, hvilket bl.a. har givet sig udslag i, at bankerne har nedbragt deres beholdning af indskudsbeviser og deres folioindestående i Nationalbanken. Flere banker beretter desuden om en opblødning i deres adgang til likviditet efter redningspakkens vedtagelse.

Derimod er spændet mellem sikrede og usikrede pengemarkedsrenter på stort set samme niveau, som før pakken blev vedtaget, hvilket også er tilfældet i euroområdet, jf. figur 4. Genskabelse af tillid mellem bankerne må formodes at være en langvarig proces, hvorfor redningspakkerne kun langsomt vil forbedre markedsf forholdene.

Med statens garanti over for bankernes simple kreditorer er der indtil videre skabt et godt grundlag for, at bankerne igen kan finansiere sig på de nationale og de internationale finansielle markeder. Det vurderes dog at kunne blive nødvendigt, at der i Danmark, på linje med hvad der

SPÆND MELLEM SIKREDE OG USIKREDE PENGEMARKEDSRENTER,
3 MÅNEDERS LØBETID, 2008

Figur 4



Kilde: Bloomberg.

er gjort i andre lande, gennemføres en midlertidig ordning, hvor der som supplement til den kapital, der kan rejses på det private marked, kan ske en midlertidig kapitaltilførsel til veldrevne danske pengeinstitutter på vilkår, der er så tæt på de markedsmæssige som muligt.

BILAG: OVERSIGT OVER UDVALGTE BANKREDNINGSPAKKER

Land	Indskydergaranti (private indskud)	Garanti for bankers gæld	Rekapitalisering
Belgien	100.000 EUR	Garanti på refinansiering af gæld med løbetid indtil 31.oktober 2011. Systemisk vigtige og tilstrækkeligt kapitaliserede banker.	Ad hoc-rekapitalisering af banker i nød.
Bulgarien	50.000 EUR	Interbank-lån.	
Cypern	100.000 EUR	Tilkendegivet at ville støtte banker i vanskeligheder	Tilkendegivet at ville støtte banker i vanskeligheder.
Danmark	Ubegrænset garanti	Ubegrænset garanti af bankernes gæld med undtagelse af særligt dækkede obligationer, efterstillet kapital og hybridkapital. Banker betaler op til 35 mia.kr. over 2 år. Dækker medlemmer af Det Private Beredskab.	
Estland	50.000 EUR		
Finland	50.000 EUR	50 mia.EUR. Nye gældudstedelser med løbetid op til 5 år. Betaling til staten sker på markedsvilkår. Dækker solvente finske banker.	4 mia.EUR. Renten på kapitalindskud fra staten skal sikre, at den finske stat modtager tilstrækkelig kompensation for risikoen.
Frankrig*	Politisk: Ubegrænset garanti	Oprettelse af fond på 320 mia.EUR til refinansiering af interbank-lån.	Oprettelse af statsejet selskab på 40 mia.EUR til rekapitalisering. Indskydes i banker mod præferenceaktier, som efterstillet kapital eller mod almindelige aktier.
Grækenland	Juridisk: 100.000 EUR Politisk: Ubegrænset garanti	15 mia.EUR. Nyudstedt gæld med løbetid op til 5 år. Gebyr på 100-150 basispoint eller et gebyr afspejlende modpartens kreditrisiko.	5 mia.EUR. Præferenceaktier med tilbagekøbsoption efter minimum 5 år og bærende en rente på 10 pct.
Holland	100.000 EUR	200 mia.EUR. Interbank-lån og seniorgæld med løbetid fra 3 måneder til 3 år. Pris baseret på historiske CDS-spænd + 50 basispoint (løbetid under 1 år fast præmie på 50 basispoint). Dækker nationale banker og udenlandske datterbanker med væsentlige aktiviteter i Holland.	20 mia.EUR
Irland	Ubegrænset garanti	Ubegrænset garanti af bankers gæld inkl. særligt dækkede obligationer, seniorgæld og dateret efterstillet gæld. Omfattede banker skønnes at skulle betale 1 mia.EUR over de to år, som garantien løber.	

Land	Indskydergaranti (private indskud)	Garanti for bankers gæld	Rekapitalisering
Island	Ubegrænset garanti for indskud i islandske banker. Ca. 20.000 EUR for indskud i filialer i EU.		
Italien*		Garantien dækker nye udstedelser med løbetid op til 5 år. Pris fastsættes på markedsvilkår. Banker hjemmehørende i Italien.	Mulighed for, at den italienske stat kan yde kapitaltilskud mod at modtage præferenceaktier.
Letland	50.000 EUR		
Litauen	100.000 EUR		
Luxembourg	100.000 EUR		
Malta	100.000 EUR		
Norge*			Swapaftale (350 mia.NOK) mellem banker og den norske stat (særligt dækkede obligationer for statsobligationer). Norske banker og filialer af udenlandske banker kan gøre brug af ordningen.
Polen	50.000 EUR	Mulighed for at udstede statsgaranti.	Mulighed for midlertidigt ejerskab af nødlidende pengeinstitutter.
Portugal	Juridisk: 100.000 EUR Politisk: Ubegrænset garanti	20 mia.EUR. Nyudstedt gæld (ikke efterstillet kapital) med løbetid fra 3 måneder op til 3 år. Pris baseret på historiske CDS-spænd + 50 basispoint (løbetid op til 1 år fast præmie på 50 basispoint). Banker med hjemsted i Portugal er omfattet.	Mulighed for, at den portugisiske stat kan yde kapitaltilskud mod at modtage præferenceaktier.
Rumænien	50.000 EUR		
Schweiz	30.000 CHF	Tilkendegivet at ville garantere nye korte og mellemlange interbank-forpligtelser og pengemarkedstransaktioner.	Ikke et officielt program, men har fx hjulpet UBS.
Slovakiet	Ubegrænset garanti		
Slovenien	Ubegrænset garanti		
Spanien	100.000 EUR	Garanti for bankers gæld (inkl. interbankindskud) på 100 mia.EUR.	Oprettet en midlertidig fond på op til 50 mia.EUR til at købe "high quality"-aktiver af banker. Pris baseret på den underliggende risiko. Alle banker med aktiviteter i Spanien kan deltage i ordningen.

Land	Indskydergaranti (private indskud)	Garanti for bankers gæld	Rekapitalisering
Storbritannien	50.000 GBP	Ca. 250 mia.GBP. Garantien dækker nye gældsudstedelser med løbetid op til 3 år. Pris baseret på CDS-spænd + 50 basispoint.	50 mia.GBP er afsat til rekapitalisering.
Sverige	500.000 SEK	Garanti på nye mellemlange gældsudstedelser for 1.500 mia.SEK. Risikobaseret afgift. Banker og realkreditinstitutter er omfattet.	Stabilitetsfond på 15 mia.SEK. Kapitaltilskud mod at staten modtager præferenceaktier.
Tjekkiet	50.000 EUR		
Tyskland	Juridisk 20.000 EUR Politisk: Ubegrænset garanti	Etablering af fond, der kan stille garantier for 400 mia.EUR for nyudstedt gæld med løbetid op til 3 år. Markedsbaseret afgift. Solvente tyske finansielle institutioner og datterselskaber af udenlandske finansielle institutioner er dækket.	Fonden kan anvende op til 80 mia.EUR til rekapitalisering af finansielle institutioner gennem fx præferenceaktier.
Ungarn	Juridisk: 13 mio.HUF (ca. 50.000 EUR) Politisk: Ubegrænset garanti		
Østrig	Ubegrænset garanti	Fond på 85 mia.EUR oprettes til at garantere bankgæld.	Fond på 15 mia.EUR oprettes til rekapitalisering af banker.
USA	250.000 USD	Ubegrænset garanti for visse afviklingskonti og al usikret seniorgæld inkl. commercial paper og interbank-lån udstedt før 30. juni 2009. Garantiprogrammet er gratis de første 30 dage. Herefter betaler de deltagende institutioner 75 basispoint pr. år for nye udstedelser. For afviklingskonti tillægges en ekstrabetaling på 10 basispoint til den deltagende banks eksisterende risikojusterede indskydergarantipræmie.	700 mia.USD er afsat til køb af problemaktiver og rekapitalisering af finansielle institutioner gennem præferenceaktier.

* Frankrig, Italien og Norge har ikke ændret indskydergaranti. De respektive landes indskydergaranti dækker 70.000 EUR, 103.000 EUR og 2 mio.NOK.

Nyt euroland fra 2009: Slovakiet

Slovakiet indfører euroen som sin valuta fra 1. januar 2009, hvor eurosedler og -mønter sættes i omløb, og man begynder at tage den slovakiske valuta, korunaen, ud af cirkulation. Omregningskursen er fastsat til 30,1260 slovakiske koruna for en euro, svarende til den hidtidige centralkurs for koruna i EUs valutakursmekanisme, ERM2.

Eurosedlernes udseende vil være som i de øvrige eurolande. For euro-mønterne vil der, ligesom det har været tilfældet i de øvrige eurolande, være et særligt nationalt præg på den ene side af de mønter, som sættes i omløb. Euromønter med nationale præg fra de øvrige eurolande vil være fuldt gangbar mønt i Slovakiet, ligesom mønterne med Slovakiets nationale præg vil være gangbar mønt i hele euroområdet. De nationale sider for de slovakiske euromønter er vist i boks 1.

Slovakiet er det fjerde af de nye EU-lande fra udvidelsen i 2004, som indfører euroen. Slovenien var først i 2007, mens Cypern og Malta fulgte efter i 2008.

Fra starten af 2009 vil det hermed være følgende 16 af EUs 27 medlemslande, som har euroen som valuta: Belgien, Cypern, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Malta, Portugal, Slovakiet, Slovenien, Spanien, Tyskland og Østrig.



Investeringsforeninger i Danmark

Sonnie Karlsson og Casper Ristorp-Thomsen, Handelsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Omtrent hver sjette dansker investerer i dag gennem danske investeringsforeninger. Foreningernes samlede formue under forvaltning var ved udgangen af 2007 mere end 10-doblet over en 10-årig periode til godt 900 mia.kr. Investeringsforeningerne har således en central rolle både i forhold til den enkelte opsparer og for samfundet som helhed.

Der er mange argumenter for at investere gennem en investeringsforening. Det er nemt, det giver mulighed for at sprede risici, og der er potentiale for, at stordriftsfordele fører til lavere omkostninger. Den enkelte investor skal dog være opmærksom på en række særegne kendetegn ved det danske marked, der har betydning for disse fordele. Der er tale om et relativt beskyttet og koncentreret marked med begrænset konkurrence udefra. Den altovervejende del af foreningernes formue er aktivt forvaltet (96 pct.) – mens indekseret, passiv forvaltning er mere udbredt uden for Danmarks grænser, hvor fx børshandlede indeksfonde (Exchange Traded Funds) de senere år har været på kraftig fremmarch. De aktive afdelinger leverer i gennemsnit et afkast, som er lavere end markedsafkastet, som følge af højere omkostninger. De få afdelinger, der eventuelt formår at slå benchmark, er meget svære at identificere på forhånd. Det, der kan identificeres på forhånd, er omkostningsniveauet, som typisk er højere for de aktive afdelinger. Endelig viser det sig, at overraskende mange aktivt forvaltede afdelinger reelt er tæt på at følge en passiv investeringsstrategi.

Denne artikel søger at kaste lys over markedet for investeringsforeninger i Danmark. Det konkluderes, at manglende information, økonomiske incitament og skattemæssige barrierer kan være nogle af forklaringerne på, at indeksbaserede alternativer udgør en relativt lille andel af det danske marked for investeringsforeninger.

DET DANSKE MARKED FOR INVESTERINGSFORENINGER: LOKALT, KONCENTRERET OG DOMINERET AF AKTIVE AFDELINGER

En investeringsforening er en forening, som modtager penge fra en kreds af investorer og herefter investerer pengene i forskellige værdipa-

pirer¹. Til forskel fra de fleste udenlandske fonde (mutual funds) er investeringsforeninger i Danmark ejet af deres medlemmer, afdelingerne er typisk børsnoterede, og de handles tæt på indre værdi.

Der har eksisteret investeringsforeninger i Danmark siden 1956 med rødder helt tilbage til 1928. Det er dog først i det seneste årti, at væksten for alvor er taget til. I perioden 1997-2007 blev den samlede formue under forvaltning i danske investeringsforeninger således 10-doblet, jf. figur 1. Faldet i 2008 skyldes primært faldende aktiekurser, der har reduceret værdien af formuen.

Af den samlede formue under forvaltning ultimo 2007 var 43 pct. placeret i aktiebaserede afdelinger, 42 pct. i obligationsafdelinger, 14 pct. i blandede afdelinger og 1 pct. i andre afdelinger. I forhold til den globale fordeling, hvor obligationsfonde udgør ca. 16 pct.², har Danmark en relativt høj andel af obligationsafdelinger.

Det danske marked er endvidere domineret af danske deltagere. Beskatningen i Danmark ved investering gennem investeringsforeninger har en afgørende betydning for markedets struktur og konkurrencen, jf. appendiks. Endelig er markedet koncentreret. De 4 største foreningsgrupper forvalter ca. 74 pct. af markedet.

Godt 100 udenlandske investeringsinstitutter har Finanstilsynets godkendelse til at markedsføre i alt næsten 6.000 udenlandske fonde i Danmark. De udenlandske fonde er primært henvendt til selskaber og pensionsopsparere. Private investorers andele i udenlandske fonde beskattes som udgangspunkt som kapitalindkomst og dermed hårdere end de danske udloddende foreninger. De udenlandske institutter har mulighed for at blive underlagt de samme skatteregler som danske udloddende foreninger. Men det kræver, at de etablerer et indberetningssystem, så skatten for de danske skatteydere kan opgøres korrekt, og at de tilpasser deres portefølje til de placeringsregler, der gælder for udloddende foreninger. I praksis ser indberetningssystem og placeringsregler ud til at være en større hindring end som så, idet ingen udenlandske fonde har valgt at gennemgå de nødvendige procedurer for at blive skattemæssigt ligestillet med de danske. Almindelige privatbeskattede investorer er dermed reelt begrænsede til at placere deres midler i de danske investeringsforeninger.

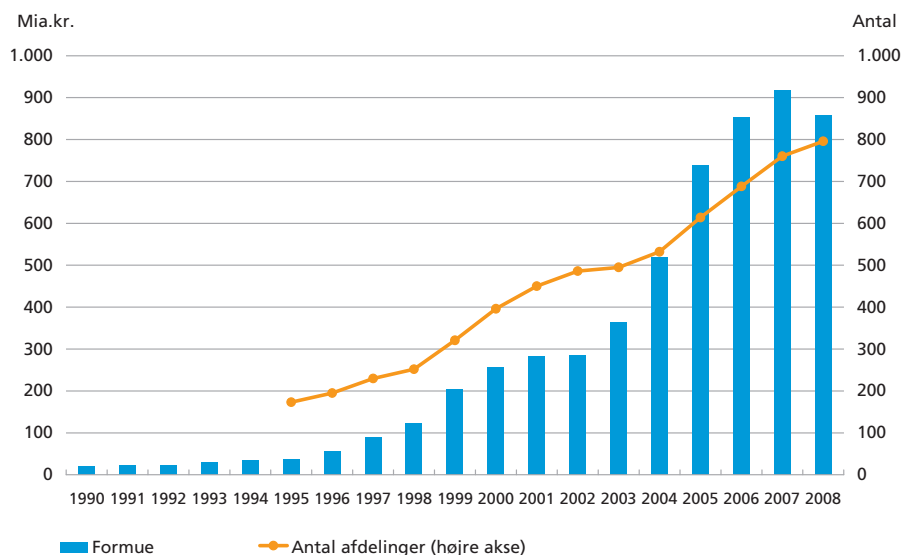
Størstedelen af de danske investeringsforeninger er opstået på initiativ fra et dansk pengeinstitut, og de fleste har deres distributionsnet gennem disse. Foreningens daglige drift håndteres af et investeringsforvaltningsselskab, mens tjenester som distribution, handel, depot og råd-

¹ Definitionen på en investeringsforening er givet i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv.

² European Fund and Asset Management Association, EFAMA, ultimo 2007.

INVESTERINGSFORENINGER – FORMUE UNDER FORVALTNING OG ANTAL AFDELINGER, 1990-2008

Figur 1



Anm.: Tal for 2008 er pr. august 2008.

Kilde: InvesteringsForeningsRådet.

givning om porteføljesammensætning mv. ofte købes fra "moderbanken". Distributøren af investeringsbeviserne aflønnes med tegningsprovision, som er en procentdel af nytegnede beviser, og yderligere modtager banken en fast årlig procentdel af formuen for kundekontakt og rådgivning.^{1,2} Uanset omfanget af denne kundekontakt og rådgivning overføres der altså en fast andel til banken. En ydelse, som ikke åbenlyst kommer ejerne af beviserne til gode. Der findes dog investeringsforeninger i Danmark, som ikke betaler pengeinstitutterne for kundekontakt og rådgivning.

NEMHED, DIVERSIFIKATION OG STORDRIFTSFORDELE – INVESTERINGSFORENINGERS BERETTIGELSE

Hvorfor investere i en investeringsforening? I forhold til selv at sammensætte en portefølje af værdipapirer er det ofte fremført, at det er nemt og bekvemt, man opnår diversifikation (selv ved små beløb), samt at stordriftsfordele vil føre til lavere omkostninger, end hvis man selv skulle sammensætte en portefølje.

Nemt og bekvemt er et godt argument for at vælge en investeringsforening frem for selv at sammensætte en portefølje af enkeltpapirer.

¹ Normalt beregnet på basis af kursværdien af kundens opsparing i depotet.
² Beckman og Rangvid (2006), Henriksen (2008).

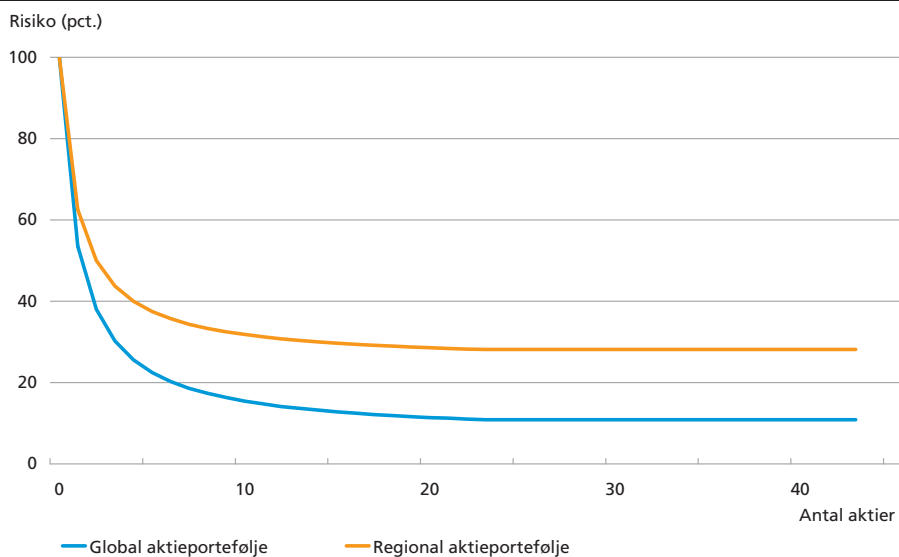
Mange investorer ønsker at slippe for den specifikke udvælgelse af værdipapirer og overlader det gerne til professionelle gennem placering i investeringsforeninger. Investeringsforeningerne giver også nem adgang til markeder, der ellers kan være svært tilgængelige, fx i udviklingslandene, og de håndterer alt det praktiske omkring reinvestering af renter og dividender mv.

Diversifikation betyder ganske enkelt at sprede sine investeringer på flere aktiver. Når prisen på aktiver ikke påvirkes af præcis samme sæt af risici, kan man ved at kombinere forskellige aktiver opnå risikospredning. Ejer man en aktie, hvis værdi påvirkes negativt af en olieprisstigning, fx et flyselskab, kan man kombinere dette aktiv med en energiaktie for at nedbringe "olierisikoen". Risikospredning er et stærkt argument for at vælge investeringsforeninger – i hvert fald ved aktieinvesteringer for relativt små beløb. Som privat investor kan man naturligvis selv konstruere en diversificeret portefølje. Det kræver dog ofte, at man investerer betydeligt større beløb, end hvad der kræves for at investere i en forening. Figur 2 illustrerer diversifikationsgevinsten, hvor risikoen falder med antallet af aktiver. Effekten af diversifikation er således initialt stærk, derefter aftagende, og konvergerer mod en nedre grænse, når antallet af aktiver øges.

Figuren illustrerer for det første, at diversifikation er et relativt begreb – en portefølje kan være "mere eller mindre" diversificeret. En regional portefølje opnår således mindre risikoreduktion end en global portefølje.

EFFEKTEN AF DIVERSIFIKATION PÅ PORTEFØLJERISIKO

Figur 2



Anm.: Risikoen er målt ved porteføljens standardafvigelse og er estimeret på historiske afkastdata.
Kilde: Malkiel (1999).

For det andet konvergerer risikoen mod en nedre grænse, hvilket betyder, at ikke alle risici kan diversificeres bort. Dette skyldes, at de underliggende aktiver udviser positiv samvariation. Det vil sige, at de har en tendens til at reagere ens på udviklingen i en fælles faktor, fx vil en ændring i BNP-væksten påvirke både it-aktier og bilindustriaktier i samme retning. Den risiko, som består, når alle diversifikationsmuligheder er udtømte, betegnes den systematiske risiko. Endelig illustrerer figur 2, at man som investor ikke opnår yderligere diversifikationsgevinster ved at tilføje flere fonde til en ellers veldiversificeret global portefølje.

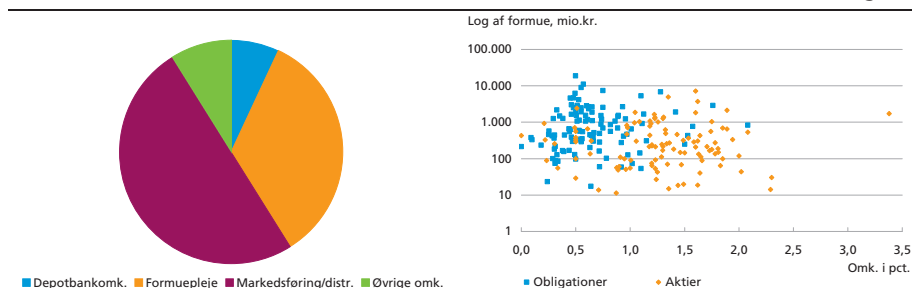
I tilfælde af investeringer i stats- og realkreditobligationer er diversifikationsargumentet ofte svagere. Statsobligationer har lavere risiko og høj samvariation. Muligheden for risikospredning er dermed mindre, og risikoen, der skal spredes, er også lavere.

Umiddelbart vil man forvente, at transaktionsomkostningerne for en investeringsforening var lavere, end hvis man selv skulle sammensætte og pleje en tilsvarende portefølje. Investeringsforeninger har lavere faste omkostninger pr. handel, og de har mulighed for at handle til lavere marginale omkostninger. Men de samlede transaktionsomkostninger udgøres af antallet af handler gange omkostningen pr. handel og afhænger derfor også af handelsomfanget. I øvrigt har de senere års udvikling med webbaseret aktiehandel og øget konkurrence på prisparametre som kurtage og depotomkostninger klart nedsat den private investors omkostninger i forbindelse med aktiehandel.

Foreningerne afholder desuden en række omkostninger i forbindelse med driften, herunder lønninger, husleje, revision og udgifter til offentlige myndigheder, og flertallet af foreningerne honorerer distributionsnettet for at rådgive og vejlede kunderne om køb og salg. Denne post – formidlingshonoraret – udgjorde i 2007 næsten halvdelen af omkostningerne, jf. figur 3. Den næststørste udgiftspost var formuepleje, som

OMKOSTNINGSFORDELING OG SAMMENHÆNG MELLEML FORMUE OG OMKOSTNINGSNIVEAU, 2007

Figur 3



Kilde: InvesteringsForeningsRådet.

dækker køb af investeringsrådgivning fra specialister inden for de enkelte områder.

En af tankerne bag investeringsforeninger er, at mange investorer går sammen om at investere, hvormed der er flere til at dele de faste omkostninger. Gennem udnyttelse af stordriftsfordele burde omkostningerne således falde med størrelsen af foreningen. Det er dog ikke tilfældet, jf. figur 3, og hænger muligvis sammen med, at en stor del af foreningernes omkostninger betales som en fast procentdel af formuen til bankerne.

