

DANMARKS NATIONALBANK

17. DECEMBER 2021 — NR. 11

Kronevalutamarkedet kan absorbere store virksomhedshandler

Asger Munch Grønlund
Senior Economist
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK
amg@nationalbanken.dk

Mathias Busk Tjørnum
Economist
FINANSIEL STATISTIK
mbt@nationalbanken.dk

Forfatteren er ansvarlig for synspunkter og konklusioner i dette memo.
De afspejler ikke nødvendigvis Nationalbankens.

Lars Risbjerg
Principal Economist
FINANSIEL STATISTIK
lri@nationalbanken.dk

Kronevalutamarkedet kan absorbere store virksomhedshandler

Resume

I de senere år har danske virksomheder i stigende grad købt udenlandske virksomheder og omvendt. Afhængigt af handlernes udformning og finansiering kan de have betydning for efterspørgslen efter kroner. Størrelsen af virksomhedshandlerne overstiger i nogle tilfælde den daglige omsætning i kronevalutamarkedet på 28 mia. kr. Tryg har fx for nylig købt et britisk forsikringselskab for 37 mia. kr.

Et case study af de senere års 23 største virksomhedshandler mellem Danmark og udlandet viser, at de ikke har givet anledning til større bevægelser i kronkursen end den normale daglige variation. Kronemarkedet har derfor været i stand til at absorbere de store virksomhedshandler.

Den begrænsede effekt kan hænge sammen med, at andre store aktører (eksempelvis forsikring- og pensionssektoren) af andre årsager har haft modsatrettede transaktioner i kronemarkedet i samme periode. Det kan også skyldes, at banksektoren imødekommer den ændrede kroneefterspørgsel ved at justere sin valutabeholdning.

I de senere år har der været et stigende omfang af virksomhedshandler over landegrænserne, hvor danske virksomheder har købt udenlandske virksomheder eller omvendt, jf. figur 1. Dette Economic Memo undersøger, i hvilket omfang handlerne har påvirket kronevalutamarkedet.

Handlens udformning afgør, om den påvirker kronemarkedet

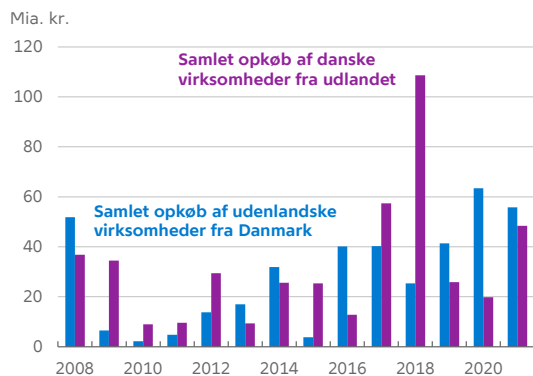
Virksomhedshandler vil kun påvirke kronemarkedet, hvis de indebærer, at kroner handles mod en anden valuta. Afregningsmetoden er afgørende for, om en virksomhedshandel giver anledning til enten køb eller salg af kroner.

Hvis en dansk virksomhed køber en udenlandsk virksomhed og handlen afregnes kontant i fremmed valuta, kan overtagelsen finansieres ved at købe fremmed valuta mod kroner i det danske valutamarked (kronevalutamarkedet). Et eksempel på dette er Trygs overtagelse af et britisk forsikringselskab, jf. nedenfor. Tilsvarende gælder det, at hvis en udenlandsk investor køber en dansk virksomhed kontant i kroner, vil det give anledning til efterspørgsel efter kroner.

Der er også virksomhedshandler, som ikke påvirker kronevalutamarkedet, fordi de ikke indebærer handel af kroner mod valuta. Det gælder fx handler, hvor betaling foretages med aktier, som det var tilfældet ved DSV's køb af schweiziske Panalpina for 37,6 mia. kr. i 2019. Det samme gælder, hvis en dansk virksomhed finansierer et opkøb ved at udstede gæld i valuta eller ved at overtage valutagæld i virksomheden.

De seneste år har budt på et stigende omfang af virksomhedshandler

Figur 1



Kilde: Nationalbanken og Bureau van Dijk.

Et andet eksempel er, hvis en dansk virksomhed, der køber en udenlandsk virksomhed, har en anden funktionel valuta end kroner. Det gælder fx Mærsk og Danfoss, som primært opererer i andre valutaer end kroner, og som har henholdsvis dollar og euro som deres funktionelle valutaer. Her kan en virksomhedshandel føre til omveksling mellem den funktionelle valuta og valutaen for virksomhedshandlen, men ikke til transaktioner i kronevalutamarkedet.