En sammenligning med investeringsforeninger i andre europæiske lande viser, at omkostningsniveauet i de danske afdelinger er i den lavere ende.¹ Meget tyder dog på, at det kan gøres endnu billigere. Omkostningsniveauet for en af verdens største amerikanske indeksfonde (Vanguard 500) er fx helt nede på 15 basispoint, og de store ETF'ere har omkostninger omkring 10-30 basispoint. Ifølge InvesteringsForeningsRådets omkostningsanalyse fra juni 2008 ligger omkostningerne i de danske aktieafdelinger i gennemsnit i omegnen af 75 basispoint for de passive og knap 150 basispoint for de aktive.

Investering gennem en investeringsforening giver i teorien god mening. Investeringsforeningerne tilbyder nemhed, risikospredning samt potentiale for omkostningsreduktion. Men i praksis ser det ikke ud til, at foreningerne udnytter stordriftsfordele til at nedbringe deres omkostninger. Investering i investeringsbeviser indebærer heller ikke pr. automatik en tilpas risikospredning. Især for mange obligationsforeninger er diversifikationsgevinsten begrænset.

AKTIVT FORVALTEDE FONDE VERSUS INDEKS

Det danske marked for investeringsforeninger domineres af såkaldte aktivt forvaltede afdelinger. Ultimo 2007 udgjorde de aktive afdelingers formue ca. 96 pct. af markedet. Disse afdelingers forvaltningsstrategi er at skabe et merafkast i forhold til et benchmark (typisk et markedsindeks).

Et alternativ til aktivt forvaltede afdelinger er såkaldte indeksafdelinger². I modsætning til de aktive tilnærmer indeksafdelinger sig en passiv strategi, hvor hovedmålet er at replicere et indeks.

I USA, hvor man har en betydeligt længere tradition for at investere gennem fonde, er forholdet dog et andet. Her udgør de passive indeksfonde en større andel af markedet med 15 pct.³, og de passives andel er stigende. I USA og en række andre lande findes der desuden andre pas-

¹ Beckman og Rangvid (2006a).

² Danske Indeksforeninger er analyseret af Felstedt og Rangvid (2007).

³ Investment Company Factbook, Investment Company Institute, 2008.

BØRSHANDLEDE FONDE

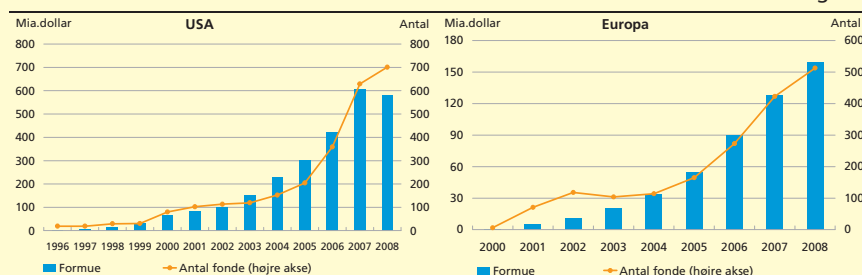
Boks 2

Et investeringsprodukt, der er vokset stærkt i popularitet de senere år, er såkaldte børshandlede fonde, Exchange Traded Funds (ETF). En ETF er som regel en indeksfond, dvs. en fond der replicerer et forudbestemt indeks med meget lave omkostninger og handles som en almindelig aktie. De store børshandlede fonde ligger med omkostningsniveauer omkring 10-30 basispoint. De indeksbaserede ETFere minder en del om de danske indeksforeninger, hvis investeringsbeviser typisk også handles på en børs.

Børshandlede fonde udvikledes af amerikanske fondsforvaltere i begyndelsen af 1990'erne. I Europa har børshandlede fonde eksisteret siden 2000. De anvendes af såvel private som professionelle investorer og er i dag et af de stærkest voksende finansielle produkter, jf. figur 4.

UDVIKLING I SALG AF ETF I USA OG EUROPA

Figur 4



Anm.: Tal for USA er til og med september 2008 og for Europa juli 2008.

Kilde: USA: Investment Company Institute; Europa: ETF Network og Bloomberg.

ETFere kan købes i de fleste lande – her i Norden bl.a. i Sverige. I Danmark minder de danske indeksforeninger herom, men der er ikke etableret egentlige ETFere på det danske marked, og de udenlandske opfylder indtil videre ikke de danske skatteregler for udbyttebetalende foreninger. Det betyder, at private bliver kapitalindkomstbeskattet af alle gevinster og tab. Indtil videre er ETFere derfor mest interessant for pensionsopparere i Danmark.

sive alternativer til investeringsforeninger. Et af de alternativer, som er på kraftig fremmarch internationalt, er såkaldte børshandlede fonde (Exchange Traded Funds, ETF), jf. boks 2. De børshandlede fonde minder en del om danske indeksafdelinger, der jo også er børshandlede, men ETFerne har ofte lavere omkostninger.

Ved aktiv forvaltning indsamles og analyseres information med henblik på at skabe et positivt merafkast i forhold til benchmark. Dette indebærer naturligvis omkostninger (indsamling og analyse af information, handelsomkostninger, lønninger mv.), som det eventuelle merafkast skal dække. Omkostningerne ved investering i en indeksafdeling er

generelt lavere end ved investering i en aktivt forvaltet afdeling.¹ En passiv strategi indebærer typisk færre handler (handler sker primært, når indekset ændrer sammensætning) og lavere omkostninger til indsamling og analyse af markedsinformation.

Eksistensen af de to forskellige strategier afspejler i bund og grund to forskellige syn på, hvor informationsefficiente de finansielle markeder er. I et efficient marked kan aktiv forvaltning ikke "betale sig", jf. boks 3. Det logiske strategivalg er i givet fald at investere i en portefølje, som reducerer diversificerbar risiko og samtidig holder omkostningerne nede på et minimum. Dette kan relativt nemt opnås ved at replicere et større markedsindeks.

Kan aktiv forvaltning så betale sig? Dette spørgsmål har haft stor bevågenhed inden for den akademiske forskning. Konklusionen fra disse studier er oftest, at gennemsnittet af de aktive fonde giver mindre afkast end en passiv, markedsreplicerende fond.²

Det er ikke overraskende, at den gennemsnitlige aktive forvalter opnår lavere afkast end en passiv, markedsreplicerende fond, idet markedsafkastet er et vægtet gennemsnit af alle aktivers afkast. Eftersom de aktive porteføljer har højere gennemsnitlige omkostninger end de passive, medfører dette i sin natur, at det gennemsnitlige nettoafkast på aktive porteføljer, dvs. afkast efter omkostninger, må være lavere end nettoafkastet på indeksporteføljer.³

Dette betyder dog ikke, at aktiv forvaltning aldrig kan betale sig. Det er således interessant at undersøge, hvorvidt der findes foreninger, der vedvarende slår markedet. En række studier har adresseret denne problemstilling.⁴ Studierne udelukker ikke, at der er foreninger, der mere vedvarende kan slå markedet, men samlet er billedet:

- at det er meget svært ud fra historiske data at identificere foreninger, der systematisk giver merafkast i forhold til et indeks.
- at en stor andel af foreningernes afkast kan forklares med eksposering over for systematisk risiko. Kun en lille andel af foreningernes afkast kan forklares af den aktive strategi, som jo motiverer de højere omkostninger.

Disse resultater indebærer, at det bliver meget svært for den enkelte investor at vælge en forening, der giver et højere afkast end en passiv

¹ De gennemsnitlige årlige omkostninger for de aktivt forvaltede aktieafdelinger er i Danmark 1,33 pct., Europa 1,34 pct., Japan 1,56 pct., Nordamerika 1,29 pct., Global 1,37 pct. (2007). De billigste danske aktieindeksafdelinger, som dækker disse markeder, har alle en årlig omkostningsprocent på 50 basispoint. En af verdens største indeksfonde, amerikanske Vanguard 500 Index Fund, har en årlig omkostning på 15 basispoint (31. december 2007).

² En af de mest kendte er Gruber (1996).

³ William Sharpe kalder dette for "The arithmetic of active management", Sharpe (1991).

⁴ Se fx Anderson og Ahmen (2005) og Fama og French (2008).

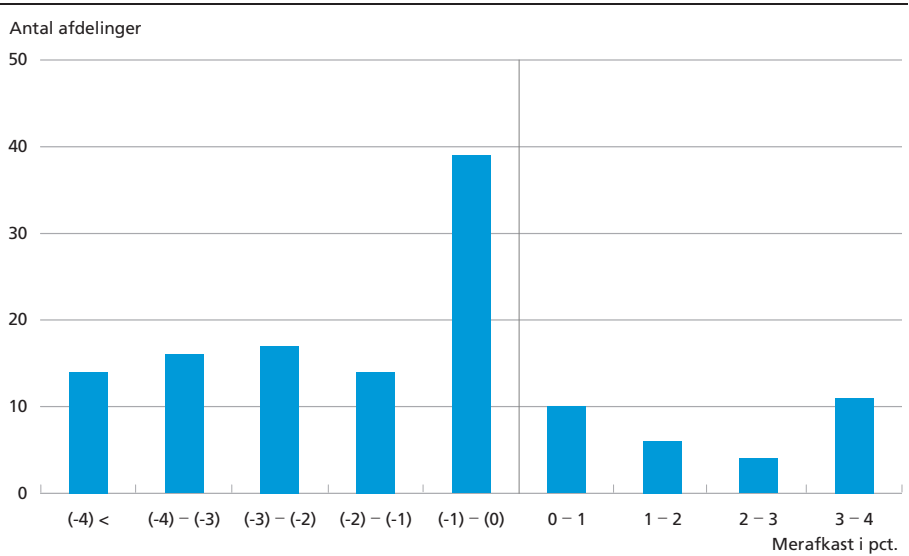
EFFICIENTE MARKEDER	Boks 3
I et informationsefficient marked justeres priserne på finansielle aktiver uden forsinkelse, når der kommer ny relevant information. Således afspejler priserne al relevant information. De finansielle markeder overvåges hvert sekund af et stort antal investorer. Opstår en nyhed, fx at et selskabs profitabilitet vil stige, vil markedsprisen tilpasse sig et nyt højere niveau, som afspejler højere profitabilitet. Selv om en enkelt investor naturligvis kan fejlkalkulere værdien af den nye information, taler markedets konkurrenceprægede natur for, at det samlede resultat af mange aktørers beslutninger gør markederne efficiente. Hvis markederne er efficiente, er det umuligt konsekvent at "slå markedet" gennem at finde undervurderede aktiver. En relativt lav pris afspejler ikke fejlprisning, men højere risiko. Der findes naturligvis argumenter imod ideen om efficiente markeder. Det væsentlige i denne sammenhæng er dog, hvorvidt markederne er tilstrækkeligt efficiente til at gøre aktiv forvaltning systematisk ulønsum. Der er meget, som taler herfor. Fx viser Malkiel (2005), at 90 pct. af de aktive fonde på det amerikanske marked over en 20-årig periode klarer sig dårligere end et bredt markedsindeks.	

indeksafdeling. Der er større sandsynlighed for at vælge en, der leverer et lavere afkast.

Faktum er, at det ikke kun er svært at slå en veldiversificeret indeksfond. Mange foreninger har også svært ved at slå egne benchmarks. Figur 5 viser danske investeringsforeningers omkostningsjusterede af-

DANSKE AKTIVE AFDELINGERS AFKAST I FORHOLD TIL BENCHMARK, 2002 TIL MEDIO 2008

Figur 5



Anm.: Benchmarkporteføljen er omkostningsjusteret med en årlig omkostningsprocent på 50 basispoint. Afdelingernes afkast er omkostningsjusteret med deres årlige omkostningsprocent og ekskluderer således emissions- og indløsningsomkostninger. Datasættet består af de ca. 150 afdelinger, som har en komplet afkastserie over perioden, både for afdelingen selv og for dens benchmark.

Kilde: InvesteringsForeningsRådet, Morningstar, Bloomberg, Danske Invest, Nordea Analytics.

kast i forhold til deres eget benchmark, der er justeret for omkostninger på 50 basispoint.¹ Det fremgår, at størstedelen af afdelingerne giver mindre afkast, end hvis man passivt kunne investere i benchmark over en periode på godt fem år.

For at få et indblik i, hvor stor en del af merafkastet der kan tilskrives "ren" aktiv performance, må merafkastene justeres for risiko. Man bør således forholde sig skeptisk til markedsføringen af en forening, der alene baserer sig på historisk afkast uden at angive risikoeksponeringen. Fx bruger mange obligationsafdelinger statsobligationer som benchmark, mens deres aktiver i stort omfang består af realkreditobligationer med en anderledes systematisk risikoprofil.

Det forhold, at de aktive foreninger ofte giver lavere afkast end et indeks, skyldes til dels de højere omkostninger ved aktiv forvaltning. Jo længere tid pengene placeres, desto mere dominerer effekten af omkostningen, på grund af renters rente-effekten. Dette kan illustreres med et regneeksempel med en initial investering/formue på 10.000 kr., et gennemsnitligt afkast på 8 pct. om året og omkostninger til investeringsforeningen på henholdsvis 1,5 og 0,5 pct. Holdes investeringen i 25 år, er omtrent en tredjedel af den samlede formue betalt i omkostninger til foreningen ved årlige omkostninger på 1,5 pct., jf. figur 6. Ved årlige omkostninger på 0,5 pct. går 12 pct. til omkostninger.

Beckmann og Rangvid (2006b) viser i et studie af det danske marked over perioden 1994-2003, hvordan en afdelings omkostningsniveau fungerer som indikator for fremtidigt markedsjusteret afkast; jo højere omkostninger desto lavere afkast.

Såvel i Danmark som internationalt har aktive investeringsafdelinger svært ved at levere et positivt merafkast. De få afdelinger, der eventuelt formår at slå benchmark i fremtiden, er meget svære at identificere. Omkostningsniveauet kan til gengæld identificeres på forhånd, og det har en signifikant effekt på investors endelige afkast.

HVORFOR SÅ FÅ PASSIVE ALTERNATIVER?

Studier omkring foreningers forvaltningsevner har en lang historik², og det bør være velkendt inden for branchen, at aktive fonde, der kan slå et passivt alternativ, er få og svære at finde. I den forstand er det et mysterium, at der i så stor udstrækning investeres i aktivt forvaltede fonde. Selv i USA, hvor passivt forvaltede fonde har en langt større udbredelse, anses den samlede størrelse af de aktivt forvaltede foreninger for at være forbløffende stor.³

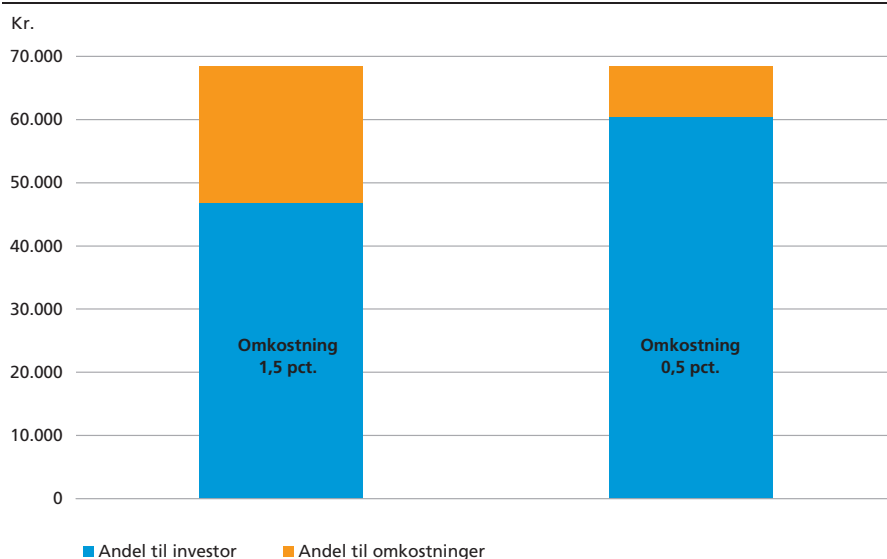
¹ Det benchmarkforeningerne i 2007 har oplyst til InvesteringsForeningsRådet for hver afdeling.

² Den akademiske litteratur har siden 1960'erne analyseret investeringsforeninger og deres forvaltningsresultater.

³ Se fx Gruber (1996).

FORDELING AF FORMUE VED FORSKELLIGE OMKOSTNINGSNIVEAUER

Figur 6



Kilde: Egne beregninger.

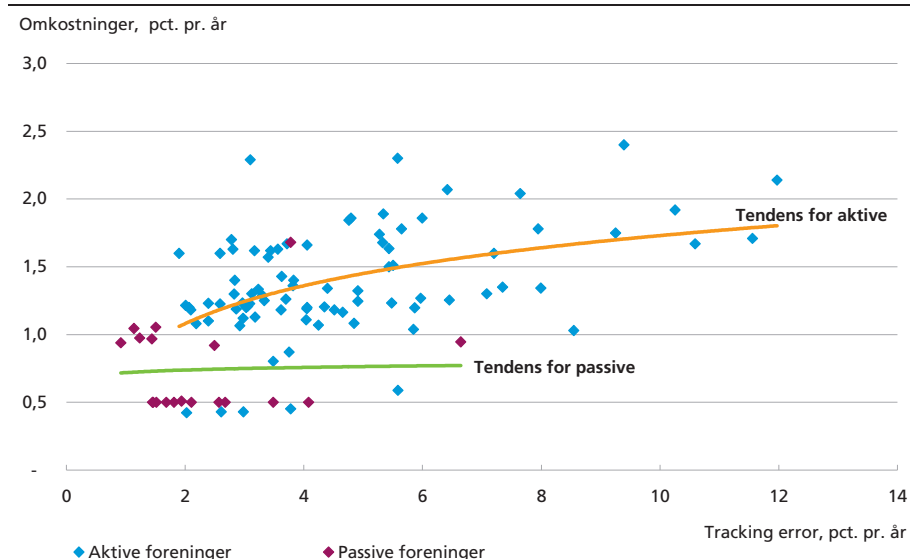
På efterspørgselssiden er mange kunder muligvis ikke vidende om, hvor fordelagtig den passive strategi har været historisk. De fleste køber investeringsbeviser gennem den bank, de ellers er kunder i. Har bankerne ikke et incitament til at reklamere for indeksprodukterne, kommer denne information ikke kunderne i hænde. Der findes sandsynligvis også et psykologisk aspekt i valget af foreninger. Ord som "passiv" og "gennemsnitsafkast" kan i mange ører have en negativ klang. Mens ord som "specialist", "aktiv" og "slå benchmark" har en meget mere positiv klang. En del af forklaringen ligger måske også i, at den enkelte investor mener at kunne udvælge den vindende forening – muligvis ud fra historisk afkast.

På udbudssiden spiller distributionsnettet gennem bankerne en betydelig rolle. Bankerne har et økonomisk incitament til at anbefale de aktive fonde, der typisk genererer højere indtjening til banken i form af handelsgebyrer, depotgebyrer og porteføljerådgivning. Ved indeksafdelinger kan det være svært at argumentere for, at én indeksafdeling er bedre til at replicere et benchmark end en anden. Det bedste argument for at vælge én indeksafdeling frem for en anden, er omkostningsforskelle. Udbyderne har således et incitament til at differentiere deres produkter.

Dette billede forstærkes af, at mange af de afdelinger, der markedsføres som aktive afdelinger, i realiteten lægger sig tæt op af benchmark, jf. figur 7. Tracking error måler standardafvigelsen af forskellen mellem afkast på porteføljen og afkast på benchmark. Det er et mål for, hvor tæt en portefølje følger det indeks, den refererer til.

TRACKING ERROR OG OMKOSTNINGER

Figur 7



Anm.: Inkluderer kun aktieafdelinger etableret før 2002. Omkostningsprocenter for 2007.

Kilde: InvesteringsForeningsRådet, Morningstar, Bloomberg, Danske Invest, Nordea Analytics.

Det giver sig selv, at passive afdelinger bør have lav tracking error, idet det er deres strategi at replicere benchmark. Aktive afdelinger, som har en udtalt strategi om, og som tager sig betalt for at "slå" deres benchmark, må forventes at have en noget større tracking error end de passive. De fleste danske indeksafdelinger har tracking error i intervallet 1-4 pct. pr. år. I det samme interval ligger også størstedelen af de aktive afdelinger, dog gennemgående med højere omkostninger.

Hvis tracking error er lav, afviger afdelingen ikke meget fra benchmark og må derfor forventes at have tilsvarende lavere omkostninger. Figur 7 bekræfter den positive relation mellem omkostninger og aktivitetsniveau, men indikerer samtidig en betydelig spredning. Der findes således meget aktive afdelinger med lavere omkostninger end dem, der ligger tæt på benchmark. Ligesom der også findes aktive afdelinger med lav tracking error og omkostninger på linje med de passive.¹ Indeksforeningerne har generelt lavere omkostninger i forhold til aktivitetsniveau, men som det fremgår, kan der også findes indeksafdelinger med relativt høje omkostninger. Det afgørende i denne sammenhæng er altså ikke, om betegnelsen er aktiv eller passiv, men om omkostningerne er lave i forhold til den aktivitet, foreningen leverer.

I et studie baseret på amerikanske data kritiserer Cremers og Petajisto (2007) en række amerikanske aktive fonde for at være "skabs-indeks-

¹ Primært såkaldte engrosafdelinger, der overvejende henvender sig til institutionelle investorer.

fonde" med høje omkostninger. I USA ligger den gennemsnitlige tracking error højere end i Danmark, men relationen mellem omkostninger og tracking error er meget lig den danske. Også i USA findes der mange foreninger, der markedsføres og prises som aktive, men som i realiteten følger et indeks tæt.

En passiv afdeling er ikke nødvendigvis billig. Den vil typisk have lavere handelsomkostninger i forhold til en tilsvarende aktiv afdeling, men markedsføring og distribution udgør en stor del af investeringsforeningernes omkostninger. Et pres for at nedbringe disse omkostninger kræver sandsynligvis en markedssituation, hvor der er let tilgængelig information og større konkurrence, ikke bare for de aktive fonde, men også for de passive. De gældende skatteregler, som modvirker private investorerers adgang til udenlandske fonde – bl.a. ETFere – i kombination med de nuværende distributionskanaler og økonomiske incitamenter fremmer ikke en sådan udvikling.

OPSUMMERING OG KONKLUSION

I Danmark er aktivt forvaltede investeringsforeninger dominerende. Mange aktive afdelinger har svært ved at levere et afkast, der er højere end en passiv strategi på grund af de højere omkostninger. Endelig viser det sig, at overraskende mange aktivt forvaltede afdelinger reelt er tæt på at følge en passiv investeringsstrategi. Manglende information, økonomiske incitamentsstrukturer og skattemæssige barrierer kan være nogle af forklaringerne på, at indeksbaserede alternativer med lave omkostninger udgør en relativt lille andel i det danske marked for investeringsforeninger.

LITTERATUR

Anderson, Seth C. og Parvez Ahmed (2005), *Mutual Funds, fifty years of research findings*, Springer.

Beckman, Ken L. og Jesper Rangvid (2006a), Danish Mutual Funds: Description, performance, and a European comparison, kapitel 3, s. 31-62, i *Performance of Mutual Funds*, edited by Greg N. Gregoriou. Palgrave Macmillan.

Beckman, Ken L. og Jesper Rangvid (2006b), Rating Mutual Funds: Construction and information content of an investor cost based rating of Danish mutual funds, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 14, nr. 5, s. 662-693.

Christensen, Michael (2003), Evaluating Danish Mutual Fund Performance, Aarhus School of Business, *Working Paper*.

Cremers, Martijn og Antti Petajisto (2007), How Active is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance, *Review of Financial Studies*, forthcoming.

Fama, Eugen F. og Kenneth R. French (2008), Mutual Fund Performance, Dartmouth College, *Working Paper*.

Felstedt, Niels og Jesper Rangvid (2007), Indeksinvesteringsforeninger i Danmark, *Finans/Invest*, nr. 7, s. 14-20.

Gruber, Martin J. (1996), Another puzzle: The Growth of Actively Managed Mutual Funds, *Journal of Finance*, nr. 51.

Henriksen, Karsten (2008), Stordriftsfordele går primært til bankerne, *Morningstar*.

Malkiel, Burton G. (1999), *A Random Walk Down Wall Street*, W.W. Norton & Company, New York.

Malkiel, Burton G. (2005), Reflection on the Efficient Market Hypothesis: 30 years Later, *The Financial Review*, nr. 40, s. 1-9.

Sharpe, William F. (1991), The Arithmetic of Active Management, *Financial Analysts Journal*, januar/februar, s. 7-9.

APPENDIKS: BESKATNINGSREGLER FOR INVESTERINGSFORENINGER

I skattelovgivningen skelnes i hovedtræk mellem, hvem der investerer (privatpersoner, selskaber, pensionsmidler mv.), hvad afdelingen investerer i (aktier eller obligationer), og om den er udloddende eller akkumulerende.

- **Private (frie midler):** Realiserede gevinster på investeringer i udloddende aktieafdelinger beskattes som aktieindkomst (28-45 pct.). Tab kan modregnes i udbytter og gevinster fra børsnoterede aktier mv. For obligationsafdelinger beskattes gevinster som kapitalindkomst (33-59 pct.), men kun kurstab på beviser i afdelinger med udenlandske obligationer kan fradrages i kapitalindkomsten. Udbytter fra obligationsforeninger, der udlodder gevinst på såkaldt blåstemplede obligationer, er skattefri indkomst. Ved investering i akkumulerende investeringsforeninger (de såkaldte investeringsselskaber) beskattes både realiserede og urealiserede gevinster og tab som kapitalindkomst. Andele i udenlandske foreninger (normalt omtalt som "investeringsinstitutter") beskattes som udgangspunkt efter de regler, som gælder for akkumulerende investeringsforeninger (investeringselskaber), dvs. som kapitalindkomst (op til 59 pct. afhængigt af øvrige indkomster). For at investorerne i udenlandske investeringsinstitutter kan blive beskattet på lige fod med de danske udloddende foreninger, skal de være registreret ved SKAT i Danmark og de skal løbende rapportere udlodningsopgørelser over beløb til beskatning. Endelig skal de overholde særlige danske placeringsregler på linje med de danske udloddende foreninger.
- **Pensionsmidler:** Såvel realiserede som urealiserede gevinster beskattes med 15 pct., mens nettotab fremføres til året efter.
- **Selskaber:** Realiserede gevinster og tab beskattes i selskabsindkomsten for de udloddende afdelinger. Dog anvendes 3-års-reglen for aktier ved gevinst og tab på beviser i aktieafdelinger. For de akkumulerende afdelinger (investeringselskaber) beskattes såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab som selskabsindkomst.

For en udførlig beskrivelse af skattereglerne henvises til SKAT.

Det danske realkreditmarked – et likviditetsdilemma

Claus Johansen, Kapitalmarkedsafdelingen og Elena Kabatchenko Nielsen, Statistisk Afdeling

INDLEDNING

Det danske marked for realkreditobligationer¹ har de seneste årtier gennemgået en væsentlig udvikling. Det samlede udestående er steget i takt med prisstigninger på boligmarkedet, og indførelsen af en række nye låntyper hos de udstedende institutter har medført en stigning i antallet af obligationstyper på markedet.

Ud over at have haft væsentlig betydning for sammensætningen af realkreditmarkedet har produktudviklingen haft betydning for prisdannelsen på dette marked. Likviditeten bliver spredt over flere obligationsserier inden for hvert udstedende institut, og låntagernes øgede muligheder for låneomlægning medfører hurtigere skift i de enkelte obligationsseriers likviditet. En tendens til knaphedspræmier på illikvide obligationsserier tyder på, at udestående mængde og ejerkoncentration har væsentlig betydning for prisfastsættelsen i markedet.

I denne artikel undersøges det, hvorvidt der eksisterer såkaldte indlåsnings effekter i realkreditobligationer for låntagere som følge af, at investorer er i stand til at tage en merpris for obligationsserier, der er koncentreret på få investorer. Resultaterne i artiklen viser, at der for låntagere er indlåsnings effekter i en række obligationsserier. For investorer viser resultaterne, at ejerkoncentration i obligationsserier spiller en væsentlig rolle i prisfastsættelsen, som følge af en tendens til knaphedspræmie i illikvide obligationsserier. Effekterne for både låntagere og investorer ses i obligationsserier med lavt udestående og i opkøbsrelevante obligationsserier i forbindelse med låntagers låneomlægning til højere kuponrente.

På baggrund af resultaterne i denne artikel introduceres en ny statistik over ejerkoncentrationen i de enkelte obligationsserier. Statistikken offentliggøres fremover i Nationalbankens værdipapirstatistik på fondskodeniveau.

¹ Betegnelsen realkreditobligationer anvendes i artiklen som samlet betegnelse for obligationer udstedt til finansiering af lån mod pant i fast ejendom. Betegnelsen omfatter derved traditionelle realkreditobligationer (ROer), SDOer og SDRØer, der er udstedt af penge- og realkreditinstitutter.

STRUKTURELLE TENDENSER PÅ REALKREDITMARKEDET

Realkreditens historie har budt på en høj grad af konsolidering blandt de udstedende institutter. Denne konsolidering har været med til at skabe koncentration og øget likviditet¹ i obligationsserierne. Siden 1996, hvor de første rentetilpasningslån blev indført, er der dog sket en væsentlig udvidelse af paletten med låntyper hos udstederne. I 2003 blev muligheden for afdragsfrihed indført, mens variabelt forrentede lån med renteloft blev indført i 2004, jf. Hansen og Thuesen (2006). Flere af disse typer produkter har dog været anvendt tidligere, men ikke med tilsvarende succes. Eksempelvis blev der allerede i 1800-tallet eksperimenteret med lån med uendelig afdragsfrihed, såkaldte uamortisable lån, jf. Ebbesen (2008). Samlet set er der ikke sket en koncentration på serieniveau, idet der sideløbende er foregået en væsentlig udvidelse af produktsortimentet fra de udstedende institutter. Indførelsen af rentetilpasningslån er den enkelte faktor, der har været af størst betydning for sammensætningen af det danske realkreditmarked i de seneste årtier, jf. figur 1.

KONSEKVENSER FOR REALKREDITMARKEDET AF ET ØGET ANTAL REALKREDITPRODUKTER

Udstedere

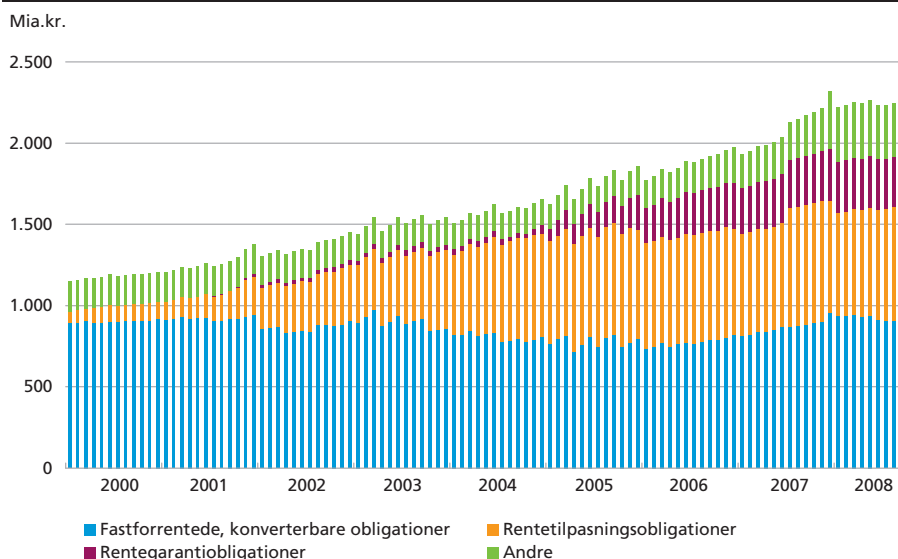
Udviklingen i antallet af produkttyper til finansiering af fast ejendom er fra udstedernes side sket i konkurrence om at tilbyde låntagere nye og mere avancerede produkter. Derfor har det været nødvendigt for udstederne at udvikle nye obligationstyper.

Incitamentet til at indføre nye produkter for udstederne består i, at indførelse af et nyt produkt, der opfylder et behov hos en større gruppe af låntagere, ofte vil gøre det udstedende institut i stand til at erobre markedsandele fra konkurrenter. Af samme grund sker det oftest, at nye typer af produkter, der etableres med succes, bliver repliceret af konkurrerende udstedere inden for forholdsvis kort tid. Resultatet af produktudviklingen siden midten af 1990'erne i kombination med balanceprincippet er et øget antal af åbne serier hos hvert enkelt udstedende institut, jf. figur 2.

¹ Et papirs likviditet anvendes som samlet betegnelse for omsætteligheden i markedet. Ofte anvendes begrebet som et udtryk for det samlede udestående i en obligationsserie, idet et stort udestående i en serie typisk er forbundet med, at papiret har høj omsættelighed, jf. Danmarks Nationalbank (1998), kapitel 8.

UDVIKLING I SAMMENSÆTNINGEN AF DET DANSKE REALKREDITMARKED

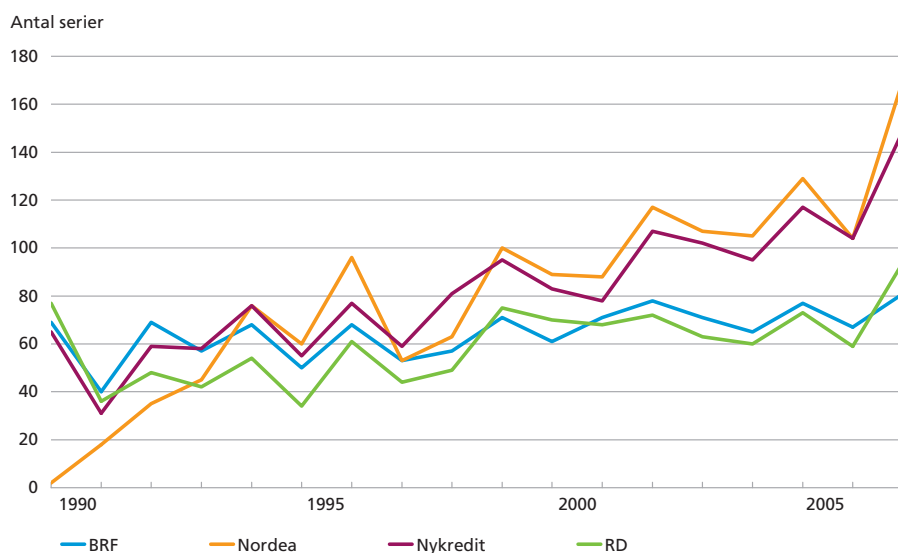
Figur 1



Anm.: Der er foretaget korrektion for højere udestående i december hvert år.

ANTAL ÅBNE SERIER HOS FIRE REALKREDITINSTITUTTER, 1990-2007

Figur 2



Anm.: Dele af stigningerne i 2007 skyldes skiftet til SDO-lovgivningen. Ved årsskiftet 2007-08 lukkede alle serier fra den hidtidige lovgivning.

Kilde: RIO.

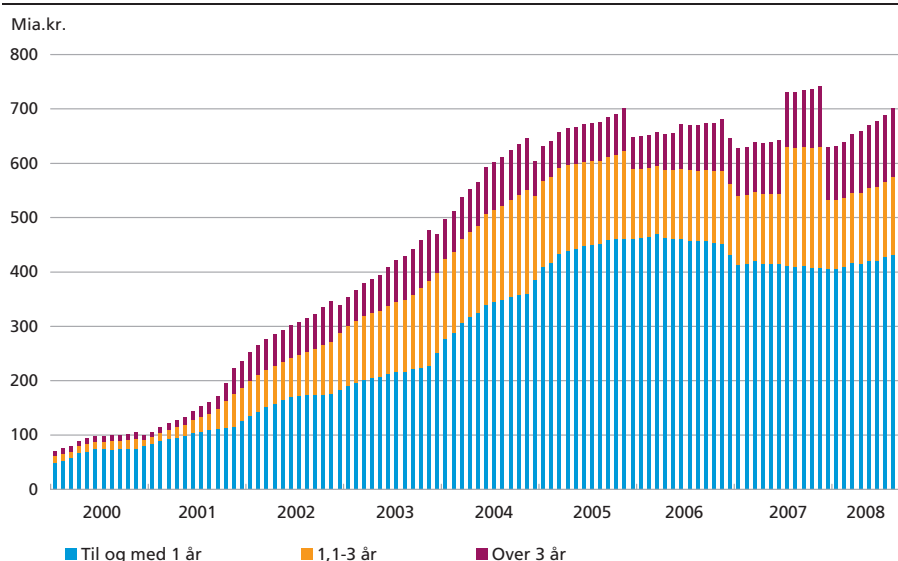
Realkreditlån med konverteringsret finansieres med obligationer med tilsvarende karakteristika. Fælles for konverterbare lån er, at næsten alle nyere lån findes i udgaver både med og uden afdrag. Finansiering af disse danner således baggrund for et væsentligt antal obligationsserier på realkreditmarkedet.

I modsætning til konverterbare lån finansieres rentetilpasningslån ikke med udstedelser i obligationer med tilsvarende karakteristika. Finansieringen heraf foregår i stedet ved udstedelser i serier af fastforrentede stående lån. De seneste år er disse udstedelser primært foregået i papirer med kuponrente på 4 pct., mens udstedelserne tidligere foregik i obligationer med kupon på 2 og 3 pct., da renteniveauet var lavere. Alene rentetilpasningslån danner derved baggrund for en lang række obligationsserier på det danske marked for realkreditobligationer. Til forskel fra øvrige låntyper er der dog ikke særskilte obligationsserier til finansiering af lån uden afdrag, idet udstedelsen blot tilpasses låntagers afdragsprofil. Der findes forskellige varianter af rentetilpasningslån. En nærmere gennemgang findes i Christensen og Kjeldsen (2002).

Udstedelse af rentetilpasningsobligationer er størst i de helt korte obligationer med restløbetid op til et år. Dog er der også en vis udstedelse i serier med op til 3 års restløbetid, jf. figur 3.

UDVIKLINGEN I UDESTÅENDE MÆNGDE AF
RENTETILPASNINGSOBLIGATIONER FORDELT PÅ LØBETID

Figur 3



Anm.: "Til og med 1 år" dækker restløbetid ≤ 13 måneder.

"1,1-3 år" dækker 13 måneder < restløbetid ≤ 37 måneder.

"Over 3 år" dækker restløbetid > 37 måneder.

Der er foretaget korrektion for højere udestående i december hvert år.

Likviditet i realkreditobligationer søges opbygget ved, at de enkelte serier bruges til udstedelser over længere tid. Fastforrentede konverterbare obligationer bruges typisk til udstedelser over en periode på tre år. Stående lån til finansiering af rentetilpasningslån kan anvendes fra de første udstedelser med restløbetid på op til 11 år til de sidste udstedelser i det sidste år op til udløb. Skift i renteniveau kan dog betyde, at serierne erstattes af serier med højere eller lavere kuponrente. På den anden side kan gamle serier blive brugt på ny som følge heraf.

Investorer

For at kunne købe og sælge positioner i en obligationsserie uden at påvirke markedspriserne har investorer en interesse i, at der opbygges likviditet i de enkelte serier. Investorer med positioner i illikvide serier kan blive tvunget til at gå på kompromis med prisen, hvis der opstår behov for at sælge en position i markedet. På den baggrund kan investorer være villige til at betale en likviditetspræmie ved køb af likvide serier.

Med låntagernes forbedrede muligheder for låneomlægning som følge af udstedernes produktudvikling øges investorernes likviditetsrisiko. Investorer risikerer nu i højere grad end tidligere, at en serie vil skifte status fra at være likvid til vanskeligt at kunne omsættes i markedet.

Selv om investorer kan være interesserede i at betale en merpris for likvide obligationsserier, observeres der oftest en tendens til, at mindre serier har højere pris i markedet end store serier. Årsagen til denne prisforskel ligger i, at investorer lettere vil kunne tage en merpris for at sælge ud af en lille obligationsserie. Der kan derfor være tale om en knaphedspræmie i illikvide realkreditobligationsserier. Den situation opstår især, hvis der er høj ejerkoncentration i en serie.

Som konsekvens af den spredte likviditet og prisforskelle mellem identiske obligationsserier som følge af forskellige seriestørrelser er der gennem tiden lavet forskellige tiltag. Medlemmer af Den danske Børsmæglerforening har bl.a. etableret en frivillig market maker-ordning i en række enhedsobligationer, jf. Hansen og Thuesen (2006). Senest er der i 2008 forsøgt introduceret forwards på konverterbare realkreditobligationer. Den første kontrakt, der er optaget i Børsmæglerforeningens market maker-ordning, er en decemberkontrakt på levering af en frit valgt obligation fra en underliggende kurv bestående af de mest likvide serier i det 30-årige 5 pct.-segment.¹ Hvis der skabes likviditet i denne forward, vil det medvirke til, at investorer køber op i de relativt billige papirer fra den underliggende kurv, hvilket vil virke udjævnende på evt. prisforskelle. De

¹ For nærmere informationer om forwarden henvises til pressemeddelelse af 28. august 2008 offentliggjort på Børsmæglerforeningens websted, www.dbmf.dk.

første måneders erfaring viser dog en meget lav omsætning, hvilket kan tilskrives de urolige markedsforhold i den pågældende periode.

Låntagere

Produktudviklingen hos de udstedende institutter har givet låntagere en højere grad af valgfrihed. Med hensyn til renterisiko har indførelsen af rentetilpasningslån og lån med renteloft givet låntagere mulighed for i højere grad at vælge låntype efter risikovillighed. Tilsvarende har indførelsen af afdragsfrihed givet låntagere mulighed for at tilrettelægge afdrag i forhold til alternative opsparingsmuligheder og låntagers egen privatøkonomiske situation.

Den potentielle illikviditet i obligationsserierne har betydning for lånets pris ved optagelse samt ved et evt. tilbagekøb fra markedet. Oftest vil der ved åbning af en serie være uvished om, hvorvidt serien vil blive likvid eller ej. Derfor vil en evt. knaphedspræmie blive tilskrevet et papir i takt med, at investorerne bliver overbevist om, at serien lukker med et lavt udestående, eller serien senere bliver illikvid som følge af udtræk og/eller tilbagekøb i markedet. Låntagere, der udsteder i starten af åbningsperioden, i det der senere viser sig at blive en illikvid serie, risikerer derfor at gå glip af knaphedspræmien ved udstedelse og dertil at måtte betale en merpris ved et evt. senere tilbagekøb i markedet. Den tilskrevne knaphedspræmie omtales ofte som en indlåsningseffekt for låntagere.¹

INDLÅSNINGSEFFEKTER I REALKREDITOBLIGATIONER

Indlåsningseffekter for låntagere opstår oftest, når en obligationsserie er koncentreret på få investorer. Nedenfor analyseres omfanget af indlåsningseffekter i de to største typer af realkreditobligationer på det danske realkreditmarked, henholdsvis fastforrentede konverterbare obligationer og rentetilpasningsobligationer.

I fastforrentede konverterbare obligationsserier vil en indlåsningseffekt optræde i tilfælde, hvor låntager ønsker at tilbagekøbe obligationer i markedet, dvs. ved indløsning af lån eller omlægning til en højere kuponrente. For låntagere, der ønsker at udnytte deres ret til at konvertere til kurs pari eller en evt. anden gældende konverteringskurs, vil indlåsning som følge af illikviditet ikke spille en rolle. Den indbyggede konverteringskurs sætter derfor en øvre grænse for den indlåsningseffekt, som låntager kan komme til at betale, da konvertering altid kan foregå til den aftalte konverteringskurs.

¹ Se bl.a. Jacobsen (2007).

Låntagere med rentetilpasningslån har ikke konverteringsret. Som følge heraf er der ikke nogen øvre grænse for den præmie, låntager kan komme til at betale ved førtidig indfrielse som følge af høj ejerkoncentration. Til gengæld kan indlåsningen ikke vare længere end den periode, renten er fastsat for. Som tidligere nævnt er langt størstedelen af rentetilpasningslånene udstedt i de korteste obligationsserier med restløbetid på op til 3 år. Blandt rentetilpasningsobligationer forekommer indlåsning derfor med størst sandsynlighed i de længste serier, hvor likviditeten er mindst.

For at beskrive omfanget af indlåsningseffekter undersøges sammenhængen mellem ejerkoncentrationen og prisen på lukkede realkreditobligationsserier. Ejerkoncentrationen måles ved den maksimale ejerandel¹, der er beregnet som den andel af en serie, der ejes af den største investor² i obligationsserien. Hvis én investor ejer 60 pct. af en obligationsserie, vil den maksimale ejerandel i denne serie således være 60 pct. Alle obligationer grupperes efter ejerkoncentration i tre grupper:

1. Lavt koncentreret: maksimal ejerandel < 20 pct.
2. Mellem koncentreret: 20 pct. ≤ maksimal ejerandel < 50 pct.
3. Højt koncentreret: maksimal ejerandel ≥ 50 pct.

Til analyse af ejerkoncentrationens betydning for prisfastsættelsen af obligationsserierne beregnes option-adjusted spread (OAS) mellem realkreditobligationerne og statsrentekurven. OAS angiver merrenten på en obligation i forhold til en risikofri rente, når der er taget højde for værdien af et optionselement i obligationen. Jo højere OAS, jo højere merrente er der i forhold til den risikofrie rente, og jo lavere er prisen på obligationen.

Ud over ejerkoncentrationens betydning for prisfastsættelsen beskrives nedenfor, hvordan ejerkoncentration og likviditet samvarierer. Likviditet måles her dels som det gennemsnitlige nominelle udestående, dels som det gennemsnitlige antal dage i observationsperioden, hvor papirerne i hver gruppe er blevet handlet.

For fastforrentede konverterbare obligationer baseres analysen af indlåsningseffekter på perioden fra ultimo maj til ultimo oktober 2008, hvor der bl.a. er blevet åbnet 30-årige obligationsserier med kupon på 7 pct. For rentetilpasningsobligationer baseres analysen udelukkende på data for juni 2008, idet antallet af handelsobservationer er højere for denne gruppe af obligationer.

¹ Anvendelsen af dette koncentrationsmål er verificeret gennem sammenligning med andre koncentrationsmål, herunder Herfindahl-indekset. Herfindahl-indekset er i modsætning til maksimal ejerandel ikke et udtryk for en enkelt investors andel af en serie, men for en vægtet gennemsnitlig koncentration.

² I beregninger frasorteres lønmodtagere og udenlandske investorer, da der kun laves aggregerede opgørelser på disse grupper.

EJERKONCENTRATION OG INDLÅSNINGSEFFEKTER FOR FASTFORRENTEDE KONVERTERBARE OBLIGATIONER

Tabel 1

	Udestående, mia.kr. ¹	Antal dage med handler ²	OAS (bp) ³
Kupon: 4 pct.			
Lavt koncentrerede	4,02	20,23	71,18
Mellem koncentrerede	0,74	4,80	67,41
Højt koncentrerede	0,16	1,00	63,00
Kupon: 5 pct.			
Lavt koncentrerede	5,12	23,76	97,54
Mellem koncentrerede	0,47	3,25	89,60
Højt koncentrerede	0,23	1,83	68,18
Kupon: 6 pct.			
Lavt koncentrerede	1,20	11,35	140,59
Mellem koncentrerede	0,12	2,19	141,19
Højt koncentrerede	0,06	1,21	157,87
Kupon: 7 pct.			
Lavt koncentrerede	0,09	2,25	160,99
Mellem koncentrerede	0,04	1,06	183,04
Højt koncentrerede	0,02	0,67	186,44

¹ Gennemsnitligt udestående pr. ultimo juni 2008.² Gennemsnit over 104 bankdage (30. maj - 23. oktober 2008).³ Gennemsnit juni-oktober 2008. Maksimal ejerandel udviser en høj grad af persistens over tid. Opgørelsen af maksimal ejerandel pr. ultimo juni kan derfor med rimelighed anvendes i sammenligningerne over hele observationsperioden.**Indlåsnings effekter i konverterbare obligationer¹**

I overensstemmelse med forventningen om, at investorer lettest kan opnå en stor ejerandel i mindre obligationsserier, ses der blandt alle kupongrupper af fastforrentede konverterbare obligationer en højere tendens til høj ejerkoncentration i serier med lavt udestående. Samme tendens kan aflæses i det lavere antal dage med handler for obligationsserier med den højeste ejerkoncentration, jf. tabel 1.

Merrenten er højest for de højeste kupongrupper. For de to laveste kupongrupper er sammenhængen mellem ejerkoncentration og gennemsnitligt OAS negativ, hvorved obligationsserier med højere ejerkoncentration har tendens til at blive handlet dyrere end de lavt koncentrerede papirer. For 5 pct.-kupongruppen er denne negative sammenhæng mellem ejerkoncentration og OAS signifikant på et 5 pct.-signifikansniveau², hvilket påviser eksistensen af indlåsnings effekter inden for denne kupongruppe. Sammenhængen er insignifikant for 4 pct.-kupongruppen. At den tilsvarende tendens ikke observeres blandt kupongrupperne 6 og 7 pct., skyldes formentlig, at disse obligationsserier ikke har været genstand for væsentlige opkøb, idet deres pris har ligget forholdsvis tæt på pari.

¹ Analysen afgrænses til konverterbare obligationer med afdrag.² I denne statistik angiver signifikansniveauet sandsynligheden for fejlagtigt at finde en statistisk sammenhæng mellem maksimal ejerandel og OAS.