Afdækning af valutarisici kan have betydning for, hvornår kronemarkedet påvirkes

Når en dansk virksomhed indgår en aftale om køb af en udenlandsk virksomhed, går der typisk et stykke tid, inden handlen afsluttes, og betalingen i valuta gennemføres. For den danske virksomhed medfører det en risiko for, at valutaen styrkes, og beløbet i kroner bliver højere, når betalingen skal gennemføres. Valutarisikoen afdækkes ofte helt eller delvist.¹ Afdækningen foretages typisk ved, at den danske virksomhed indgår en valutaterminshandel med en bank, når virksomhedshandlen aftales. I terminshandlen aftales kursen for omvekslingen fra

kroner til valuta på betalingsdagen på forhånd, hvilket fjerner valutarisikoen.

Afdækning i forbindelse med en virksomhedshandel kan påvirke kronekursen straks, da bankerne typisk afdækker deres salg af valuta i valutaterminshandlen ved at købe valuta mod kroner i spotmarkedet.² En dansk virksomheds køb af en udenlandsk virksomhed kan derved føre til efterspørgsel efter valuta og salg af kroner og dermed potentielt en svækkelse af kronen, allerede når aftalen om virksomhedshandlen indgås, og valutarisikoen afdækkes.

Bankerne kan dog i første omgang tage noget af valutaeksponeringen på deres egen balance for efterfølgende at nedbringe den gradvist. Det vil mindske den umiddelbare påvirkning af kronevalutamarkedet. Bankernes kapacitet til at tage en valutaeksponering på balancen vil som udgangspunkt være større for handler i euro end i andre valutaer på grund af fastkurspolitikken og de begrænsede kursudsving i kronen overfor euro.

Valutaafdækningen kan afhænge af, om virksomhedshandlen gennemføres

Boks 1

Det er ikke sikkert, at en virksomhedshandel gennemføres, selv om ledelsen i den danske og udenlandske virksomhed har indgået en aftale. Ejere, i mange tilfælde aktionærene, i begge virksomheder skal godkende handlen, og i nogle tilfælde kan godkendelse af fx konkurrencemyndigheder eller finanstilsyn være påkrævet. En virksomhed, som køber en udenlandsk virksomhed i fremmed valuta, har mulighed for at indgå en valutaterminshandel, som er betinget af, at virksomhedshandlen gennemføres (deal-contingent FX forward agreements). Det betyder, at den danske virksomhed på tidspunktet for indgåelsen af virksomhedshandlen kan fastlåse omvekslingskursen og dermed det beløb i kroner, som den skal betale, såfremt handlen gennemføres. Hvis handlen derimod ikke gennemføres, kan virksomheden uden omkostninger undlade at gennemføre valutaterminshandlen. Hvis handlen gennemføres, betaler virksomheden typisk for denne option i form af en dårligere valutaterminskurs end i en ordinær terminskontrakt.

¹ Det fremgår af store børsnoterede virksomheders regnskaber, at de helt eller delvist afdækker deres valutaeksponering ved transaktioner.

² Banken kan afdække sin position i terminskontrakten ved at købe valuta mod kroner i spotmarkedet. Sidstnævnte påvirker kursen på

kroner i dag (spotkursen). For uddybende forklaring af valutaafdækning henvises til Danmarks Nationalbank (2015), Kronen under pres i januar-februar 2015, Kvartalsoversigt, 1. kvartal.

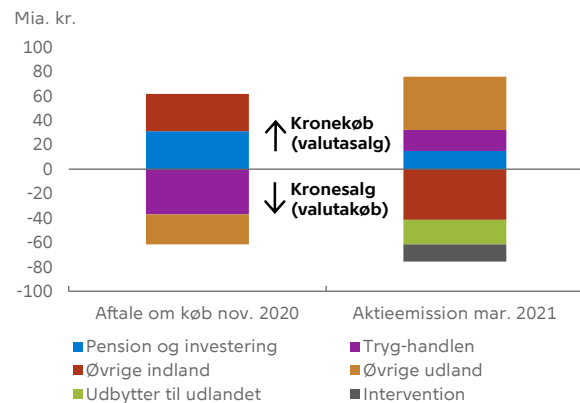
Trygs køb af RSA førte til kronosalg, men påvirkede ikke kursen betydeligt

Et af de seneste eksempler på en stor virksomhedshandel, der medførte salg af kroner, er Trygs overtagelse af det britiske forsikringselskab Royal Sun Alliance (RSA) for 37 mia. kr. Handlen blev afsluttet 1. juni 2021 og afregnet kontant i britiske pund. Tryg efterspurgte derfor britiske pund mod kroner i kronevalutamarkedet i forbindelse med handlen. Den gennemsnitlige daglige omsætning i kronevalutamarkedet er til sammenligning på 28 mia. kr.³ Transaktioner i denne størrelsesorden kan derfor påvirke kroneefterspørgslen betydeligt.