EJERKONCENTRATION OG INDLÅSNINGSEFFEKTER FOR
RENTETILPASNINGSOBLIGATIONER

Tabel 2

	Udestående, mia.kr. ¹	Antal dage med handel ²	OAS (bp) ³
Restløbetid: 1-3 år			
Lavt koncentrerede	9,40	16,29	48,73
Mellem koncentrerede	1,29	4,25	52,01
Højt koncentrerede	0,26	1,31	40,75
Restløbetid: over 3 år			
Lavt koncentrerede	5,25	10,22	54,82
Mellem koncentrerede	0,92	4,93	47,97
Højt koncentrerede	0,18	1,81	47,12

¹ Pr. ultimo juni 2008.² Gennemsnit over 20 bankdage i juni 2008.³ Gennemsnit juni 2008.**Indlåsnings effekter i rentetilpasningsobligationer**

Rentetilpasningsobligationer har de seneste år primært været udstedt i serier med kupon på 4 pct. Som følge heraf ses der i nedenstående udelukkende på dette kuponsegment. Desuden ses der bort fra obligationer med restløbetid under 1 år, idet beregningen af rentespænd¹ til statsrentekurven for papirer i dette løbetidssegment er meget følsom over for valg af underliggende model for statsrentekurven.

Som for de konverterbare obligationer ses det for de inkonverterbare rentetilpasningsobligationer, at mellem og højt koncentrerede serier kendetegnes ved et lavere udestående samt lavere gennemsnitligt antal dage med handel, jf. tabel 2.

For obligationer med restløbetid over 3 år er der signifikant negativ sammenhæng mellem OAS og ejerkoncentration, når der anvendes et 5 pct.-signifikansniveau. Prisen for de højt koncentrerede serier er således signifikant højere end for de lavt koncentrerede serier. Denne sammenhæng tyder på indlåsnings effekter i de højest koncentrerede serier blandt lange rentetilpasningsobligationer. For obligationer med restløbetid på 1-3 år er tendensen ikke signifikant.

At illikvide papirer – såvel fastforrentede konverterbare obligationer med lav kupon som rentetilpasningsobligationer med restløbetid over 3 år – har tendens til at blive handlet dyrere end likvide papirer, indikerer, at investorer er i stand til at bevare positioner, indtil en investor eller låntager er villig til at betale en knaphedspræmie for køb af obligationerne.

¹ For inkonverterbare obligationer svarer OAS blot til et rentespænd, idet der ikke er noget options-element.

EJERKONCENTRATION SOM NY VARIABEL I NATIONALBANKENS VÆRDIPAPIRSTATISTIK

Ovenstående analyse viser en signifikant sammenhæng mellem ejerkoncentration og obligationsprisen for flere segmenter af realkreditmarkedet.

For udstedende institutter indikerer den fundne sammenhæng mellem ejerkoncentration og merpris på en obligation, at incitamentet til produktudvikling bør afvejes mod låntagernes værdi af likviditet i obligationsserierne.

For investorer spiller ejerkoncentration en væsentlig rolle i prisfastsættelsen af obligationsserier, idet der er en tendens til en knaphedspræmie i illikvide serier. Denne præmie opstår i forlængelse af, at illikvide serier har større tilbøjelighed til at blive koncentreret på få investorer. Omvendt tydeliggør analyserne, at låntagere – om muligt – med fordel kan udstede i serier, der i forvejen er likvide eller med stor sikkerhed ventes at blive det. Offentliggørelsen af variabelen maksimal ejerandel vurderes derfor at have relevans for både udstedere, investorer og låntagere.

Med udgangspunkt i resultaterne i denne artikel udvides Nationalbankens værdipapirstatistik på fondskodeniveau med information om ejerkoncentrationen i form af variabelen maksimal ejerandel, jf. boks 1. Variabelen bidrager til større gennemsigtighed på markedet for realkreditobligationer.

EJERKONCENTRATION I VÆRDIPAPIRSTATISTIKKEN	Boks 1
Fra januar 2009 udvides værdipapirstatistikken på fondskodeniveau med en variabel "ejerkoncentration". Hver obligationsserie i statistikken vil få tildelt en indikator svarende til seriens ejerkoncentrationsniveau:	
Gruppe 1: Lavt koncentrerede serier, maksimal ejerandel < 20 pct.	
Gruppe 2: Mellem koncentrerede serier, $20 \leq$ maksimal ejerandel < 50 pct.	
Gruppe 3: Højt koncentrerede serier, maksimal ejerandel $\geq$ 50 pct.	
Udvidelsen af værdipapirstatistikken på fondskodeniveau overholder de gældende fortrolighedsprincipper og offentliggøres kun for obligationer.	

LITTERATUR

Christensen, Anders Møller og Kristian Kjeldsen (2002), Rentetilpasningslån, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Danmarks Nationalbank (1998), *Statens låntagning og gæld 1997*.

Ebbesen, Martin (2008), Alt har været prøvet før – næsten, Dansk Ejendomsæglerforening, *Ejendomsægleren*, februar.

Hansen, Lars Jul og Jesper Ulriksen Thuesen (2006), Udviklingen inden for realkredit: Markedet og markedsdeltagerne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Jacobsen, Svend (2007), Indlåsnings effekter på boliglån, *Finans/Invest*, nr. 8.

IMF under forandring

Helene Kronholm Bohn-Jespersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Den eskalerende globale finanskrisen bragte mod slutningen af 2008 Den Internationale Valutafond, IMF, tilbage i fokus i det internationale økonomisk-politiske samarbejde. Drøftelserne i EU og G20 om reformer af det internationale finansielle system viste bred international opbakning til, at IMF skal spille en central rolle i arbejdet med udformningen af en mere effektiv global finansiell arkitektur. En række lande, som har været særligt hårdt ramt af krisen, har siden årsmøderne i IMF og Verdensbanken i Washington i oktober indgået aftaler om store lånepakker med IMF, herunder Ukraine, Ungarn, Island og Pakistan. Efter flere års resultatløse drøftelser indførte IMF i oktober en ny låneadgang Short-Term Liquidity Facility, SLF, der giver landene mulighed for store lån med kort løbetid uden de normale bindende krav til den økonomiske politik. Faciliteten sigter særligt på vækstøkonomier med grundlæggende orden i økonomien og den økonomiske politik.

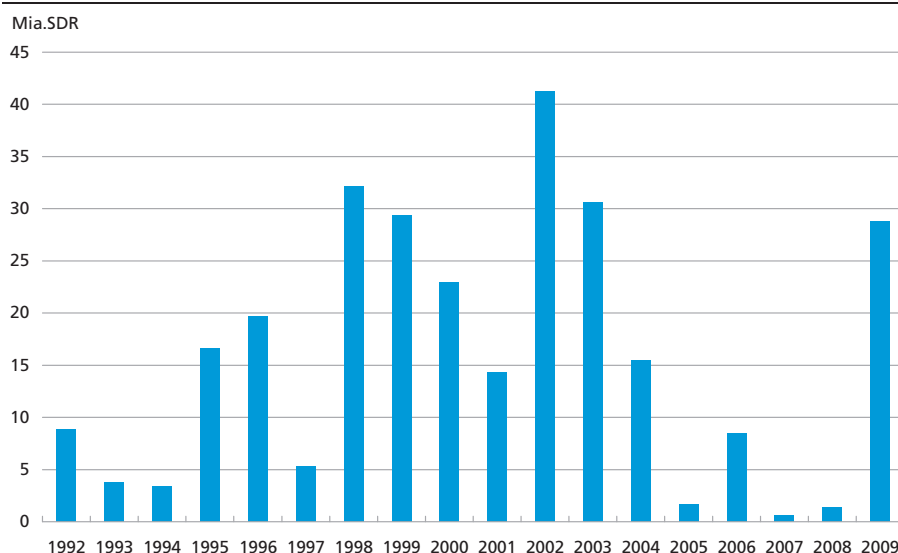
Det øgede fokus på IMF kommer efter en periode karakteriseret ved historisk lave nyudlån fra IMF, jf. figur 1. Nyudlånet havde i de senere år stort set begrænset sig til favorable udlån til lavindkomstlande.

De lave udlån nødvendiggjorde en reform af IMF's finanser. Herudover har tilpasninger af de 185 medlemslandes indflydelse i organisationen til i højere grad at afspejle landenes betydning i verdensøkonomien præget arbejdet i IMF i 2007 og første halvdel af 2008. Kvote- og stemmereformen blev vedtaget af IMF's repræsentantskab, Board of Governors, i foråret 2008. De påkrævede ændringer i IMF's vedtægter, Articles of Agreement, afventer nu godkendelse i medlemslandene, før reformen træder i kraft. Danmark har godkendt de foreslåede artikelændringer den 2. oktober 2008.

Under overskriften "En mellemfristet strategi" har IMF de sidste par år arbejdet på at modernisere sine aktiviteter. Først og fremmest har rammerne for den løbende overvågning, analyse og rådgivning af såvel de enkelte medlemslandes økonomier som af verdensøkonomien været i fokus. Sigtet har bl.a. været at styrke overvågningen af den finansielle stabilitet og at være bedre til at inddrage udviklingen på kapitalmarkederne og i det finansielle system i den makroøkonomiske analyse. Des-

IMFs UDLÅN

Figur 1



Anm.: Figuren viser summen af godkendte lån inden for de enkelte finansår 1. maj - 30. april. For 2009 vises summen af godkendte lån 1. maj - 28. november 2008, dvs. blot en 7-måneders periode.

Kilde: IMF.

uden er fokus på landenes eksterne stabilitet blevet skærpet. Finanskrisen har understreget behovet for, at IMF arbejder på at blive bedre til på et tidligere stadie at opfange faresignaler og rådgive om, hvordan der bedst muligt gribes ind.

IMFs ledelse har også undergået store forandringer det seneste år. Den 1. november 2007 tiltrådte Dominique Strauss-Kahn, den tidligere franske finansminister, som ny administrerende direktør for IMF. Han afløste den tidligere spanske finansminister, Rodrigo de Rato, som kun beklædte posten i godt tre år af den normale 5-årige periode. I forbindelse med reformen af IMFs egne finanser og slankningen af organisationen har hovedparten af afdelingerne fået ny ledelse gennem det seneste år. Endvidere har IMFs rådgivende komite, Den Internationale Monetære og Finansielle Komite, IMFC, fået ny formand, den egyptiske finansminister, Youssef Boutros Ghali, som er den første IMFC-formand valgt uden for industrilandene.

Denne artikel beskriver i hovedtræk udviklingen gennem det seneste år¹ samt de prioriteter, der indgår i IMFs arbejdsprogram for den kommende tid.

¹ For en mere detaljeret gennemgang af IMFs aktiviteter og de nordisk-baltiske holdninger til de væsentligste sager i IMFs bestyrelse henvises til halvårsrapporterne fra Nordisk-baltisk kontor i IMF offentliggjort på www.nationalbanken.dk under Opgaver > Internationalt arbejde > Danmarks repræsentation i IMF.

KVOTE- OG STEMMEREFORMEN I IMF

Efter langstrakte og ofte komplekse forhandlinger lykkedes det i marts 2008 for IMFs bestyrelse at opnå enighed om en kvote- og stemmereform. Reformen øger relativt vækstøkonomiernes og de fattigste landes indflydelse i IMF og anerkender dermed, at langt flere lande i dag og i fremtiden vil spille en central rolle for den verdensøkonomiske udvikling. Beslutningen afsluttede den proces, der var igangsat på IMFs årsmøde i Singapore i september 2006, hvor medlemslandene, herunder Danmark, godkendte en umiddelbar forøgelse af kvoterne for Kina, Korea, Mexico og Tyrkiet. Hovedtræk af reformen er gengivet i boks 1.

IMFs KVOTE- OG STEMMEREFORM 2008

Boks 1

Reformen inkluderer en ny formel for beregning af kvoterne, en anden runde af ad hoc-kvoteforøgelser (efter første runde vedtaget i Singapore 2006) baseret på den nye kvoteformel, en tredobling af basisstemmerne, der vil øge små landes, ikke mindst lavindkomstlandenes stemmeandel, og at de to afrikanske bestyrelsesmedlemmer hver kan udpege en ekstra stedfortræder. Yderligere skal kvoter og stemmer tilpasses hvert femte år.

Den nye kvoteformel består af fire variable: BNP, åbenhed beskrevet ved eksport og import, variabilitet af eksportindtægter samt valutareserver. Variablene indgår med vægtene 50, 30, 15, og 5 pct. BNP indgår som en blandet variabel med 60 pct. BNP i markedspriser og 40 pct. købekraftsjusteret BNP (PPP). Formlen kombineres med en kompressionsfaktor på 0,95, dvs. opløftes i 0,95 for at udjævne forskelle i økonomierne. Købekraftskorrigeret BNP (PPP) og kompression bibeholdes i formelen i 20 år, hvorefter disse elementer revurderes.

Anden runde ad hoc-kvoteforhøjelser er i størrelsen 9,6 pct. (dvs. en samlet kvoteforhøjelse inkl. første runde på 11,5 pct.) af de samlede kvoter. Der indføres en mekanisme, der sikrer, at de fire lande (Kina, Korea, Mexico og Tyrkiet), der modtog en kvoteforøgelse i forbindelse med den første ad hoc-runde i Singapore, modtager en kvoteforøgelse på mindst 15 pct., således at de som et minimum opretholder deres kvoteandel efter Singapore. Yderligere er der en såkaldt "booster", som indebærer en kvoteforøgelse på mindst 40 pct. for lande, hvis BNP i markedspriser er betydeligt mindre end købekraftsjusteret BNP (PPP) (gælder for lande, hvis forholdsmæssige andel af BNP (PPP) i forhold til dets kvoteandel før Singapore overstiger 1,75). Dette element har særligt betydning for Brasilien og Indien.

Basisstemmerne tredobles, hvilket især får betydning for små økonomiers stemmewægt og repræsentation, herunder lavindkomstlandenes. Endvidere introduceres en mekanisme, der skal sikre, at basisstemmernes andel af det samlede antal stemmer bevares over tid.

Fremtidige kvotejusteringer anbefales i forbindelse med den tilbagevendende femårige gennemgang af kvoter (dvs. første gang vil være i forbindelse med 14. generelle gennemgang, der skal afsluttes senest i 2013) for fortsat at tilpasse kvoterne i lyset af ændringer i medlemslandenes relative økonomiske position i verdensøkonomien.

FORTSAT

Boks 1

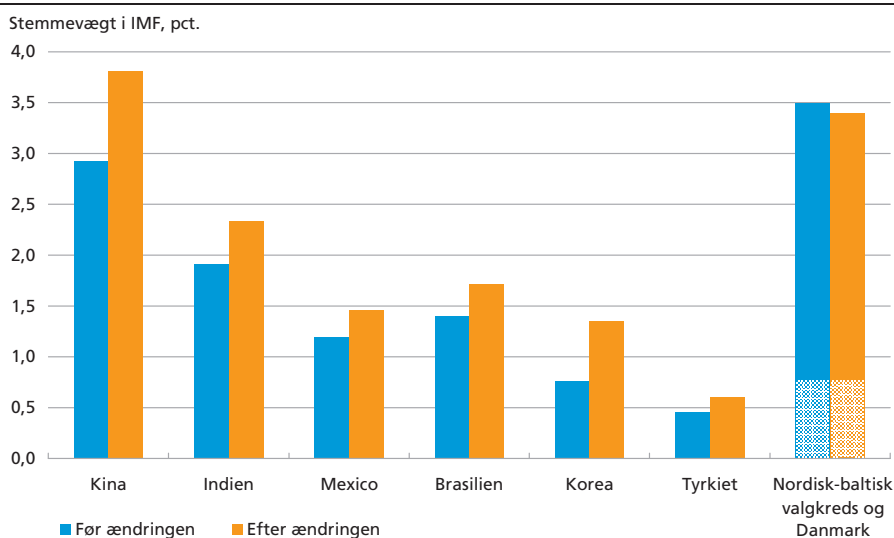
Øvrige elementer i kvote- og stemmereformen er, at valgkredse med mindst 19 lande, i praksis de to afrikanske valgkredse, har mulighed for at udpege en ekstra stedfortrædende eksekutivdirektør, samt at der skal arbejdes videre med kvoteformelvariablene variabilitet og åbenhed, herunder finansiell åbenhed.

Ændring i IMF's vedtægter. Reformen indebærer behov for ændring af fondens artikler som følge af den foreslåede tredobling af basisstemmer, de bestemmelser, der skal sikre, at basisstemmerne udgør en bestemt andel af de samlede stemmer, samt bestemmelser, der gør det muligt for visse særligt store valgkredskontorer at have to stedfortrædende eksekutivdirektører.

Reformen fører til et overordnet skift i kvoteandele på 4,9 procentpoint, mens skiftet i stemmer vil være 5,4 procentpoint. 54 lande tildes en kvotestigning, mens 135 lande får en større stemmevægt. Det har således stor betydning, at basisstemmerne tredobles. Reformen betyder et skift i kvoteandele fra industrialiserede lande til vækstøkonomierne og lavindkomstlandene på 1,1 procentpoint og et skift i stemmer på 2,7 procentpoint. EU vil opleve et fald i den samlede stemmevægt og bidrager med langt hovedparten af kvoteskiftet til vækstøkonomierne og lavindkomstlandene. Kina, Korea, Indien, Brasilien og Mexico er blandt de lande, som opnår den største stigning i deres stemmevægt ved kvote-reformen, jf. figur 2. For den nordisk-baltiske valgkreds vil reformen betyde en mindre nedgang i valgkredsens samlede stemmevægt. Danmarks stemmevægt øges fra 0,76 pct. til 0,78 pct.

STEMMEVÆGTE FØR OG EFTER KVOTEREFORMEN I IMF

Figur 2



Anm.: "Før ændringen" er ekskl. første runde ad hoc-kvoteforøgelse.

Kilde: IMF og egne beregninger.

Ingen fik alt, hvad de ønskede, under de komplekse forhandlinger, og specielt ønsket om en mere gennemsigtig og enkel formel kunne ikke imødekommes. Men alle lande fik en globalt forbedret repræsentativ institution, som vil understøtte IMF's legitimitet og effektivitet. Beslutningen er samtidig dynamisk, i og med at den indeholder krav om yderligere tilpasning hvert femte år.

REFORM AF IMF'S FINANSER

De senere års lave udlån i IMF bevirkede, at IMF's indtægtsgrundlag svandt ind, idet en stor del af IMF's administrative omkostninger finansieres ved renteindtægter fra IMF's udlån. I 2006 vedtog IMF midlertidige foranstaltninger til at imødekomme det faldende indkomstgrundlag ved bl.a. at trække på IMF's reserver. Desuden blev en investeringskonto etableret med henblik på at opnå et højere afkast af beholdningen af reserver. I 2007 indledtes diskussioner om mere varige løsninger til at sikre indkomstgrundlaget på baggrund af en rapport udarbejdet af en ekstern komite ledet af Andrew Crockett. Rapporten tog udgangspunkt i en ny opbygning af IMF's finanser, hvor IMF's tre hovedaktiviteter (overvågning, udlån og teknisk assistance) havde hver sin finansiering. Of-fentlige goder som overvågning skulle finansieres bredt af medlemskredsen, mens långivning fortsat skulle finansieres af rentemarginalen i forbindelse med långivning. Andre bilaterale ydelser, fx teknisk assistance, skulle finansieres af modtageren og/eller af bilaterale bidrag¹.

Baseret på rapportens anbefalinger vedtog IMF's bestyrelse i april 2008 en samlet pakke om nye indtægtskilder på ca. 300 mio.dollar årligt. Indkomstreformens hovedelementer er nærmere beskrevet i boks 2. Samtidig opnåedes der enighed om besparelser på ca. 100 mio.dollar over de næste tre år. Hovedparten af besparelserne realiseres ved at nedbringe staben med knap 400 medarbejdere (ud af ca. 2.900 ansatte), mens resten fremkommer ved effektivisering og omprioritering af fondens arbejdsopgaver. Reduktionen af staben viste sig gennemførlig ved frivillige opsigelser, som effektueres frem til 1. maj 2009.

Den samlede indkomstreform blev godkendt af repræsentantskabet den 5. maj 2008. Som for kvotereformen skal IMF's medlemslande efter godkendelse fra repræsentantskabet tilkendegive, om de kan acceptere de nødvendige vedtægtsændringer. Vedtægtsændringen vil først træde i kraft, når der foreligger accept fra mindst tre femtedel af IMF's medlemmer repræsenterende mindst 85 pct. af stemmerne. I den forbindelse bør det nævnes, at nogle af forslagene, herunder IMF's guldsalg, for

¹ For en nærmere beskrivelse se Katrine Graabæk Mogensen, IMF's fremtidige finansiering, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2007.

IMFs INDKOMSTREFORM 2008

Boks 2

Reformen af IMFs indkomst indebærer nye indtægtskilder, der er afkoblet fra IMFs udlån, og omfatter, med udgangspunkt i Crockett-komiteens¹ forslag fremsat i januar 2007, således tre nye indtægtskilder:

- *Udvidelse af IMFs investeringsmandat.* Udvidelsen skal give IMF investeringsmuligheder svarende til de multilaterale udviklingsbankers. Der tænkes særligt på Verdensbanken, som i modsætning til IMF bl.a. kan investere i statsobligationer (rating AA-eller mere) og særligt sikre værdipapirer (kun AAA). Forslaget kræver en ændring af IMFs vedtægter og dermed flertal fra 85 pct. og tre femtedel af medlemslandene.
- *Guldsalg.* Investering af provenuet fra salg af 403,3 ton guld (ud af 3.217 ton). Beslutningen omfatter kun guld erhvervet af IMF efter ændringen i IMFs vedtægter i 1978 (second amendment), dvs. hovedsageligt gullet fra de såkaldte off-market-transaktioner i 1999-2000². Af hensyn til guldmarkedet skal salget ske inden for rammerne af gældende centralbankaftaler om guldsalg. Det kræver 85 pct. flertal både at sælge guld og at ændre IMFs vedtægter, således at hele provenuet fra guldsalget kan investeres. Uden en ændring af vedtægterne risikeres det, at en del af guldprovenuet skulle anvendes til IMFs generelle opbygning af reserver.
- *PRGF-ESF-fonden skal selv finansiere sine administrationsomkostninger.* De administrative omkostninger ved subsidierede lån til lavindkomstlandene under den såkaldte PRGF-facilitet er hidtil blevet dækket af IMFs generelle resurser, men foreslås fremover dækket af PRGF-ESF-fonden selv. Forslaget kræver blot et simpelt flertal af stemmerne.

¹ Crockett-komiteen var den "arbejdsgruppe" af højtstående personer, herunder med Andrew Crockett (JP Morgan Chase) som formand og bl.a. Alan Greenspan, Jean-Claude Trichet og den kinesiske centralbankdirektør Zhou Xiaochuan som medlemmer, der blev nedsat for at undersøge mulige nye indtægtskilder for fonden.

² IMF opskrev værdien af en del af sit guld ved at sælge og tilbagekøbe guld til markedspris fra lande, der skulle tilbagebetale lån fra IMF. Langt størstedelen af IMFs guld er på IMFs balance således opført til en regnskabsmæssig værdi af 35 SDR pr. ounce, mens markedsprisen er betydeligt højere. Formålet med disse off-market-transaktioner var at finansiere faciliteter for lavindkomstlandene (gældslettelse og lavt forrentede lån).

USAs vedkommende kræver godkendelse i den amerikanske kongres. Danmark godkendte artikelændringerne den 2. oktober 2008.

De foreslåede ændringer vil ikke have direkte betydning for Danmark, som under forhandlingerne har støttet bestræbelserne for at stabilisere og forøge fondens indkomst.

Indkomstreformen blev indledt på et tidspunkt, hvor udlånene var lave, og i lyset af de mange nylige udlån kan reformens grundlag blegne. Ikke desto mindre vil en gennemførelse af reformen medføre, at IMF bliver mindre afhængig af medlemslandenes lånebehov.

STYRKELSE AF IMFS MAKROØKONOMISKE OG FINANSIELLE OVERVÅGNING

IMFs bestyrelse foretog i september 2008 en gennemgribende evaluering af IMFs erfaringer med makroøkonomisk og finansiel overvågning under det såkaldte Triennial Surveillance Review. Gennemgangen gav

anledning til at drøfte implementeringen af den nye ramme for IMF's bilaterale overvågning af medlemslandene, som var vedtaget i 2007, og angive retningslinjer for overvågningen de kommende år.