I november 2020, hvor Trygs køb af RSA blev aftalt, blev det også annonceret, at Tryg havde valutaafdækket købesummen i pund ved at indgå en valutaterminshandel. Terminshandlen var betinget af, at virksomhedshandlen blev gennemført, jf. boks 1.

Tryg-handlen påvirkede efterspørgslen efter kroner både ved aftalens indgåelse og finansieringen

Figur 3

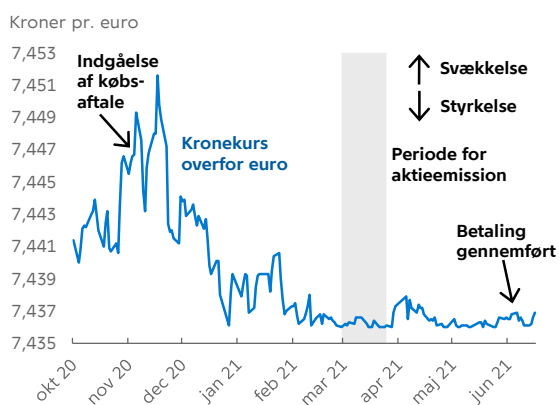


Anm.: Månedligt nettokøb af kroner. Pension og investering er pensions-, forsikrings- og investeringsforeningssektoren. Tryg-handlen indeholder valutaterminshandelene i november 2020 og udlandets køb af Tryg-aktier i marts 2021. Udbytter til udlandet er danske børsnoterede selskabers udbyttebetalinger til udlandet i marts 2021. Intervention er Nationalbankens intervention i valutamarkedet til handelsdato.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Kortvarig kronesvækkelse efter Tryg annoncerede køb af RSA

Figur 2



Anm.: Udviklingen i daglig kronkurs overfor euro. Aftalen blev indgået 5. november 2020. Aktieemissionen blev annonceret 1. marts 2021, og emissionsperioden var 5. – 26. marts 2021. Betalingen blev gennemført 1. juni 2021. Vekslingen mellem kroner og pund vil ændre efterspørgslen efter kroner og kan derved potentielt ændre kursen overfor alle valutaer. Givet fastkurspolitikken ses der på kronkursen overfor euro.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Kronen blev svækket en smule overfor euroen umiddelbart efter aftalen om handlen, jf. figur 2.

På trods af opkøbs størrelse på 37 mia. kr. var kronesvækkelsen ikke større end de normale bevægelser i kronkursen. De beskedne bevægelser i kronkursen kan afspejle, at forsikrings- og pensionssektoren havde et stigende behov for kroner i samme periode. En anden forklaring kan være, at banksektoren justerede sin valutabeholdning.

Månedlige data viser, at forsikring- og pensionssektoren købte kroner mod valuta i forbindelse med valutaafdækning af kursstigninger på udenlandske aktiver i november 2020, jf. figur 3.⁴ Det modgår salget af kroner i forbindelse med Trygs virksomhedshandel. Det er derfor i praksis svært at isolere effekten af virksomhedshandlen.

³ Omsætning i spot og terminshandel i kronevalutamarkedet, jf. BIS's valutamarkedsundersøgelse fra april 2019.

⁴ Se en oversigt over data for køb og salg af kroner i appendix i Lars Risbjerg og Asger Grønlund, Pres på kronen i krisetider, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 11, juli 2020.

Trygs finansiering af RSA-køb gav omvendt efterspørgsel efter kroner

Trygs køb af RSA påvirkede ikke kun efterspørgslen efter kroner i forbindelse med indgåelsen af handlen i november 2020.


Tryg finansierede købet af RSA ved en aktieemission i marts 2021, hvor Tryg solgte nye aktier for i alt 37 mia. kr. Aktieemissionen strakte sig over det meste af marts måned.


Månedlige data for marts viser, at udenlandske investorer netto købte nye Tryg-aktier for 19 mia. kr., jf. figur 3. De udenlandske investorers køb af Tryg-aktier vil (i fravær af valutaafdækning) føre til øget efterspørgsel efter kroner i samme størrelsesorden. Udenlandske investorer købte også kroner for at reducere deres afdækning af positioner i danske kroner i samme måned. Forsikrings- og pensionssektoren efterspurgte ligeledes kroner i marts 2021, da de reducerede deres beholdninger af udenlandske værdipapirer. Efterspørgslen efter kroner blev delvist opvejlet af danske selskabers rekordstore udbyttebetalinger til udenlandske aktionærer samt det øvrige indlands koncernlån til udenlandske datterselskaber blandt de største danske koncerner.

Danske virksomhedskøb i udlandet giver ikke større kronebevægelser end normalt

For nærmere at belyse, hvordan virksomhedshandler påvirker kronevalutamarkedet på aftaletidspunktet, er der udvalgt 12 cases omhandlende danske virksomheders køb af udenlandske virksomheder siden slutningen af 2015. Kriteriet for at indgå som case er, at købesummen er over 5 mia. kr., da transaktioner under dette niveau er af begrænset betydning i forhold til den daglige omsætning i kronemarkedet.

Virksomhedshandlerne er inddelt i to grupper afhængigt af, om de forventes at gå over kronevalutamarkedet:

- 

1. Handlen forventes at gå over kronevalutamarkedet ved omveksling eller afdækning, fordi handlen afregnes kontant og medfører køb eller salg af kroner mod valuta.
- 

2. Handlen forventes at gå uden om kronevalutamarkedet, fx hvis den danske virksomhed har anden funktionel valuta end kroner. Det samme gælder, hvis handlen er foretaget med et aktiebytte, hvor der ikke sker omveksling mellem kroner og valuta.

Gruppering af de udvalgte cases for danske virksomheders køb i udlandet

Tabel 1

Gruppe 1: Handler via kronevalutamarkedet	Køber	Købt selskab	Indgåelsesdato	Betalingsdato	Pris i mia. kr.	Betalingsmiddel	Afdækning	Funktionel valuta
	Tryg A/S	RSA	18-11-2020	01-06-2021	37,0	Kontant betaling	Ja	DKK
	Lundbeck A/S	Alder BioPharmaceuticals	16-09-2019	22-10-2019	13,1	Kontant betaling	Ja	DKK
	DSV A/S	UTI Worldwide Inc.	09-10-2015	22-01-2016	9,3	Kontant betaling	Ja	DKK
	Novo Nordisk A/S	Emisphere Technologies	06-11-2020	18-12-2020	8,3	Kontant betaling	Ja	DKK
	Novo Nordisk A/S	Ziyo Ltd	17-08-2018	17-08-2018	5,2	Kontant betaling + Earnouts	Ja	DKK
	LEO Pharma A/S	Astellas (Global Dermatology division)	11-11-2015	31-03-2016	5,0	Kontant betaling	-	DKK
Gruppe 2: Handler uden om kronevalutamarkedet	Køber	Købt selskab	Indgåelsesdato	Betalingsdato	Pris i mia. kr.	Betalingsmiddel	Afdækning	Funktionel valuta
	DSV A/S	Panalpina Weltransport AG	01-04-2019	19-08-2019	37,6	Aktiebytte	Nej	DKK
	Mærsk A/S	Hamburg Süd	01-12-2016	01-12-2017	27,5	Kontant og gældsfri basis	USD til EUR	USD
	DSV A/S	Agility Global Integrated Logistics	27-04-2021	16-08-2021	26,0	Aktiebytte	Nej	DKK
	Danfoss A/S	Eaton	21-01-2020	02-08-2021	20,0	Kontant betaling	EUR til USD	EUR
	DFDS A/S	U.N. Ro-Ro Işletmeleri A.Ş.	12-04-2018	07-06-2018	7,1	Kontant betaling	Nej	DKK
	Lundbeck A/S	Prexton Therapeutics	16-03-2018	31-03-2018	6,7	Kontant betaling + Earnouts	Nej	DKK

Note: En earnout er en betalingsaftale, hvor ejerne af den solgte virksomhed modtager dele af betalingen under forudsætning af, at virksomheden opnår en række aftalte milepæle. Denne type betaling ses for det meste i medicinalindustrien, hvor betalingen er betinget af godkendelse og salg af lægemidler under udvikling. Kontant og gældsfri basis betyder, at sælger beholder alle kontanter i selskabet, men samtidig er forpligtet til at afvikle al gæld i selskabet. Køber overtager derved et selskab uden kontanter og gæld. DFDS's køb i 2018 blev både afviklet og finansieret i euro og antages derfor ikke at påvirke kronevalutamarkedet.