Implementeringen af 2007-beslutningen sigtede på at gøre IMF's overvågning mere effektiv og transparent samt at styrke fokus på den eksterne stabilitet, herunder medlemslandenes valutakurspolitik. Erfaringerne har imidlertid vist, at gennemførelse af 2007-beslutningen har været vanskeligere end forventet. Kinas økonomi har fx ikke været drøftet i IMF i mere end to år på trods af dens centrale betydning for verdensøkonomien. Vanskelighederne skyldes bl.a., at de analyseredskaber, der eksisterer til vurdering af, om et lands valutakurspolitik skaber ekstern ubalance, ikke er udviklet tilstrækkeligt. Især har det vist sig vanskeligt at afgøre, om et lands valutakurs er eller har været i fundamental uligevægt, hvilket er et særlig følsomt emne. IMF arbejder på at forbedre de metodologiske rammer til vurdering af valutakurser og har gennemført yderligere tiltag, herunder mulighed for særlige ad hoc-konsultationer, til at forbedre implementeringen af 2007-beslutningen. Herudover er der stigende tilslutning til synspunktet, at overdreven fokusering på valutakurspolitikken skal undgås, og at det væsentlige er at sikre samlet konsistens af en stabilitetsorienteret økonomisk politik.

Evalueringen af IMF's overvågning førte til formuleringen af en erklæring indeholdende prioriteter for overvågningen i 2008-11. De væsentligste elementer af erklæringen, der blev godkendt af IMFC på sit møde i oktober, er gengivet i boks 3. IMFC understregede IMF's centrale rolle i at give medlemslandene klare og rettidige advarsler om risici og sårbarheder med hensyn til finansiel og makroøkonomisk stabilitet.

For Danmark fandt det seneste IMF-besøg sted i efteråret 2008. Besøget afsluttedes med, at lederen af det økonomiske team fra IMF offentliggjorde en række anbefalinger vedrørende dansk økonomi¹. På baggrund af besøget vil IMF udarbejde en mere detaljeret rapport om dansk økonomi. Rapporten ventes diskuteret i IMF's bestyrelse omkring årsskiftet.

IMF's ROLLE UNDER FINANSKRISEN OG I FREMTIDEN

Under årsmøderne i oktober blev IMF opfordret til at spille en ledende rolle i at hjælpe medlemslandene med at håndtere den igangværende finanskrise samt i arbejdet med at styrke den globale finansielle arkitektur. IMF's universelle medlemskreds samt dens store makroøkonomiske og finansielle ekspertise giver et godt grundlag for at drage erfaringer af finanskrisen og

¹ Concluding Statement af 2. oktober 2008 kan ses på www.nationalbanken.dk under Presse > IMF-konsultation.

IMFs OVERVÅGNINGSPRIORITETER 2008-11 ¹	Boks 3
Økonomiske prioriteter: • <i>Opbløde de kriseramte finansielle markeder.</i> Genskabe stabilitet og minimere den negative virkning fra den nuværende finansielle krise på realøkonomien. • <i>Styrke det globale finansielle system</i> ved at forbedre indenlandsk og grænseoverskridende regulering og overvågning, især i de store finansielle centre. Undgå at kapitalimporterende lande eksponeres for overdrevne risici. • <i>Tilpasning ved store udsving i råvarepriser.</i> Der skal reageres indenlandsk passende og globalt konsekvent ved ændringer i råvarepriserne. Der skal lægges vægt på at begrænse inflationspresset under et opsving og minimere risiciene ved prisfald. • <i>Fremme en velordnet tilpasning af de globale ubalancer</i> samtidig med, at negative finansielle og reale konsekvenser minimeres. Operationelle prioriteter: • <i>Risikovurdering.</i> Styrke de nødvendige værktøjer for at kunne tilbyde medlemslandene rettidig advarsel ("early warning"). Grundig systematisk analyse af store risici inkl. sjældent forekomne, men meget alvorlige risici. • <i>Overvågning af den finansielle sektor og koblingen til realøkonomien.</i> Forbedret analyse af finansiell stabilitet, inkl. af diagnoseværktøjer og dybere forståelse af årsagssammenhænge. Relevante emner tages op i rapporterne fra IMF. • <i>Multilateralt perspektiv.</i> Den bilaterale overvågning skal systematisk inddrage afsmittning både til og fra andre lande samt af relevante erfaringer på tværs af landene. • <i>Analyse af valutakurser og eksterne stabilitetsrisici.</i> Styrkelse af eksterne stabilitetsanalyser ved at integrere klare og robuste valutakursanalyser funderet i forbedrede metoder i den overordnede vurdering af den samlede økonomiske politik.	

¹ Hele erklæringen kan ses på: www.imf.org/external/np/pdr/surv/2008/index.htm.

anbefale effektive tiltag for at genskabe tillid og stabilitet. Der blev samtidig lagt vægt på styrkelse af samarbejdet med FSF, det internationale forum for finansiell stabilitet, G20 og andre centrale aktører.

Ukraine, Ungarn, Island og Pakistan, som har været særlig hårdt ramt af krisen, har siden årsmøderne indgået aftaler om store lånepakker med IMF, jf. boks 4.

Lånene ligger alle væsentligt over den normale udlånsgrænse på højst 300 pct. af kvoten og følger dermed en særlig procedure med mulighed for hurtig godkendelse. Proceduren er tidligere blevet brugt af fire lande under Asien-krisen i 1997 og af Tyrkiet i 2001. Proceduren bruges, når et medlemsland står over for en exceptionel situation, der truer landets finansielle stabilitet, og hvor hurtig handling er afgørende for at begrænse skaderne.

Efter flere års resultatløse drøftelser om en ny forsikringsfacilitet uden særlige lånebetingelser indførte IMF i oktober 2008 en ny facilitet, SLF, der giver landene mulighed for store lån med kort løbetid uden de normale bindende krav til den økonomiske politik. Faciliteten sigter særligt

STORE LÅNEPROGRAMMER I EFTERÅRET 2008: UKRAINE, UNGARN, ISLAND OG PAKISTAN

Boks 4

Ukraine fik den 5. november 2008 godkendt et lån på 16,4 mia.dollar i form af et toårigt Stand-By Arrangement¹. Lånet svarer til 802 pct. af Ukraines kvote². Den første udbetaling, som kunne trækkes umiddelbart efter godkendelsen, var på 4,5 mia.dollar. IMF-programmet sigter på at hjælpe myndighederne med at genskabe tilliden til den økonomiske og finansielle stabilitet. Hovedelementerne er rekapitalisering af banksektoren, fleksibel valutakurspolitik, styrkelse af centralbankens uafhængighed og stramning af pengepolitikken, samt finanspolitisk konsolidering, som giver plads til øgede udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse.

Ungarn fik den 6. november 2008 godkendt et 17-måneders Stand-By Arrangement på 15,7 mia.dollar for at undgå yderligere pres på de finansielle markeder. Lånet svarer til 1.015 pct. af Ungarns kvote. Den internationale finansielle uro havde øget refinansieringsrisikoen af Ungarns udlandsgæld markant. Lånet fra IMF kombineret med et lån fra EU på 8,4 mia.dollar og et lån fra Verdensbanken på 1,3 mia.dollar giver samlet finansiell støtte på omkring 25 mia.dollar, hvilket vil give Ungarn de fornødne reserver til at imødekomme deres eksterne forpligtelser, selv under ekstreme markedsvilkår. Det økonomisk-politiske program indeholder en markant stramning af finanspolitikken og en omfattende pakke til støtte for banksektoren.

Island fik den 19. november 2008 godkendt et toårigt Stand-By Arrangement på 2,1 mia.dollar. Det er første gang siden Storbritannien i 1976, at IMF indgår en låneaftale med et industriland. Lånet svarer til 1.190 pct. af Islands kvote. Målet for IMF-programmet er at stabilisere den islandske krone, genskabe et fungerende banksystem og gennemføre en mellemfristet finanspolitisk konsolideringsplan. I forbindelse med IMF-lånet har Danmark, Finland, Norge og Sverige besluttet at yde supplerende finansiering på 2,5 mia.dollar. De tre skandinaviske centralbanker meddelte den 20. november, at de med baggrund i vedtagelse af IMF-programmet har forlænget deres swapaftaler med den islandske centralbank. Aftalen giver Seðlabanki Island mulighed for at tilvejebringe op til 1.500 mio.euro ligeligt fordelt på de tre centralbanker.

Pakistan fik den 24. november 2008 godkendt et 23-måneders Stand-By Arrangement på 7,6 mia.dollar, hvilket svarer til ca. 500 pct. af Pakistans kvote. Det økonomiske stabiliseringsprogram indebærer en markant stramning af penge- og finanspolitikken for at nedbringe inflationen og reducere betalingsbalanceunderskuddet til et mere holdbart niveau. Programmet har samtidig haft for øje at beskytte de fattigste gennem et målrettet socialt sikkerhedsnet. Pakistan vil i forbindelse med IMF-lånet også få støtte fra andre multilaterale organisationer og regionale udviklingsbanker.

¹ Et Stand-By Arrangement er et af de låneinstrumenter, IMF stiller til rådighed for medlemslandene. Instrumentet er designet til at hjælpe lande med kortsigtede betalingsbalanceproblemer. Typisk strækker et Stand-By Arrangement sig over 12-24 måneder, og lånet forventes tilbagebetalt inden for 2½ til 4 år.

² Normalt kan der kun trækkes op til 100 pct. af et lands kvote om året og samlet op til 300 pct. Bestyrelsen kan dog under exceptionelle omstændigheder se bort fra denne regel. Se Public Information Notice fra IMF på www.imf.org/external/np/sec/pn/2001/pn01102.htm.

på vækstøkonomier med grundlæggende orden i økonomien. Faciliteten er tænkt udelukkende at skulle kunne anvendes af lande, der dels har haft adgang til internationale kapitalmarkeder, dels har haft en ekstern position, der var holdbar, indtil krisen opstod. Betalingsbalance-

underskuddet skal derfor, hedder det, være selvkorrigerende. Trækningssadgangen vil være maksimalt 500 pct. af kvoten. Det er hensigten, at denne adgang skal gives umiddelbart efter, at arrangementet er blevet godkendt af bestyrelsen, og der er et maksimum på antallet af træk til tre over hver 12-måneders-periode. Samtidig skal hvert træk tilbagebetales efter blot tre måneder. Et land, der har udnyttet sine tre trækningssadgange og har behov for fortsat støtte, må overgå til et standard-låneprogram. Beslutningen indeholder en bestemmelse om, at bestyrelsen vil revurdere beslutningen, såfremt låneomfanget vedrørende denne facilitet når op på 60 mia.SDR (ca. 100 mia.dollar) eller omtrent halvdelen af fondens udlånskapacitet på ca. 200 mia.dollar, hvortil kommer IMF's lånearrangementer under GAB- og NAB-ordningerne på ca. 50 mia.dollar. Indtil videre har ingen lande søgt om støtte under faciliteten.

Den 15. november 2008 mødtes G20¹-lederne fra de største industrialiserede lande og vækstøkonomier i Washington. På dagsordenen var den internationale finanskrisen. Deklarationen og handlingsplanen fra mødet repræsenterer et skridt for den internationale verden i retning af styrket samarbejde med henblik på at håndtere den globale finanskrisen og forberede reformer for at modvirke, at lignede kriser opstår igen.

I relation til implementeringen af handlingsplanen fra mødet får IMF en fremtrædende rolle med henblik på at styrke varslingsystemet ("early warning") ved tegn på, at kriser kan være undervejs. IMF's rolle som makrofinansiel rådgiver skal styrkes, og IMF skal hjælpe lande med at overkomme krisen. Desuden får IMF en central rolle i de internationale bestræbelser på at designe et bedre globalt finansielt system for det 21. århundrede. I den forbindelse opfordrede G20 IMF til at påtage sig en ledende rolle i arbejdet med at uddrage læren af finanskrisen. IMF var inden mødet blevet bedt om at spille en ledende rolle i forhold til ovennævnte emner fra IMFC, og opfordringerne er også afspejlet i det arbejdsprogram for IMF's bestyrelse, der blev fremlagt i slutningen af november.

G20-lederne støttede SLF og en gennemgang og mulig forenkling af IMF's låneinstrumenter. G20 forpligtede sig til at sikre, at IMF har tilstrækkelige resurser til at udføre sin funktion². Alle G20-lande accepterede på mødet at gennemføre en IMF-gennemgang af deres finansielle sektorer under det såkaldte Financial Sector Assessment Program, FSAP. Ud af samtlige G20-medlemmer mangler fire af landene at have gennemført en FSAP, herunder USA. For Danmark gennemførtes en FSAP i 2006³.

¹ G20s officielle websted www.g20.org.

² Japan har tilbudt at låne IMF op til 100 mia.dollar i forbindelse med den finansielle krise. Mere information kan findes på www.imf.org/external/np/sec/pr/2008/pr08284.htm.

³ For en nærmere beskrivelse se Gitte Wallin Pedersen, IMF's gennemgang af den finansielle sektor i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2006.

Endelig blev der udtrykt ønske om, at Verdensbanken og IMF skal afspejle den ændrede verdensøkonomi bedre ved, at de lande, der i dag spiller en mere central rolle, får mere indflydelse. IMF's administrerende direktør har allerede nedsat en komite under ledelse af Sydafrikas finansminister, Trevor Manuel, med henblik på at rådgive vedrørende tiltag, som kan styrke IMF's beslutningsstruktur og føre til, at IMF mere effektivt kan varetage sit globale mandat. Komiteens rapport ventes at foreligge i april 2009.

Udviklingen i arbejdsudbuddet

Erik Haller Pedersen og Johanne Dinesen Riishøj, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Arbejdsstyrken er øget under det seneste opsving, selv om den demografiske udvikling ville tilsige et fald. Det skyldes, dels at de gode jobmuligheder har trukket flere ind på arbejdsmarkedet og ud af offentlig forsørgelse, dels tilgang af arbejdskraft fra udlandet. Det er især det omfang, hvormed det er lykkedes at tiltrække udenlandsk arbejdskraft, som adskiller dette opsving fra tidligere. Hertil kommer, at den samlede timeindsats pr. beskæftiget har stoppet sit hidtidige fald og tværtimod har været stigende siden midten af 1990'erne. Stigningen i arbejdsstyrken og arbejdstiden pr. beskæftiget har tilsammen løftet arbejdsudbuddet med mere end 160.000 personer siden 2004.

Beskæftigelsen er øget endnu mere end arbejdsstyrken, og den registrerede ledighed er faldet til det laveste niveau siden begyndelsen af 1970'erne. Der må påregnes en stigning i ledigheden i takt med, at økonomien køler af. Det ændrer imidlertid ikke ved, at udfordringen de kommende år bliver at få øget de aldersbetingede erhvervsfrekvenser og at sikre tilstrækkeligt med udenlandsk arbejdskraft. Behovet skyldes, at befolkningsudviklingen fortsætter med at trække arbejdsudbuddet mærkbart ned. Først om 10 år ventes arbejdsudbuddet at vokse igen bl.a. som følge af tiltagene i Velfærdsforliget med gradvis forhøjelse af efterløns- og folkepensionsalder fra henholdsvis 2019 og 2024. Et større arbejdsudbud er først og fremmest nødvendigt for at sikre finanspolitisk holdbarhed.

I Danmark er en meget stor andel af befolkningen i den erhvervsdygtige alder uden for arbejdsstyrken på en eller anden form for offentlig forsørgelse. Andelen er den højeste blandt de nordiske lande. En forøgelse af de aldersbetingede erhvervsfrekvenser vil derfor forudsætte et fald i personer på offentlige forsørgelsesordninger.

Kravet til et øget arbejdsudbud for at opretholde produktionen og sikre holdbarhed på de offentlige finanser og dermed i sidste instans fundamentet for det danske velfærdssamfund vil i de kommende år være så presserende, at en bred vifte af tiltag må i spil.¹

¹ I øjeblikket arbejder både en arbejdsmarkedskommission og en skattekommission, som skal komme med konkrete forslag til, hvorledes arbejdsudbuddet kan øges. Arbejdsmarkedskommissionen kommer med en foreløbig afrapportering i efteråret. Væsentlige dele af forslagene fik dog ikke umiddelbart politisk opbakning.

ARBEJDSSTYRKE OG ARBEJDSUDBUD

Arbejdsstyrken opgøres som summen af beskæftigede og ledige og måles i antal personer. Beskæftigelsen er øget mere end arbejdsstyrken under det seneste opsving med et markant fald i antallet af ledige som resultat, jf. figur 1.

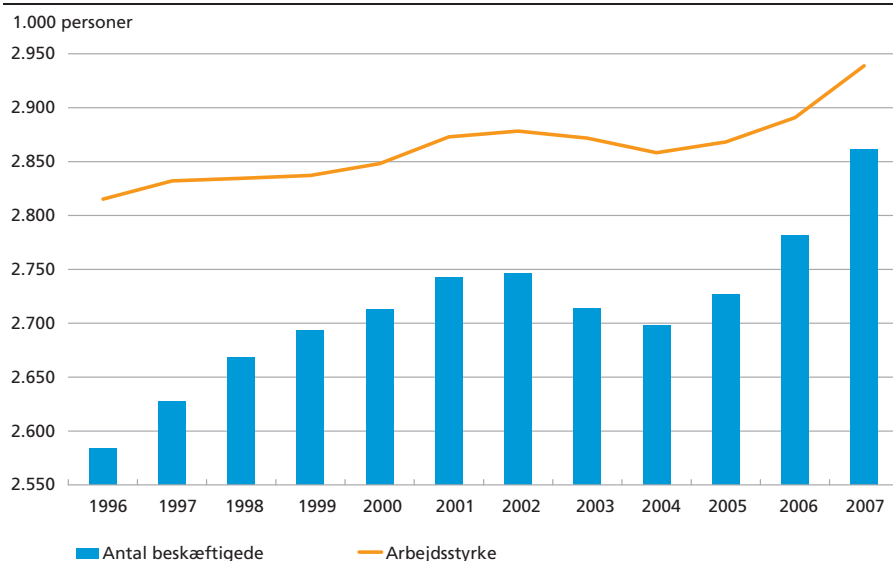
Det samlede arbejdsudbud bestemmes af arbejdsstyrken og af timeindsatsen pr. beskæftiget. Arbejdsudbuddet kan således både øges ved, at flere danskere og udlændinge kommer ind på arbejdsmarkedet, og ved at de beskæftigede arbejder mere.

Arbejdsudbuddet påvirkes af konjunkturerne. I tider med gode jobmuligheder vil flere træde ind på det danske arbejdsmarked og omvendt i dårlige tider. Arbejdsudbuddet påvirkes også af strukturelle forhold som den demografiske udvikling, sociale normer, regler for modtagelse af kontanthjælp, orlovs- og tilbagetrækningsordninger som fx efterløn, adgang til sociale pensioner samt af folkepensionsalderen.

Sættes arbejdsstyrken i forhold til befolkningen i de erhvervsaktive aldersklasser, får man den gennemsnitlige erhvervsfrekvens. Opdeling på aldersintervaller giver de aldersbetingede erhvervsfrekvenser, jf. figur 2. Da personer tæt på pensionsalderen er mindre aktive på arbejdsmarkedet end de midaldrende, vil en forskydning af befolkningen over mod flere ældre medføre et fald i den gennemsnitlige erhvervsfrekvens, selv om de aldersbetingede erhvervsfrekvenser er uændrede. Den gennem-

ARBEJDSSTYRKE OG ANTAL BESKÆFTIGEDE

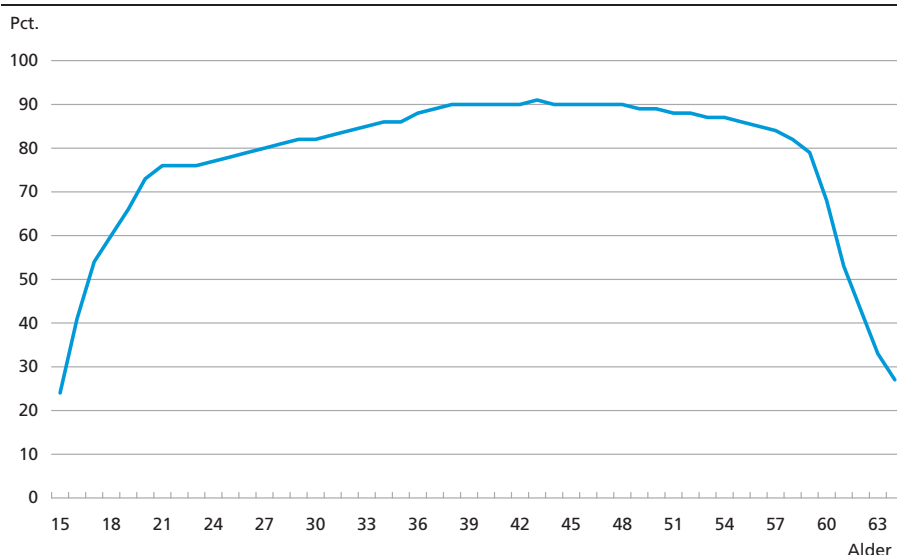
Figur 1



Anm.: Beskæftigelse ifølge nationalregnskabet. Gabet mellem de to grafer viser antallet af arbejdsløse.
Kilde: Danmarks Statistik.

ALDERSBETINGEDE ERHVERVSFREKVENSER I 2007

Figur 2



Kilde: Adam-databank.

snitlige erhvervsfrekvens vil også falde, i den udstrækning indvandringen til Danmark består af personer med en erhvervsfrekvens, der ligger under de herboendes.

Den demografiske udvikling vil isoleret set tendere at sænke den gennemsnitlige erhvervsfrekvens de kommende årtier. Samtidig øges andelen af befolkningen, som står uden for arbejdsmarkedet.

Konjunktoreffekten på arbejdsudbuddet

Arbejdsudbuddet bestemmes som nævnt af såvel den økonomiske konjunktur som underliggende strukturelle forhold. For at få en indikation af konjunkturernes effekt på arbejdsudbuddet holdes en bruttoerhvervsfrekvens op mod en trend, jf. boks 1. Bruttoerhvervsfrekvensen inkluderer ud over antal beskæftigede og arbejdsløse også personer på efterløn, overgangsydelse, barsel, børne- og uddannelsesorlov samt personer på uddannelsesorienterede arbejdsmarkedspolitiske foranstaltninger som andel af befolkningen i aldersklasserne 15-74 år. Derved søges konjunktoreffekten isoleret fra de vigtigste politikbestemte strukturelle effekter.

Spændet mellem bruttoerhvervsfrekvensen og erhvervsfrekvensen blev øget fra slutningen af 1970'erne og frem til midten af 1990'erne som konsekvens af flere på ordninger som efterløn, overgangsydelse, orlov mv. Antalsmæssigt er det efterlønnen, der med 140.000 personer tæller mest. Spændet har siden stabiliseret sig, jf. figur 4, og viser, at der i dag er et arbejdskraftpotentialt på op mod 6 pct. af befolkningen i de berørte aldersklasser.

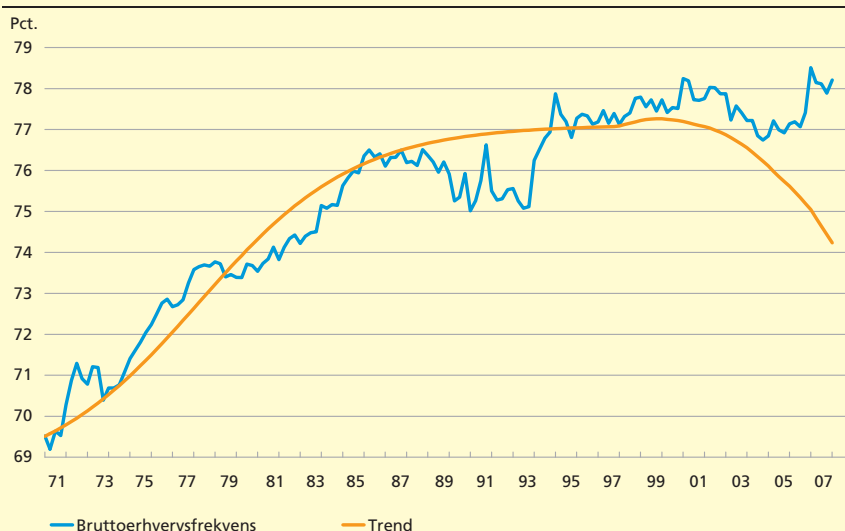
KONJUNKTUREFFEKTEN PÅ ARBEJDSUDBUDET

Boks 1

Arbejdsstyrken er lig summen af beskæftigede og ledige. Erhvervsfrekvensen viser forholdet mellem arbejdsstyrken og befolkningen i de erhvervsaktive aldersklasser (15-74 år). For at få et indtryk af konjunkturernes effekt på arbejdsudbuddet beregnes en bruttoerhvervsfrekvens og en trend, som udtrykker effekten af strukturelle forhold. Ved beregning af bruttoerhvervsfrekvensen anvendes en bruttoarbejdsstyrke, der også indeholder personer på barsel, orlov og overgangsydelse, personer på uddannelsesorienterede arbejdsmarkedspolitiske foranstaltninger samt efterlønsmodtagere i aldersgruppen 60-64 år. Herved korrigeres for en stor del af politikbestemte ændringer i arbejdsstyrken.

BRUTTOERHVERVSFREKVENNS OG TREND

Figur 3



¹ Bruttoerhvervsfrekvensen er udregnet med udgangspunkt i en bruttoarbejdsstyrke, der ud over beskæftigede og arbejdsløse også indeholder personer på efterløn, overgangsydelse, barsel, børne- og uddannelsesorlov samt personer på uddannelsesorienterede arbejdsmarkedspolitiske foranstaltninger. Logistisk trend som i Monamodellen.

² Danmarks Statistik og egen opgørelse.

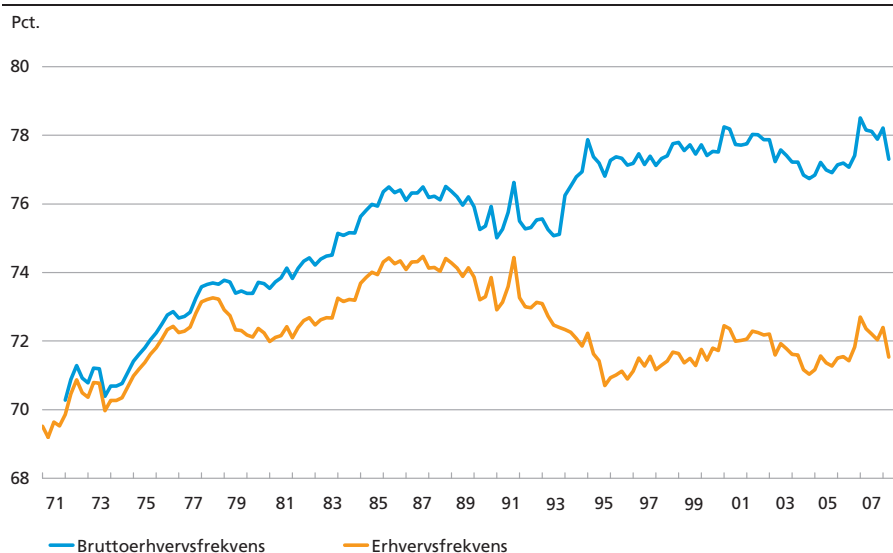
Bruttoerhvervsfrekvensen holdes op mod en logistisk trend med mætningspunkt i 1990'erne. Fra 1998 er trendvariablen ændret, så den falder i takt med en standardberegnet arbejdsstyrke, jf. figur 3. Hermed korrigeres for den demografiske udvikling i sidste del af perioden.

Den logistiske trend er en metode til udglatning af bruttoerhvervsfrekvensen og er valgt, da den med sin s-form er i stand til at fange kvindernes øgede deltagelse på arbejdsmarkedet fra 1960'erne til 1990'erne, hvor kvindernes erhvervsfrekvens stort set havde nået mændenes. Kvindernes øgede deltagelse på arbejdsmarkedet dominerer fuldstændig den demografiske udvikling i de første 10 år af den betragtede periode.

Konjunkturbidraget til arbejdsstyrken fremkommer som forskellen mellem bruttoerhvervsfrekvens og den udglattede kurve, dvs. som forskellen mellem de to grafer i figuren.

ERHVERVSFREKVENSER

Figur 4



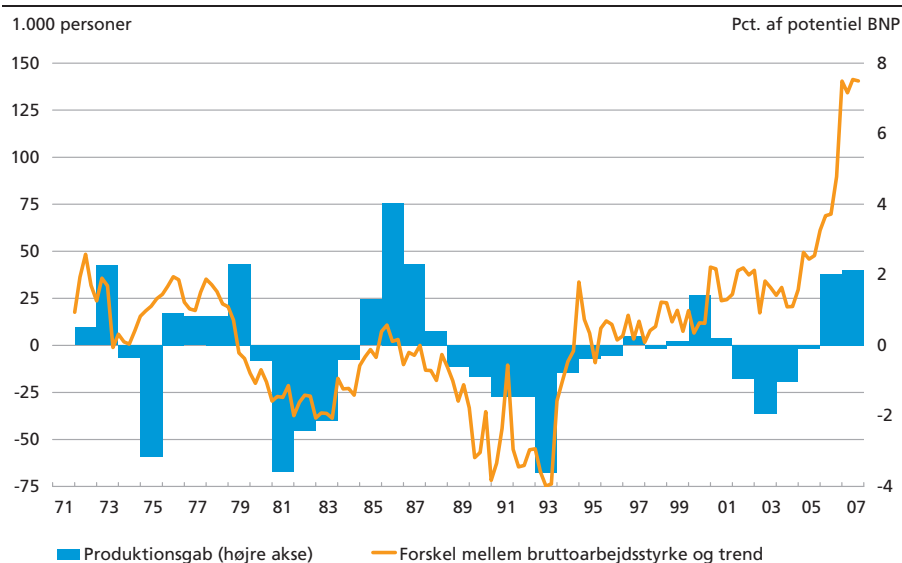
Anm.: Bruttoerhvervsfrekvens som defineret i anmærkning til figur 3 i boks 1.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Konjunkturbidraget, beregnet som forskellen mellem bruttoerhvervsfrekvens og trend, kan holdes op mod produktionsgab, der er et mål for presset i økonomien, jf. figur 5. Der har historisk været en klar sammenhæng, således at øget pres i økonomien ikke bare får arbejdsløsheden til

KONJUNKTURBIDRAGET TIL ARBEJDSSTYRKEN OG PRODUKTIONSGAB

Figur 5



Anm.: Produktionsgab ifølge OECD. Forskellen mellem bruttoarbejdsstyrken og trend er en indikator for konjunkturbidraget til arbejdsstyrken.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik og egne beregninger.

at falde, men også trækker flere ind i arbejdsstyrken. Under det seneste opsving synes konjunktoreffekten at have været stærkere, end hvad man tidligere har set under et opsving. Stigningen har endda været endnu stærkere end vist i figuren, da udstationerede fra udenlandske virksomheder ikke tælles med i arbejdsstyrken i nationalregnskabet.

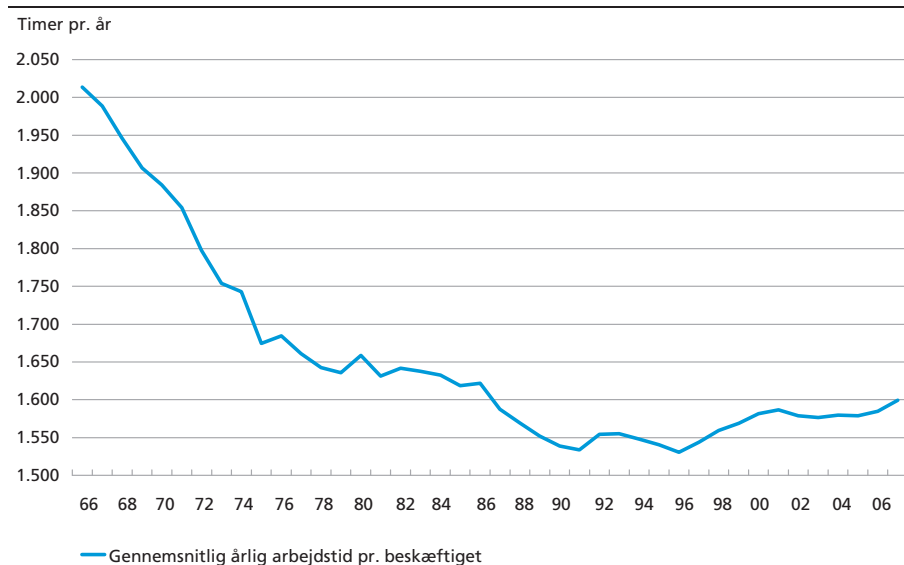
Udfordringen de kommende år bliver at sikre, at erhvervsfrekvenserne ikke falder tilbage igen i takt med en afmatning af økonomien, men derimod øges yderligere, og at sikre arbejdskraften udefra. Det er vigtigt at få det, der måske i første omgang var en konjunktoreffekt, omdannet til en mere permanent forøgelse af arbejdsstyrken.

En del af forøgelsen af arbejdsstyrken under højkonjunktoren er dog et resultat af færre unge under uddannelse. Det kan både afspejle, at færre unge vælger at uddanne sig, og at de unge hurtigere afslutter deres studier. Fænomenet er ikke nyt under en højkonjunktur. Hvis færre unge tager en uddannelse, udhules kompetenceniveauet. En sådan udvidelse af arbejdsstyrken er derfor ikke holdbar på længere sigt. Tværtimod er der behov for, at en højere andel af en ungdomsårgang får en kompetencegivende uddannelse, hvis velstandsniveau og konkurrenceevne skal opretholdes på langt sigt.

Ud over et øget arbejdsudbud i antal personer under opsvinget er antallet af timer pr. beskæftiget også steget, jf. figur 6. Stigningen i arbejdstiden pr. beskæftiget pr. år fra 2004-07 svarer til 34.000 ekstra fuldtidsbeskæftigede. Dermed fortsættes en udvikling, som har været i gang siden midten af 1990'erne, med et øget antal udbudte arbejdstimer pr.

UDVIKLING I TIMEINDSATS PR. BESKÆFTIGET

Figur 6



Kilde: Danmarks Statistik.

TILGANG TIL ARBEJDSMARKEDET UNDER HØJKONJUNKTUREN

Tabel 1

	Ændring 2004-07 i antal personer
1. Faktisk tilgang til arbejdsstyrke (b-a)	81.000
Heraf:	
a. Demografi	-13.000
b. Arbejdsstyrke ¹	68.000
2. I alt fra sociale pensioner mv.	30.000
Heraf:	
Kontanthjælp	14.000
Førtidspension	4.000
Efterløn	8.000
Sygedagpenge	- 6.000
Øvrige ²	10.000
3. Udenlandsk arbejdskraft mv. (1-2) ³	51.000
4. Udstationerede	51.000
5. Effekt af øget arbejdstid pr. beskæftiget	34.000
6. Tilgang i alt (1+4+5)	166.000

Kilde: Danmarks Statistik, Adam-databank, Skattecen­ter Tønder og egne beregninger.

¹ Arbejdsstyrken er opgjort som antal beskæftigede i alderen 15-64 år i henhold til nationalregnskabets definition plus antal ledige i alderen 15-64 år i henhold til ledighedsstatistikken. Udstationerede indgår ikke i nationalregnskabets opgørelse af arbejdsstyrken.

² Omfatter barselsdagpenge, børneorlov, ledighedsydelse, revalidering og aktiverede.

³ Omfatter indvandrere, pendlere fra udlandet og øvrige kilder og er beregnet residualt. Posten omfatter udlændinges bidrag til arbejdsstyrken og kan ikke umiddelbart sammenlignes med søjerne i figur 7 i boks 2. Figuren viser beskæftigede med udenlandsk baggrund. En del af de udlændinge, som er kommet i beskæftigelse, var allerede i landet og på overførselsindkomst i 2004. Anvendte man tallene fra figur 7 i denne tabel, ville man således tælle nogle med to gange, både som tilgang fra udlandet og fra overførselsindkomst.

person. Danmark skiller sig i den henseende ud fra stort set alle andre OECD-lande, hvor arbejdstiden har fortsat sit fald. Niveauet er dog stadig i den nedre ende blandt OECD-landene, hvilket skal ses i lyset af, at erhvervsfrekvensen er høj.

Hvor kommer tilgangen til arbejdsstyrken fra?

Arbejdsstyrken, opgjort som summen af beskæftigelsen og ledigheden blandt 15-64-årige, er øget med 68.000 i perioden 2004-07. Tages der hensyn til den underliggende demografiske udvikling med færre i de arbejdsdygtige aldersklasser, har der imidlertid reelt været tale om en tilgang til arbejdsstyrken på 81.000 personer, jf. tabel 1.

I Danmark er stort set alle uden for arbejdsstyrken på en eller anden form for offentlig ydelse. Af stigningen i arbejdsstyrken kommer 30.000 fra en offentlig forsørgelsesordning. Blandt kontanthjælpsmodtagerne vejer personer i matchgrupperne 4 og 5 stadig tungere, i takt med at de bedst fungerende er kommet i beskæftigelse. Det betyder, at det bliver stadigt sværere at hente yderligere arbejdskraft fra gruppen af kontanthjælpsmodtagere. Antallet på sygedagpenge er steget i perioden.¹

¹ I oktober 2008 blev der indgået en treparts­aftale mellem regeringen og arbejdsmarkedets parter med henblik på at få nedbragt sygefraværet.

Det skal ses i lyset af, at den stigende beskæftigelse også har fået svagere grupper med et højere sygefravær ind på arbejdsmarkedet.

Arbejdskraft fra udlandet har bidraget med ca. 102.000 ekstra personer under højkonjunktoren og har dermed i højere grad end under tidligere opsving været med til at dække behovet for arbejdskraft.

Omfanget af udstationerede kan kun fastlægges med nogen usikkerhed, jf. boks 2, og indgår ikke i opgørelsen af arbejdsstyrken i national-

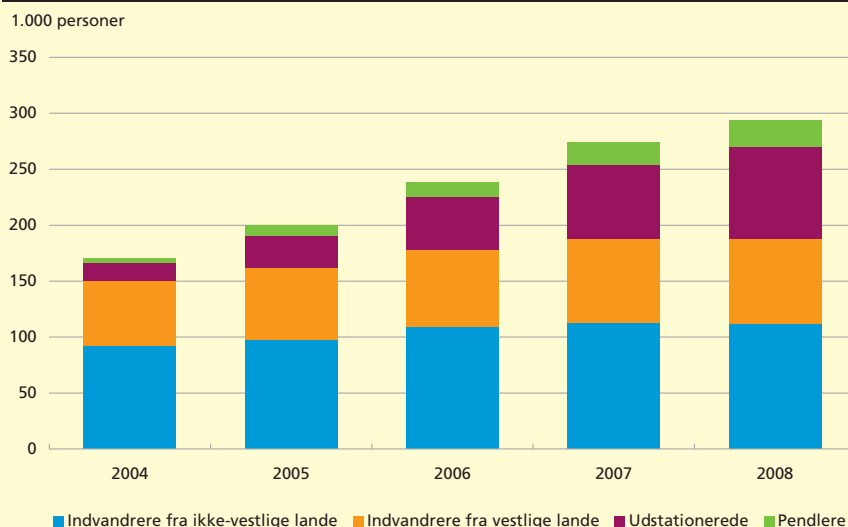
STATISTIK FOR UDENLANDSK ARBEJDSKRAFT

Boks 2

Omfanget af udenlandsk arbejdskraft i Danmark, jf. figur 7, er ikke fuldt statistisk belyst, og tallene for udenlandsk arbejdskraft i denne artikel bygger derfor delvis på skøn. Alle beskæftigede i Danmark med undtagelse af udstationerede indgår i nationalregnskabs opgørelse af beskæftigelsen og i ATP-statistikken, men der er ingen opdeling efter statsborgerskab i disse eller andre konjunkturstatistikker for beskæftigelsen. I den registerbaserede arbejdsstyrke (RAS) er beskæftigelsen opdelt på statsborgerskab. RAS omfatter dog kun personer med bopæl i Danmark, og statistikken fanger derfor ikke pendlere til og fra udlandet, ligesom udstationerede heller ikke tæller med her. Desuden opgøres RAS kun på årsbasis og med betydelig forsinkelse. Derfor må andre kilder også tages i brug, når det udenlandske bidrag til arbejdsstyrken skal vurderes.

ARBEJDSKRAFT UDEFRA PÅ DET DANSKE ARBEJDSMARKED

Figur 7



Anm.: Observationerne er ultimo året. 2008-observationen er august. Det skal bemærkes, at der ikke er tal for antal tyske pendlere i 2004, så tallet for 2004 viser alene antal svenske pendlere, mens antallet i 2005, 2006, 2007 og 2008 udgøres af både svenske og tyske pendlere. Pendlerne omfatter kun personer, som ikke er født i Danmark. Danskere, som har bosat sig i Sverige eller Tyskland tælles således ikke med.

Kilde: Skat Øresund, Skattecenter Tønder, Udlændingsservice, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Skønnet for antal beskæftigede indvandrere fra henholdsvis vestlige og ikke-vestlige lande bygger på RAS-statistikken. Statistikken opgøres i november, men Danmarks Statistik placerer observationen i januar året efter. I det her anvendte skøn indgår november-observationen som ultimo året. Da den seneste statistik er fra november 2006, er tallene fremskrevet ved brug af antallet af indvandrere i aldersgruppen 16-66 (fra

FORTSAT

Boks 2

henholdsvis vestlige og ikke-vestlige lande) og beskæftigelsesfrekvensen for indvandrere (henholdsvis vestlige og ikke-vestlige) i aldersgruppen 16-66 år. I beregningen er beskæftigelsesfrekvensen for november 2006 holdt fast.

Da der ikke findes data for det samlede antal udlændinge, der pendler til et job i Danmark, har vi antaget, at det kun drejer sig om personer fra Tyskland og Sverige. Personer bosat i Sverige, som pendler til et job i Danmark, registreres i Øresundsdata-basen, og der findes derfor et ret præcist tal for dem. Det seneste offentliggjorte tal er fra november 2006. Fremskrivningen herefter er baseret på tildeling af skattekort til nye danske skatteydere, som er bosat i Sverige. Antallet af tyske pendlere beror derimod på et skøn fra Skattecenter Tønder.

Antallet af udstationerede bygger også på oplysninger fra Skattecenter Tønder. SKAT kan oplyse, hvor mange udenlandske virksomheder uden fast herboende repræsentanter der udfører opgaver i Danmark. Antallet af udstationerede personer beror på et skøn om, at hver virksomhed i gennemsnit beskæftiger 15 personer. Skønnet bygger på en stikprøveundersøgelse, jf. Jens A. Hansen og Søren Kaj Andersen, Østeuropæiske arbejdere i bygge- og anlægsbranchen, FAOS, januar 2008, og er behæftet med usikkerhed.

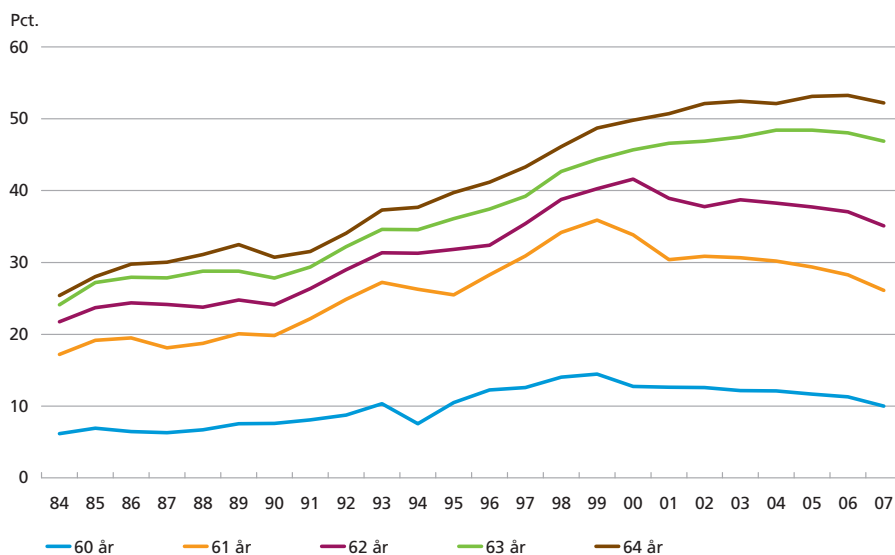
regnskabet. Stigningen i erhvervsfrekvensen under det seneste opsving er derfor endnu stærkere end vist i figur 4.

Medregnes den øgede arbejdstid for den enkelte, har den samlede tilgang til arbejdsmarkedet været 166.000 i perioden 2004-07.

Højkonjunktoren siden 2003 har kun i ringe grad påvirket andelen af 60-64-årige, der går på efterløn. Der kan konstateres et fald i den nedre ende af aldersintervallet og en flad udvikling i den øvre ende, jf. figur 8.

ANDEL AF ÅRGANG PÅ EFTERLØN

Figur 8



Anm.: Fuldtidsdeltagere på efterløn i forhold til befolkningen.

Kilde: Danmarks Statistik.

Hvis efterlønsandelen havde været den samme i 2007 som i 2004, ville 8.000 flere have været på efterløn.

Den danske efterlønsordning bidrager til at forklare, hvorfor andelen af 16-66-årige på offentlig forsørgelse er den højeste blandt de nordiske lande, jf. figur 9.

ARBEJDSSTYRKEN FREMADRETTET

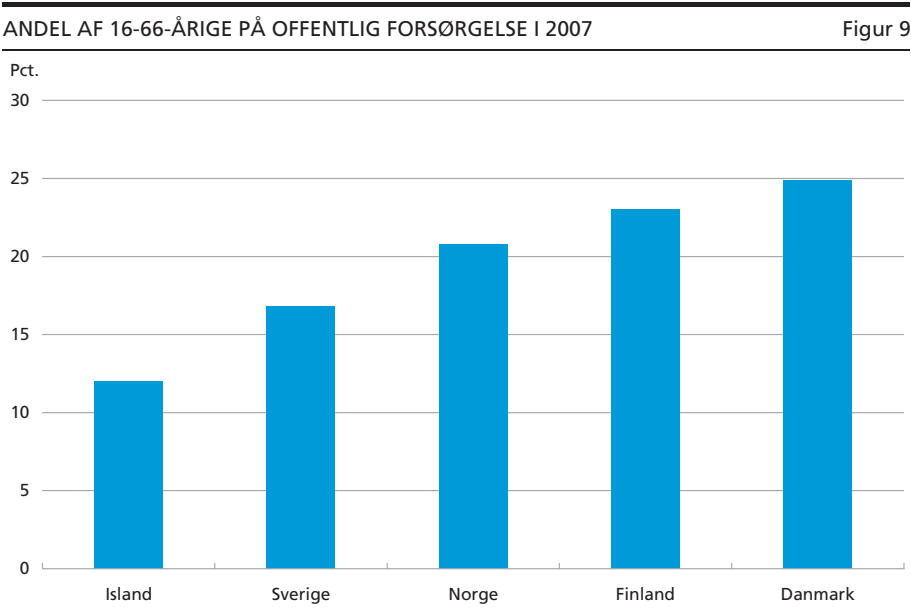
Danmark havde i mange år befolkningsudviklingen med sig sådan at forstå, at befolkningen i de mest erhvervsaktive aldersklasser steg. Dette har ændret sig. Frem mod 2020 bliver der godt nok 75.000 flere 15-29-årige i arbejdsstyrken, hvis erhvervsfrekvenserne forbliver som i 2005, men samtidig falder antallet af 30-54-årige med ca. 140.000, jf. figur 10. Antagelsen om uændret erhvervsfrekvens for de unge er muligvis for optimistisk givet målsætningen om, at en stadig højere andel af en årgang skal tage en kompetencegivende uddannelse.

Med fastholdt aldersbetingede erhvervsfrekvenser og timeindsats pr. person på 2005-niveau vil den samlede timeindsats i økonomien falde med 3,5 pct. hen imod 2020. Det skal ses i sammenhæng med, at antallet af ældre og børn stiger med tilsammen 240.000, hvorved de offentlige kasser belastes med yderligere skønsmæssigt 13 mia.kr.¹ pr. år i nutidskroner. Der vil være et øget behov for lærere og pædagoger til børnene og pleje- og sundhedspersonale til fortrinsvis de ældre, og dette øgede behov skal dækkes af et mindre arbejdsudbud i økonomien. Større udgifter til offentlig service sammenholdt med en mindre skattebase skærper holdbarhedsproblemet for de offentlige finanser.

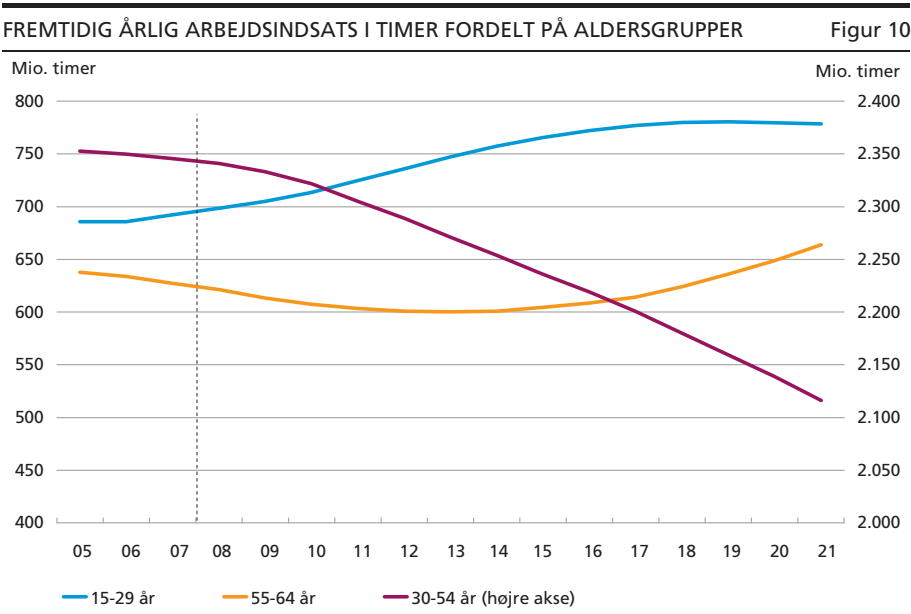
Mens befolkningsudviklingen kan opgøres ret præcist mange år ud i fremtiden og kun vanskeligt lader sig styre politisk, er det anderledes med erhvervsdeltagelse og timeindsats pr. person pr. år. Disse størrelser kan påvirkes af politisk besluttede incitamentsmekanismer og ændrede rammebetingelser. Erfaringerne fra den danske arbejdsmarkedspolitik over de sidste 15 år er, at både "stok og gulerod" har en effekt på arbejdsindsatsen.² Skal den danske velfærdsmodel sikres uden væsentlige forringelser, vil det være nødvendigt at benytte en bred vifte af tiltag med henblik på at øge arbejdsindsatsen i økonomien.

¹ Tallet er beregnet ud fra Velfærdskommissionens opgørelse af aldersbetingede nettobidrag til den offentlige sektor. I den udstrækning der kræves en fortsat stigning i standard og omfang af offentlig service, bliver tallet højere.

² Se Erik Haller Pedersen og Johanne Dinesen Riishøj, Flexicurity – den danske arbejdsmarkedspolitik, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2007.



Anm.: Tal for Sverige omfatter 20-64-årige. Tal for Norge er ekskl. personer på barselsorlov.
Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet, Norges Arbeids- og velferdsforvaltning (NAV), Statistics Norway, Statistics Sweden og DA.



Anm.: Fremskrivning af standardberegnet årlig arbejdsindsats med fastholdte aldersbetingede erhvervsfrekvenser og timeindsats pr. beskæftiget på 2005-niveau. Fremskrivningen er baseret på Danmarks Statistiks befolkningsprognose 2008.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde 8. december 2008

Tak for invitationen til at være med i dag. Jeg vil bruge mit indlæg til så vidt muligt at kigge fremad.

Først noget om samfundsøkonomien. For første gang siden Anden Verdenskrig er det en udbredt forventning, at de industrialiserede lande vil opleve et fald i produktionen næste år. En stor del af verdensøkonomien er i – eller på vej ind i – recession. Danmark, som eksporterer en tredjedel af alt, hvad vi laver, er naturligvis ikke upåvirket heraf. Hertil kommer, at forbrugerne holder mere på pengene. Al den tale om krise, dårligere tider og faldende boligpriser, sætter sit præg på købelysten.

Vi er i den lidt paradoksale situation, at mens det kan forekomme fornuftigt for os enkeltvis som forbrugere at holde igen med indkøbene og gemme lidt til en "regnvejrsdag", så kan den samlede virkning af den i og for sig fornuftige adfærd være negativ for økonomien som helhed. Pessimismen kan blive selvopfyldende, hvis vi alle er sortseere. Det er der ikke grund til at være. Fakta er, at langt de fleste husholdninger til næste år vil opleve en pæn stigning i den reale disponible indkomst. Det skyldes udsigten til fortsat pæne lønstigninger og skattelettelser. Samtidig ventes lavere inflation.

Vi forventer nulvækst og stigende arbejdsløshed næste år, men det er dog vigtigt at holde fast i det faktum, at Danmark kommer ind i lavkonjunktoren fra et udgangspunkt med lav ledighed, udbredt mangel på arbejdskraft og relativt høje lønstigninger. Det står i kontrast til situationen i mange af de lande, som vi normalt sammenligner os med. I USA og i mange af landene i euroområdet sker vendingen i økonomien ved betydeligt højere ledighedsniveau. Denne forskel er afgørende for, hvilken økonomisk politik der er hensigtsmæssig. At vi ikke herhjemme har fulgt en del andre lande i at gennemføre finanspolitiske stimulanspakker er udtryk for en ansvarlig økonomisk politik og ikke omvendt.

Hvornår vender det så? Hvornår begynder det at gå fremad igen? De fleste prognosemagere er af den opfattelse, at verdensøkonomien vender engang i løbet af 2009. For Danmarks vedkommende er det ikke utænkeligt, at det først bliver i 2010. Lad mig understrege, at der er usædvanlig stor usikkerhed forbundet med disse skøn.

Efter alt at dømme berettiger den realøkonomiske udvikling herhjemme på nuværende tidspunkt ikke til at bruge betegnelsen "krise", hvis vi bærer os fornuftigt ad. Lad os gemme ordet "krise" til den dag, vi virkelig har problemer.

Krise er der derimod i den finansielle sektor. Med en blanding af udefra kommende problemer og selvskabte plager befinder den finansielle sektor sig i en tilstand, hvor den finansielle stabilitet er truet.

Når vi skal se fremad og drøfte, hvad der skal til for at undgå gentagelser, er det vigtigt at huske på, hvad der har bragt os i den uholdbare situation. Ikke mindst på grund af indlånsunderskuddet i bankerne har det været nødvendigt, at staten garanterer indskud og lån for 4.200 mia.kr. Den forretningsmodel, som pengeinstitutterne siden årtusindskiftet i stigende grad har anvendt, er ikke holdbar i sin hidtidige form.

Krisen vil få konsekvenser for den fremtidige indretning og regulering af den finansielle sektor. Det er for tidligt at drage detaljerede konklusioner, først skal årsagerne analyseres. Men der er ingen tvivl om, at kravene til finansielle institutioners kapital i forhold til den risiko, de kan påtage sig, vil blive strammet. Der vil komme nye krav om gennemsigtighed i finansielle institutioner. Kravene til likviditetsstyring vil givetvis også blive skærpet i fremtiden. Og det bliver ikke en frivillig sag. Svaghederne i systemet går ikke over af sig selv. Vi er nødt til at reparere på årsagerne til, at vi er havnet i den suppedas!

I Nationalbanken vil vi overveje, hvordan vi fremover bedre kan bidrage til at sikre stabiliteten i det finansielle system. Det mener vi bør ske i et tættere samarbejde med Finanstilsynet, så vi i fællesskab kan få mest mulig indsigt i bankernes risici og i tide kan få taget hånd om svaghederne. Der er behov for en mere offensiv linje. Efter min opfattelse viser det seneste halve års oplevelser, at der er behov for mere direkte offentlig kontrol af pengeinstitutternes virksomhed.

På det helt korte sigt tales nu om en ny bankpakke, som skal tilføre pengeinstitutterne ny kapital. Det er jo fordi, der er tvivl om, hvorvidt bankerne i øjeblikket kan udføre deres nødvendige samfundsmæssige opgave som formidlere mellem folk, der sparer op, og kreditværdige låntagere.

Med statens garanti over for bankernes simple kreditorer er der indtil videre skabt et godt grundlag for, at bankerne igen kan finansiere sig på de nationale og de internationale finansielle markeder.

Men det, der i første omgang overvejende var en likviditetskrise, risikerer at udvikle sig til en egentlig kreditkrise.

Med uroen på de internationale finansielle markeder vil det være så godt som umuligt for mange banker at få tilført ny kapital. Det sker samtidig med, at meget tyder på, at danske banker vil få behov for ekstra kapital i den kommende tid på grund af stigende tab.

Sker der ikke andet, vil bankerne defensivt skære ned i aktiviteten og derved reducere balancen for at opfylde kapitalkravet. Selv kreditværdige kunder vil opleve, at de ikke kan få finansieret fornuftige projekter.

Der var ved udgangen af 2007 en solvensmæssig overdækning i banksektoren under ét på omkring 90 mia.kr. Det rækker til samlede tab på godt 3 pct. af udlån og garantier. Tab i den størrelsesorden er ikke urealistiske, når man sammenligner med tidligere lavkonjunkturer.

Derudover vil en del af bankernes ansvarlige lånekapital forfalde i løbet af 2009 og 2010 – ca. 10 mia.kr. i hvert af årene.

Krisen er samtidig kommet efter en periode, hvor bankerne har øget deres udlån i usædvanlig grad. I Danmark havde bankerne udlånt deres egenkapital knap 9 gange ved udgangen af 2007 mod en udlåns gearing i 2003 på knap 7, hvilket faktisk også var gennemsnittet de foregående 30 år. Uden ny kapital vil en tilbagevenden til den gearing kræve, at bankerne reducerer udlånene med 25 pct.

Dette billede er ikke særligt for Danmark, men genfindes i mange lande. I en situation, hvor banker ikke kan få ny kapital på markederne, har flere lande valgt at tilføre bankerne kapital fra staten i forbindelse med deres hjælpepakker. Det er i overensstemmelse med Det Europæiske Råds konklusioner fra topmødet den 15. og 16. oktober, hvor der gives tilsagn om nødvendige foranstaltninger for at bevare det finansielle systems stabilitet, bl.a. ved at bibringe de finansielle institutioner kapital, så de fortsat kan finansiere økonomien på normal vis.

I alt er der inden for EU gennemført rekapitalisering for 280 mia.euro.

Effekten af forskellige landes statslige kapitaltilførsel har været, at internationale bankers kernekapital er steget fra et niveau omkring 9 pct. til et niveau omkring 11 pct. Man kan sige, at det internationale benchmark for kernekapital i banker er blevet forøget.

Det er på den baggrund Nationalbankens opfattelse, at det er nødvendigt, at vi i Danmark gennemfører en midlertidig ordning, hvor der som supplement til den kapital, der kan rejses på det private marked, kan ske en midlertidig kapitaltilførsel til veldrevne danske pengeinstitutter på vilkår, der er så tæt på de markedsmæssige som muligt. Det er sket i andre lande, og det bør ske i god tid, inden det er åbenbart for alle, at det er nødvendigt.

Men der er tid til at tænke sig om, herunder hvorledes kriterier og vilkår skal udformes. Ordningen bør være på plads tidligt i det nye år. Dermed vil vi kunne bidrage til et stabilt finansielt system i en periode, hvor det ikke lader sig gøre ad de sædvanlige kanaler.

Formålet er som nævnt at undgå en egentlig kreditklemme i Danmark, hvor selv kreditværdige låntagere – husholdninger og virksomheder – får afslag på lån, med deraf følgende negativ effekt på realøkonomien.

Det er vigtigt, at en kapitaltilførsel fører til velpolstrede banker. Det er Nationalbankens opfattelse, at der er behov for at sigte mod en høj kernekapitalprocent, så der er plads til at modstå tab.

Et sådant initiativ løser ikke alle problemer, men kan afværge et yderligere negativt skub til økonomien. Det Private Beredskab og staten har i forvejen, som bekendt, lovet at erstatte alle tab på lån til banker. En kapitaltilførsel vil kunne reducere omfanget heraf og får dermed tillige karakter af skadesbegrænsning.

Oven i finanskrisen blev vi i oktober ramt af alvorlig valutauro. Det var første gang i mere end 10 år. Uroen kan ikke begrundes med forhold i realøkonomien og viser, at der er en økonomisk omkostning ved at stå uden for euroen, når der raser en finansiell krise hen over verden. Valutauroen førte til en betydelig kapitaludstrømning på meget kort tid med fald i valutareserven til følge og en markant udvidelse af rentespændet over for euroområdet.

Den pengepolitiske rente herhjemme er udelukkende helliget fastkurspolitikken. Det er en politik, som har tjent dansk økonomi godt. Den har sin baggrund i erfaringerne fra 70'erne og begyndelsen af 80'erne. En indsnævring af rentespændet over for valutaankeret forudsætter yderligere privat kapitalimport.

Med disse ord vil jeg takke for et godt og frugtbart samarbejde med Finansrådet – dets medlemmer, formand, direktion og medarbejdere i det forløbne år.

Pressemeddelelser

DEN 18. SEPTEMBER 2008: KONGESKIBET DANNEBROG PÅ NY SKIBSMØNT

Den 22. september 2008 udsender Nationalbanken den 5. skibsmønt. Denne gang er motivet Kongeskibet Dannebrog.

Kongeskibet Dannebrog blev bygget i 1931-32 på orlogsværftet i København. Skibet tjener som officiel og privat residens for H.M. Dronningen og H.K.H. Prinsgemalen samt medlemmer af den kongelige familie, når de er på oversøiske officielle besøg eller på sommertogt i hjemlige farvande.

Motivet på den nye skibsmønt er udarbejdet af medaljøren på Den Kgl. Mønt, Henrik Wiberg, som har skabt et meget flot relief af det smukke skib. Relieffet virker både levende og dybt, selv om der kun er et råderum på ca. 0,19 mm i højden at arbejde på. Henrik Wibergs udtalelser om arbejdet med mønten kan ses på Den Kgl. Mønts websted, www.Kgl-moent.dk.

Mønten med Kongeskibet Dannebrog fremstilles i 1,2 mio. eksemplarer og bliver en del af de cirkulerende mønter. Mønten fremstilles også i 1.500 eksemplarer i en meget fin proof-kvalitet. Derudover udkommer den som en 500-kronemønt i finsølv i et oplag på maksimum 60.000 eksemplarer. Ud over motivet med Kongeskibet Dannebrog er Hendes Majestæt Dronningens monogram indsat.

Mønterne kan købes i pengeinstitutter, i Nationalbankens Hovedkasse og bestilles på Den Kgl. Mønts websted www.Kgl-moent.dk.

DEN 24. SEPTEMBER 2008: SWAFTALED MED FEDERAL RESERVE

Federal Reserve, the Reserve Bank of Australia, Danmarks Nationalbank, Norges Bank og Sveriges Riksbank kan i dag meddele, at der etableres midlertidige gensidige valutaaftaler (swap lines) for at imødegå det øgede pres i markederne for kort likviditet i US dollar.

Disse faciliteter er, i lighed med allerede eksisterende faciliteter med andre centralbanker, udarbejdet for at bedre likviditetsforholdene på de globale finansielle markeder. Centralbankerne fortsætter med at samarbejde gennem denne periode med spændinger på markederne og er parate til at foretage yderligere tiltag om nødvendigt.

Tiltag fra Danmarks Nationalbank

Swapaftalen mellem Federal Reserve og Danmarks Nationalbank beløber sig til i alt 5 mia.dollar og løber til 30. januar 2009.

Nationalbanken tilbyder på baggrund heraf udlån af US dollar ved en auktion, som afholdes fredag 26. september 2008 med afvikling tirsdag 30. september 2008. Løbetiden for udlånet er 28 dage og sker mod Nationalbankens sikkerhedsgrundlag. Der tilbydes maksimalt 5 mia.dollar ved auktionen. Nationalbanken vil løbende vurdere behovet for yderligere US dollar-auktioner.

Nærmere information om auktionsvilkårene publiceres senere i dag på www.nationalbanken.dk.

For yderligere informationer se også:

www.federalreserve.gov

www.rba.gov.au

www.norges-bank.no

www.riksbank.se.

DEN 26. SEPTEMBER 2008: MIDLERTIDIG UDVIDELSE AF LÅNEMULIGHEDERNE I NATIONALBANKEN

I den nuværende stramme likviditetssituation udvider Nationalbanken penge- og realkreditinstitutternes lånemuligheder i Nationalbanken.

For det første indføres en facilitet, hvor der ydes lån til institutterne på basis af deres overskydende lovmæssige solvens.

For det andet udvider Nationalbanken mængden af aktiver, der accepteres som sikkerhedsstillelse.

Ændringerne træder i kraft med virkning fra 26. september 2008.

Nationalbanken følger nøje udviklingen med henblik på yderligere tiltag.

En nærmere beskrivelse af den midlertidige udvidelse af lånemulighederne kan findes på www.nationalbanken.dk under Regelsæt – Sikkerhedsstillelse.

DEN 29. SEPTEMBER 2008: UDVIDELSE OG FORLÆNGELSE AF SWAFTAFTALE MED DEN AMERIKANSKE CENTRALBANK

Som reaktion på det fortsatte pres i markederne for kort likviditet, annoncerer en række centralbanker i dag yderligere koordinerede tiltag til markant at øge kapaciteten til at tilføre likviditet i US dollar. Centralbankerne fortsætter med at arbejde tæt sammen og er indstillet på at tage de nødvendige skridt for at imødegå spændingerne i lånemarkederne.

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har i dag indgået aftale med en række centralbanker, herunder Danmarks Nationalbank, om udvidelse og forlængelse af eksisterende midlertidige gensidige valuta-aftaler (swap lines). Swapaftalen mellem Federal Reserve og Danmarks Nationalbank er udvidet fra 5 mia.dollar til i alt 15 mia.dollar og er forlænget fra 30. januar 2009 til 30. april 2009.

Nationalbankdirektør Nils Bernstein udtaler: Krisen i USA har gjort det vanskeligere for banker uden for USA at få adgang til dollarlikviditet. Med udvidelsen af aftalen med Federal Reserve får Danmarks Nationalbank, i lighed med en række andre centralbanker, yderligere muligheder for at udlåne US dollar og dermed lette udvekslingen af dollarlikviditet. Nationalbanken værdsætter denne håndsækning fra den amerikanske centralbank.

Danmarks Nationalbank udlånte 5 mia.dollar via en auktion, som blev afholdt 26. september 2008. Detaljer om næste auktion vil blive meddelt senere.

For yderligere information se også:

Bank of Canada: www.bank-banque-canada.ca

Bank of England: www.bankofengland.co.uk

Bank of Japan: www.boj.or.jp/en

Norges Bank: www.norges-bank.no

European Central Bank: www.ecb.int

Reserve Bank of Australia: www.rba.gov.au

Sveriges Riksbank: www.riksbank.com

Swiss National Bank: www.snb.ch

DEN 7. OKTOBER 2008: JUSTERING AF LÅNEMULIGHEDER I NATIONALBANKEN

Nationalbanken justerer den eksisterende midlertidige lånemulighed på basis af overskydende lovmæssig solvens med virkning fra den 7. oktober. Det vil lette proceduren for penge- og realkreditinstitutternes låneanmodning og give hurtigere mulighed for lånetilsagn.

Den midlertidige lånemulighed forrentes med Nationalbankens normale udlånsrente + 2 pct. Det maksimale beløb, som hvert institut kan låne, er almindeligvis 800 mio.kr. Ordningen forlænges til 30. september 2010.

Samtidig ændres renten for belåning af låneobligationer til Nationalbankens normale udlånsrente + 2 pct.

En nærmere beskrivelse kan findes på www.nationalbanken.dk under Regelsæt – Sikkerhedsstillelse.

DEN 7. OKTOBER 2008: RENTEFORHØJELSE

Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser er med virkning fra 8. oktober 2008 sat op fra 4,60 pct. til 5,0 pct. Diskontoen og foliorenten forhøjes med 0,25 pct. til 4,50 pct.

Siden midten af september er der sket en stigning i Den Europæiske Centralbanks skæringsrente. Det har formindsket forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og skæringsrenten. I den seneste tid har rentespændet været negativt, hvilket har ført til en udstrømning af valuta.

Nationalbanken har måttet intervenere i valutamarkedet for at støtte kronen. Interventionen har nu nået et omfang, der indebærer, at Nationalbanken sætter udlånsrenten op. Størrelsen af renteændringen afspejler behovet for at genetablere en positiv renteforskel.

DEN 8. OKTOBER 2008: AFTALEN OM STATSIG GARANTI

Nationalbanken hilser aftalen om statslig garanti til indskydere og andre simple kreditorer i pengeinstitutter i Danmark velkommen og opfordrer Folketinget til en snarlig vedtagelse af loven.

Indtil lovens vedtagelse vil Nationalbanken tage hånd om eventuelle nødlidende banker, som det er sket i tilfældet med Roskilde Bank m.fl.

DEN 8. OKTOBER 2008: RENTENIVEAUET FASTHOLDES

Nationalbanken meddeler, at udlånsrenten, renten på indskudsbeviser og diskontoen fastholdes indtil videre.

DEN 24. OKTOBER 2008: RENTEFORHØJELSE

Som følge af fortsat intervention til fordel for den danske krone sættes Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser op fra 5 pct. til 5,5 pct. med virkning fra 24. oktober 2008.

Diskontoen og foliorenten fastholdes uændret på 4,50 pct.

DEN 27. OKTOBER 2008: DANMARKS NATIONALBANK OG DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK SAMARBEJDER OM ØGET EUROLIKVIDITET

Danmarks Nationalbank annoncerer i dag tiltag til forbedring af likviditeten i markederne for kort likviditet i euro. Til støtte for disse foranstaltninger har Den Europæiske Centralbank, ECB, og Danmarks Nationalbank i dag etableret en gensidig valutaaftale (swapaftale) på i alt 12

mia.euro. Aftalen løber, så længe det er nødvendigt. Nationalbanken har et lignende arrangement med Federal Reserve.

Nærmere information vedrørende afholdelse af euroauktion offentliggøres senere på www.nationalbanken.dk.

DEN 6. NOVEMBER 2008: RENTENEDSÆTTELSE

Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser nedsættes med 0,50 pct. til 5,00 pct. Diskontoen og foliorenten nedsættes med 0,50 pct. til 4,00 pct. Rentenedsættelsen har virkning fra 7. november 2008.

Rentenedsættelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har nedsat minimumsbudrenten ved sine primære markedsoperationer med 0,50 pct. til 3,25 pct.

DEN 20. NOVEMBER 2008: NATIONALBANKEN FORLÆNGER SWAP-AFTALE MED SEÐLABANKI ÍSLANDS

Seðlabanki Íslands og Nationalbanken indgik 16. maj 2008 en swapaftale på op til 500 mio.euro. Denne aftale er nu forlænget.

Baggrunden for forlængelsen af swapaftalen er, at Den Internationale Valutafond, IMF, på baggrund af en anmodning fra Island, 19. november 2008 har vedtaget et økonomisk genopretningsprogram for Island.

Seðlabanki Íslands har indgået lignende aftaler med Sveriges Riksbank og Norges Bank.

Se også:

Den internationale Valutafond, IMF (www.imf.org)

Seðlabanki Íslands (www.sedlabanki.is)

Sveriges Riksbank (www.riksbank.se)

Norges Bank (www.norges-bank.no).

DEN 4. DECEMBER 2008: RENTENEDSÆTTELSE

Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser nedsættes med 0,75 pct. til 4,25 pct. Diskontoen og foliorenten nedsættes med 0,50 pct. til 3,50 pct. Rentenedsættelsen har virkning fra 5. december 2008.

Rentenedsættelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har nedsat renten ved sine primære markedsoperationer med 0,75 pct. til 2,50 pct.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks.....	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkreditinstitutternes 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 5. december 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 AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser				Penge- markeds- rente, 3 mæne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser	ECB's mini- mum- budrente			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
2008 4. jul....	4,25	4,60	4,25	maj 08	4,95	4,67	5,92	460,29
8. okt ..	4,50	5,00	3,75	jun 08	5,08	4,81	6,08	424,30
24. okt ..	4,50	5,50	3,75	jul 08	5,15	4,70	6,49	417,43
7. nov..	4,00	5,00	3,25	aug 08	5,10	4,38	6,38	424,11
				sep 08	5,15	4,29	6,66	351,15
				okt 08	5,30	4,35	6,64	285,19
5. dec..	3,50	4,25	2,50	nov 08	5,60	3,84	6,44	263,05

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.						
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
2007	168,8	61,6	89,9	200,5	9,4	216,8	-6,9
jun 08	164,7	60,8	95,8	181,2	23,1	223,4	-19,1
jul 08	164,0	60,7	73,3	196,2	22,1	212,6	5,6
aug 08	164,8	59,7	64,0	251,5	5,3	240,1	16,7
sep 08	160,1	59,2	70,2	242,0	37,6	263,3	16,3
okt 08	132,4	59,2	121,8	157,1	7,3	217,5	-53,1
nov 08	172,8	59,2	234,5	134,7	13,1	275,2	-127,4

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb			Nationalbankens nettoobligationskøb	Andre faktorer	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	Salg af indenlandske statspapirer mv.	Likviditetspåvirkning	Interventionskøb af valuta, netto	Andet	I alt			Ændring	Ultimo
	Mia.kr.									
2003	99,7	94,1	5,6	23,7	7,3	31,0	-1,0	-3,1	32,5	122,2
2004	75,5	92,6	-17,1	-12,5	6,1	-6,4	-2,6	-1,2	-27,3	94,6
2005	39,5	30,9	8,6	-18,4	3,0	-15,4	-2,2	-0,5	-9,5	85,1
2006	-14,5	16,2	-30,6	-34,3	4,3	-30,0	-4,9	-1,2	-66,7	18,2
2007	-26,1	2,9	-29,1	-1,7	7,2	5,5	-0,4	-1,4	-25,3	-6,9
jun 08	0,0	-14,7	14,7	0,0	2,8	2,8	-0,1	-1,8	15,6	-19,1
jul 08	24,2	1,7	22,5	0,0	-1,3	-1,3	0,1	3,3	24,7	5,6
aug 08	11,3	2,1	9,2	0,0	0,9	0,9	0,2	0,7	11,1	16,7
sep 08	-7,2	2,5	-9,6	-0,7	-0,4	-1,1	0,1	10,2	-0,4	16,3
okt 08	8,0	14,7	-6,7	-63,9	-9,5	-73,4	1,2	9,4	-69,4	-53,1
nov 08	-52,1	57,5	-109,6	31,6	5,8	37,4	0,1	-2,2	-74,3	-127,4

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	5.497,4	119,9	3.353,7	43,3	63,5	1.219,7	1.505,2	-304,5
maj 08	5.764,7	122,8	3.479,7	47,6	79,6	1.314,8	1.488,3	-400,2
jun 08	5.854,5	125,4	3.532,0	39,9	77,5	1.274,9	1.501,6	-409,6
jul 08	5.792,5	128,1	3.520,1	42,2	78,6	1.279,4	1.517,2	-434,2
aug 08	5.834,4	123,5	3.540,7	27,6	78,8	1.255,8	1.534,1	-472,2
sep 08	5.878,3	127,5	3.584,4	33,6	58,6	1.238,1	1.517,3	-494,9
okt 08	6.247,6	130,1	3.629,6	41,1	56,6	1.353,4	1.471,1	-491,8
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	5,0	...
maj 08	...	6,6	12,6	1,4	20,0	16,4	2,6	...
jun 08	...	6,1	12,4	-7,7	21,7	11,8	3,4	...
jul 08	...	9,4	12,0	-5,9	26,0	10,9	3,0	...
aug 08	...	6,6	11,6	-50,8	26,3	6,4	4,4	...
sep 08	...	10,7	11,3	-36,4	-7,5	5,0	2,5	...
okt 08	...	10,4	12,2	-24,2	-12,8	13,0	-1,0	...

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
maj 08	51,2	740,5	791,7	215,5	21,0	1.028,2	16,8	93,2	1.138,3
jun 08	51,4	719,7	771,1	210,2	20,0	1.001,3	18,0	98,2	1.117,7
jul 08	50,8	726,6	777,4	234,4	19,9	1.031,7	17,0	100,3	1.149,2
aug 08	50,6	721,4	772,1	225,6	19,8	1.017,5	15,6	98,7	1.131,9
sep 08	50,1	695,7	745,8	228,7	17,9	992,3	18,5	102,9	1.113,8
okt 08	50,2	708,5	758,7	288,9	18,4	1.066,0	6,5	95,3	1.167,9
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
maj 08	...	...	8,7	...	...	11,9	...	...	19,2
jun 08	...	...	3,1	...	...	7,4	...	...	15,6
jul 08	...	...	1,5	...	...	6,4	...	...	14,3
aug 08	...	...	3,1	...	...	5,3	...	...	12,5
sep 08	...	...	0,4	...	...	4,0	...	...	12,4
okt 08	...	...	1,7	...	...	9,7	...	...	16,0

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	3.993,4	926,6	1.333,6	557,4	551,8	1.065,8	1.444,1	1.345,6
maj 08	4.249,9	917,7	1.385,9	559,7	579,7	1.178,1	1.458,2	1.430,8
jun 08	4.349,5	987,5	1.423,5	577,9	587,8	1.137,9	1.524,3	1.424,4
jul 08	4.277,5	969,0	1.398,3	574,8	566,3	1.169,9	1.508,8	1.428,9
aug 08	4.339,5	936,4	1.403,1	573,6	575,0	1.240,1	1.560,3	1.389,1
sep 08	4.429,9	979,8	1.438,7	592,1	582,6	1.207,0	1.623,9	1.377,0
okt 08	4.749,7	1.041,0	1.472,7	588,0	590,3	1.166,3	1.590,3	1.444,3
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	27,4	17,2
maj 08	...	14,1	16,7	13,7	18,5	24,6	20,9	18,7
jun 08	...	19,7	16,5	13,8	14,9	20,7	28,4	12,7
jul 08	...	17,8	16,1	12,9	14,1	24,5	34,9	9,4
aug 08	...	18,8	15,4	11,8	13,1	21,2	29,2	7,0
sep 08	...	12,6	15,2	12,3	12,6	19,4	26,6	5,6
okt 08	...	17,5	17,8	11,5	15,0	13,7	22,7	9,4

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet.

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
maj 08	2.694,2	317,3	2.086,8	1.571,0	445,1	225,8	293,6	2.147,5
jun 08	2.681,8	352,0	2.102,4	1.579,0	450,2	170,0	291,7	2.090,4
jul 08	2.692,1	336,0	2.116,0	1.588,1	454,3	175,9	312,1	2.118,5
aug 08	2.714,0	344,8	2.126,2	1.593,8	457,8	170,2	314,2	2.150,0
sep 08	2.748,0	372,9	2.136,8	1.598,7	460,3	176,0	320,4	2.138,0
okt 08	2.809,0	383,8	2.147,2	1.603,9	464,1	207,4	355,5	2.150,9
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
maj 08	...	44,4	9,6	7,7	14,4	48,3	46,0	11,8
jun 08	...	41,4	9,5	7,4	14,7	4,3	39,2	8,1
jul 08	...	41,7	9,2	7,2	14,3	9,9	45,7	8,9
aug 08	...	31,6	8,8	6,7	14,1	11,9	35,5	9,1
sep 08	...	29,3	8,6	6,6	13,0	12,3	31,2	7,7
okt 08	...	38,8	8,3	6,3	12,0	20,9	42,4	6,6

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
maj 08	3.518,7	2.130,7	1.274,8	1.431,8	559,7	819,0	2.086,8	1.571,0	455,9
jun 08	3.571,8	2.156,9	1.296,0	1.469,4	577,9	835,0	2.102,4	1.579,0	461,0
jul 08	3.558,1	2.162,9	1.273,3	1.442,1	574,8	808,5	2.116,0	1.588,1	464,8
aug 08	3.573,0	2.167,4	1.286,3	1.446,8	573,6	818,0	2.126,2	1.593,8	468,3
sep 08	3.619,2	2.190,8	1.303,5	1.482,4	592,1	832,6	2.136,8	1.598,7	470,9
okt 08	3.663,7	2.191,9	1.343,6	1.516,5	588,0	868,2	2.147,2	1.603,9	475,4
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
maj 08	12,5	9,2	18,7	17,1	13,7	20,9	9,6	7,7	14,9
jun 08	12,4	9,1	18,3	16,9	13,8	20,1	9,5	7,4	15,2
jul 08	12,0	8,6	17,5	16,3	12,9	19,3	9,2	7,2	14,5
aug 08	11,4	8,0	17,3	15,5	11,8	19,2	8,8	6,7	14,2
sep 08	11,3	8,0	16,3	15,4	12,3	18,0	8,6	6,6	13,3
okt 08	12,0	7,6	18,9	17,7	11,5	22,8	8,3	6,3	12,4

Anm.: Inklusive udlån i danske pengeinstitutters enheder i udlandet.

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

	Indeks-lån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:		
			I alt	Heraf =<1 år		I alt	Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
Ultimo	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	889,2	1.045,6	796,6	2.012,7	123,8	547,0	
maj 08	78,1	888,2	1.120,2	875,4	2.086,5	138,6	585,6	
jun 08	75,5	890,1	1.137,2	887,7	2.102,8	142,5	593,7	
jul 08	75,1	891,8	1.149,9	896,1	2.116,8	144,9	601,3	
aug 08	75,2	892,8	1.159,1	901,6	2.127,0	146,8	606,3	
sep 08	75,3	891,6	1.170,5	908,0	2.137,3	150,3	611,1	
okt 08	75,3	917,9	...	...	2.147,9	152,2	617,3	

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	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
Procent p.a.								
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
1. kv. 08	6,2	7,5	6,1	4,5	3,7	3,5	3,8	4,2
2. kv. 08	6,5	7,7	6,3	4,6	3,8	3,6	3,9	4,2
3. kv. 08	6,6	7,8	6,5	4,9	4,0	3,6	4,1	4,5
maj 08	6,5	7,7	6,3	4,7	3,8	3,6	3,8	4,2
jun 08	6,5	7,7	6,4	4,7	3,9	3,6	3,9	4,3
jul 08	6,6	7,8	6,4	4,8	4,0	3,6	4,1	4,4
aug 08	6,6	7,8	6,4	4,7	4,0	3,6	4,1	4,5
sep 08	6,7	7,8	6,6	5,1	4,1	3,6	4,2	4,6
okt 08	7,0	8,2	6,9	5,3	4,4	3,8	4,5	4,9

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	1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,1	29,2
3. kv. 07	1.002,2	442,6	428,8	299,8	340,9	322,8	31,1
4. kv. 07	1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,1	29,2
1. kv. 08	963,9	466,4	356,2	268,6	329,3	304,0	23,9
2. kv. 08	951,4	467,2	352,0	256,5	324,1	310,9	23,0
3. kv. 08	889,3	458,5	302,0	238,0	310,6	275,6	19,0
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
3. kv. 07	...	17,7	8,4	-0,1	22,5	0,3	0,0
4. kv. 07	...	40,1	2,8	-0,2	3,7	6,6	-2,7
1. kv. 08	...	4,0	12,0	-3,8	11,8	2,6	0,4
2. kv. 08	...	12,7	9,0	1,2	2,8	20,9	-0,8
3. kv. 08	...	-11,1	-11,8	-3,3	3,7	-20,5	-2,0

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer mv.						Aktier	
	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	2.541,3	464,7	380,1	172,6	2.034,9	285,9	989,4	361,8
2007	2.701,2	475,8	301,9	176,2	2.247,1	287,7	996,1	445,4
maj 08	2.336,8	457,7	300,2	179,6	1.882,2	259,0	951,0	428,8
jun 08	2.263,3	456,2	280,0	178,3	1.824,6	258,8	882,1	410,8
jul 08	2.288,4	457,3	280,3	181,0	1.847,1	256,4	856,3	399,5
aug 08	2.305,8	443,4	255,4	171,7	1.886,6	252,2	858,7	411,8
sep 08	2.318,5	434,8	263,0	170,0	1.884,5	242,9	735,1	339,2
okt 08	2.376,5	413,5	273,3	168,1	1.909,0	227,6	600,8	267,6

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.							
2003	622	166	400	1.262	2.451	1.505	947	2.452
2004	674	174	473	1.403	2.724	1.640	1.085	2.725
2005	755	172	618	1.617	3.162	1.830	1.332	3.162
2006	808	180	713	1.681	3.381	2.033	1.348	3.382
2007	870	191	699	1.724	3.485	2.217	1.268	3.485
2. kv. 07	858	179	749	1.691	3.477	2.117	1.360	3.477
3. kv. 07	859	185	742	1.716	3.502	2.143	1.359	3.502
4. kv. 07	870	191	699	1.724	3.485	2.217	1.268	3.485
1. kv. 08	876	187	626	1.729	3.420	2.270	1.150	3.420
2. kv. 08	899	186	603	1.708	3.395	2.272	1.123	3.395

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.								
2003	662	121	643	1.426	1.159	109	1.131	-973	1.426
2004	647	164	746	1.557	1.223	142	1.248	-1.056	1.557
2005	739	167	968	1.875	1.354	143	1.491	-1.113	1.875
2006	765	151	1.066	1.982	1.593	140	1.554	-1.305	1.982
2007	825	132	1.106	2.064	1.721	119	1.733	-1.508	2.064
2. kv. 07	839	139	1.151	2.129	1.668	132	1.738	-1.410	2.129
3. kv. 07	836	133	1.166	2.136	1.678	120	1.801	-1.463	2.136
4. kv. 07	825	132	1.106	2.064	1.721	119	1.733	-1.508	2.064
1. kv. 08	794	131	1.056	1.982	1.782	117	1.650	-1.567	1.982
2. kv. 08	869	124	1.119	2.113	1.842	116	1.689	-1.533	2.113

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	43,9	38,3	82,2	9,9	-25,0	67,1
2006	17,3	40,5	57,8	16,6	-27,4	47,0
2007	-2,3	41,7	39,4	0,8	-28,2	12,0
okt 06 - sep 07	0,6	37,1	37,7	3,5	-30,3	10,9
okt 07 - sep 08	-7,1	49,6	42,5	18,6	-28,6	32,5
apr 08	-0,8	4,8	3,9	2,9	-2,4	4,4
maj 08	0,5	3,1	3,6	4,4	-2,5	5,5
jun 08	0,0	4,3	4,2	3,1	-2,1	5,3
jul 08	0,7	3,5	4,2	3,4	-2,5	5,0
aug 08	-3,3	7,2	3,9	2,4	-2,6	3,7
sep 08	-0,5	6,4	5,9	3,6	-2,2	7,4

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 ³	National- bankens transakti- oner med udlandet ⁴
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer ²	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	59,4	-6,2
2005	70,0	-97,1	77,2	-68,8	23,2	-16,2	-11,8
2006	47,0	-50,2	16,1	-103,3	83,4	-31,4	-38,3
2007	12,3	-111,7	64,5	-34,2	54,1	13,7	-1,2
okt 06 - sep 07	10,8	-76,5	11,5	48,5	-20,5	32,8	6,6
okt 07 - sep 08	32,9	-133,3	72,0	-92,3	164,8	-66,9	-22,7
apr 08	4,5	-3,9	1,5	-22,9	20,4	-4,5	-4,8
maj 08	5,5	-74,5	17,7	3,1	30,2	6,6	-11,4
jun 08	5,3	10,9	-0,3	4,6	-32,8	14,1	1,8
jul 08	5,0	-12,7	5,8	-0,2	24,8	-22,5	0,2
aug 08	3,7	-10,2	5,9	-21,2	20,7	1,3	0,2
sep 08	7,4	-16,8	6,1	-6,5	7,8	-4,3	-6,1

¹ Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.

² Kan afvige fra totalen i nedenstående Tabel 17, da porteføljeinvesteringer offentliggøres 1-2 uger tidligere end betalingsbalancens samlede finansielle poster.

³ Omfatter fejl og udeladelser samt til og med december 2004 uregistrerede handelskreditter.

⁴ 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 ¹
	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	-18,9	-108,2	-85,0	-68,8
2006	16,3	70,0	-34,4	-21,5	-133,8	-103,3
2007	26,0	72,6	17,2	-97,1	-52,8	-34,2
maj 08	-10,5	16,5	14,7	-16,9	-0,7	3,1
jun 08	1,7	2,5	8,7	-31,1	22,8	4,6
jul 08	-4,9	13,5	-1,8	-11,1	4,1	-0,2
aug 08	-17,5	13,5	-1,3	-12,5	-3,0	-20,8
sep 08	-7,0	-28,4	0,7	8,8	24,6	-1,3
okt 08	-17,1	32,4	-10,8	16,9	26,9	48,3

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

¹ Kan afvige fra "Porteføljeinvesteringer" i foranstående Tabel 16, da betalingsbalancens samlede finansielle poster offentliggøres 1-2 uger senere.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 18

	Direkte investeringer		Portefølje-investeringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia.kr.									
Aktiver										
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	564	253	556	684	85	37	720	19	217	3.136
2006	583	257	741	674	47	41	823	30	178	3.374
2007	629	284	789	733	-3	49	1.035	32	176	3.724
2. kv. 07	636	278	824	679	-6	49	933	29	181	3.604
3. kv. 07	633	290	823	661	1	47	1.022	31	191	3.700
4. kv. 07	629	284	789	733	-3	49	1.035	32	176	3.724
1. kv. 08	619	302	678	691	14	51	1.073	32	185	3.646
2. kv. 08	675	318	647	741	-4	53	1.154	33	169	3.784
Passiver										
2003	434	162	186	762	...	28	801	13	4	2.391
2004	429	208	241	857	...	20	816	20	2	2.593
2005	506	231	311	1.019	...	27	967	21	3	3.084
2006	488	273	358	1.067	...	32	1.144	34	4	3.401
2007	528	272	427	1.122	...	36	1.407	37	5	3.835
2. kv. 07	528	272	424	1.154	...	34	1.236	34	1	3.683
3. kv. 07	542	259	439	1.153	...	32	1.306	37	3	3.772
4. kv. 07	528	272	427	1.122	...	36	1.407	37	5	3.835
1. kv. 08	520	281	388	1.143	...	36	1.448	35	3	3.855
2. kv. 08	525	292	416	1.135	...	39	1.534	38	2	3.980
Nettoaktiver										
2003	-21	36	123	-315	17	29	-283	19	226	-170
2004	42	12	128	-310	48	14	-233	0	221	-78
2005	59	22	245	-335	85	10	-247	-2	214	51
2006	94	-16	382	-393	47	9	-321	-5	174	-27
2007	100	12	363	-389	-3	13	-372	-5	171	-112
2. kv. 07	108	6	400	-474	-6	15	-302	-5	180	-78
3. kv. 07	91	31	384	-493	1	15	-284	-6	188	-72
4. kv. 07	100	12	363	-389	-3	13	-372	-5	171	-112
1. kv. 08	99	21	289	-452	14	15	-375	-3	183	-209
2. kv. 08	150	26	230	-394	-4	14	-380	-5	167	-196

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	1.545,3	745,1	402,5	303,9	17,9	1.469,5	757,0	681,2
2006	1.628,6	792,8	422,5	349,5	14,4	1.579,2	846,5	797,0
2007	1.687,9	826,7	438,8	376,7	9,5	1.651,7	882,8	846,6
3. kv. 07	421,5	201,4	109,1	92,7	4,1	407,2	224,0	209,7
4. kv. 07	444,5	220,1	114,3	102,3	-3,6	433,1	233,9	222,6
1. kv. 08	414,8	208,1	110,2	88,4	4,3	411,0	226,3	222,6
2. kv. 08	442,2	217,0	113,5	97,2	3,6	431,3	247,0	236,2
3. kv. 08	437,5	210,5	114,3	94,5	5,2	424,5	247,4	234,4

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	2,4	3,8	1,3	4,7	...	3,5	8,0	11,1
2006	3,3	4,4	2,1	13,3	...	5,3	9,1	13,9
2007	1,6	2,4	1,3	3,1	...	2,0	2,2	2,8
3. kv. 07	2,1	3,5	0,5	0,5	...	2,1	2,6	2,5
4. kv. 07	1,9	3,5	1,8	3,9	...	2,3	0,5	0,7
1. kv. 08	-0,9	1,7	0,1	-3,0	...	0,2	1,4	3,4
2. kv. 08	0,6	2,4	0,5	-1,3	...	0,9	7,1	8,1
3. kv. 08	-1,2	0,6	0,2	0,0	...	0,4	2,7	6,0

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

3. kv. 07	1,5	1,3	0,2	1,4	...	1,1	3,4	2,3
4. kv. 07	-0,3	1,4	1,0	1,6	...	1,3	0,0	0,5
1. kv. 08	-1,1	-0,7	-0,8	-2,7	...	-1,2	1,1	2,5
2. kv. 08	0,5	0,4	0,1	-1,5	...	-0,1	2,6	2,6
3. kv. 08	-0,5	-0,6	0,0	2,8	...	0,3	-1,0	0,3

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. 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
1. kv. 08	3,2	7,5	6,0	1,7	2,2	2,4	1,6	2,0	3,6	1,2
2. kv. 08	3,7	9,7	7,4	1,7	2,6	4,0	1,4	1,8	4,2	0,6
3. kv. 08	4,6	10,4	8,6	2,5	3,9	3,7	2,2	2,2	5,0	0,9

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- auktioner	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
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	3,9	108,0	124,0	1.231	156.719	10	9	21	24
2007	2,8	112,6	125,1	1.392	162.480	7	4	9	20
Sæsonkorrigeret									
jun 08	1,7	112,8	123,9	165	13.106	-6	-5	-14	8
jul 08	1,7	114,9	119,8	264	12.920	-9	-5	-13	5
aug 08	1,6	112,7	120,4	264	12.665	-12	-9	-17	7
sep 08	1,6	113,0	120,8	270	12.230	-11	-12	-24	3
okt 08	1,7	112,2	119,3	317	11.399	-16	-13	-28	-7
nov 08	...	...	...	265	...	-13	-18	-33	-9

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) i pct. af ejendoms- værdi 2006
	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	64,4
2004	2.739	1.898	137,4	138,0	127,5	70,1
2005	2.767	1.924	141,4	141,7	130,7	82,3
2006	2.822	1.978	145,7	146,2	134,0	100,0
2007	2.898	2.056	151,3	152,0	137,1	104,9
Sæsonkorrigeret						
3. kv. 07	2.905	2.063	152,2	152,7	137,4	105,8
4. kv. 07	2.920	2.079	153,7	154,3	138,8	103,9
1. kv. 08	2.918	2.076	155,4	155,9	140,9	102,8
2. kv. 08	2.919	2.078	157,4	158,0	141,1	102,7
3. kv. 08	2.916	2.070	158,9	158,8	142,4	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
2003	-1,1	-1,2	3,7	4,2	3,0	3,2
2004	-0,6	-0,8	3,1	3,1	2,7	8,9
2005	1,0	1,4	2,9	2,7	2,5	17,6
2006	2,0	2,8	3,1	3,1	2,5	21,6
2007	2,7	4,0	3,8	4,0	2,3	4,6
3. kv. 07	2,9	4,3	4,0	4,2	2,3	2,7
4. kv. 07	2,2	3,4	4,3	4,3	2,7	1,2
1. kv. 08	1,4	1,9	4,4	4,3	3,9	-1,2
2. kv. 08	1,1	1,6	4,6	4,5	3,3	-2,7
3. kv. 08	0,4	0,3	4,4	4,0	3,6	...

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	
jun	08	745,86	479,36	942,21	79,54	93,32	462,16	4,4828	
jul	08	745,99	473,07	940,65	78,89	92,69	460,71	4,4286	
aug	08	745,95	498,34	940,97	79,37	93,57	460,13	4,5601	
sep	08	745,83	519,17	933,27	77,99	91,46	467,85	4,8701	
okt	08	745,45	560,29	947,73	75,69	86,83	490,96	5,6096	
nov	08	744,85	585,07	897,17	73,57	84,58	491,36	6,0444	

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	228,4	107,6	109,4	100,0
2006	101,6	246,2	233,0	107,5	110,2	102,2
2007	103,2	250,5	238,2	108,5	113,5	104,4
jun 08	106,5	260,5	247,3	111,9	118,1	108,6
jul 08	106,7	259,6	247,8	111,5	...	108,5
aug 08	105,8	260,0	247,6	111,0	...	108,3
sep 08	105,4	261,1	248,2	111,1	117,3	108,5
okt 08	104,5	260,7	248,0	110,4	...	108,6
nov 08	104,7	...	...	...	...	...
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	-0,7	-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	3,0	2,1
jun 08	3,3	3,8	3,8	3,1	4,3	4,0
jul 08	3,3	4,0	4,0	3,1	...	4,0
aug 08	2,5	4,3	3,9	3,0	...	3,8
sep 08	1,9	4,2	3,8	2,6	3,0	3,6
okt 08	0,8	3,7	3,3	1,9	...	3,2
nov 08	0,2	...	...	...	...	...

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 apreciering af kronen.

Nationalbankens statistiske publikationer

Periodiske publikationer (elektroniske)

Nationalbanken offentliggør ny statistik i elektroniske publikationer, der består af følgende to dele:

- **Nyt** der beskriver den aktuelle udvikling.
- **Tabeltillæg** der indeholder tabeller med størst mulig detaljeringsgrad.

"Nyt" findes kun på dansk, mens tabeltekster i tabeltillægget samt kilder og metoder også findes på engelsk.

Statistikbank

De statistiske publikationer suppleres af en database med alle tidsserier, der opdateres samtidig med udsendelsen. Tidsserierne indeholder data så langt tilbage i tid som muligt. Nationalbankens statistik offentliggøres som en integreret del af Danmarks Statistiks "Statistikbanken". Nationalbankens del af "Statistikbanken" kan tilgås direkte via:
nationalbanken.statistikbank.dk

Særlige opgørelser

De særlige opgørelser omhandler statistikker af tematisk karakter og udarbejdes ikke regelmæssigt.

Udgivelseskalender

En oversigt over statistiske udgivelser for løbende måned og følgende 3 måneder findes i udgivelseskalenderen, der kan hentes på:
www.nationalbanken.dk (under Statistik > Udgivelseskalender).