Kilde: Danmarks Nationalbank, pressemeddelelser, årsrapporter og Bureau van Dijk.

De seks cases er inddelt i to grupper, jf. tabel 1. For at undersøge, hvordan kronens kurs overfor euroen har udviklet sig i forbindelse med handlerne, er den procentvise ændring beregnet fem dage før og fem dage efter datoen for indgåelse af handlen.⁵ Handlerne i gruppe 1 forventes at medføre et salg af kroner, som potentielt kan svække kronkursen, mens der ikke bør være nogen effekt på kronemarkedet af handlerne i gruppe 2.

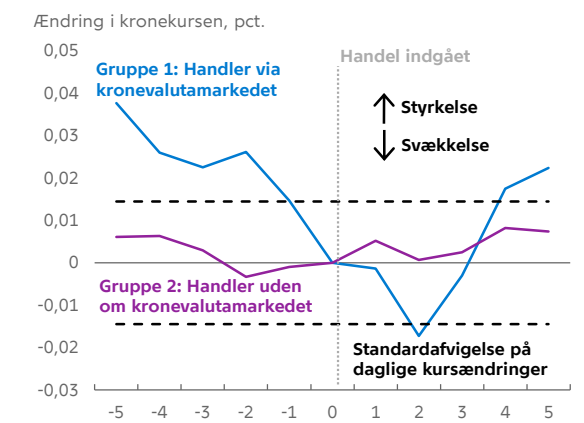
Figur 4 viser et vægtet gennemsnit for kronkursens udvikling i dagene omkring virksomhedshandlerne i gruppe 1 og 2. Særligt i gruppe 1 er der stor forskel på udviklingen omkring de enkelte handler, jf. figur 5. Kronevalutamarkedet er stort og har mange aktører. Udviklingen kan derfor skyldes mange andre faktorer end blot virksomhedshandlen.

Handlerne i gruppe 1 er i gennemsnit sammenfaldende med en begrænset svækkelse af kronkursen på 0,015 pct. fra indgåelsedagen og frem til to dage efter. Det svarer til standardafvigelsen på daglige kursændringer siden november 2015, hvor den første af de udvalgte virksomhedshandler blev indgået. Udsvingene i kronkursen i forbindelse med større virksomhedshandler ligger således inden for de normale kursudsving på kronevalutamarkedet. Fra tre dage efter indgåelsedagen begynder kronkursen at styrkes. Det må forventes, at jo flere dage der går efter indgåelsedagen, jo mere vil kronkursen påvirkes af andre faktorer end virksomhedshandlen. Kronen svækkes i gennemsnit allerede før handlen indgås. Der kan være tale om tilfældig variation, da den gennemsnitlige ændring primært er drevet af en handel, jf. figur 5.

For gruppe 2 sker der som forventet ikke en gennemsnitlig svækkelse i dagene efter indgåelsestidspunktet, jf. figur 4. Der er modsatrettede udviklinger i kursen for de enkelte handler, jf. figur 6.

Moderat kronesvækkelse, når danske opkøb i udlandet går gennem kronevalutamarkedet

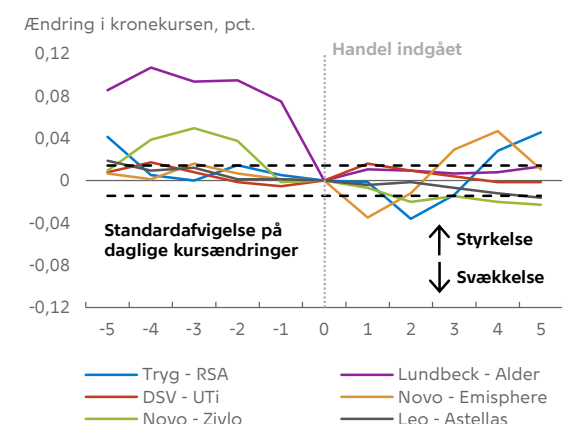
Figur 4



Anm.: Vægtet gennemsnit af den procentvise ændring i kronkursen overfor euroen fem dage før og efter indgåelsedatoen for cases i gruppe 1 og 2, jf. tabel 1. Gennemsnittet er vægtet med købesummens størrelse.
Kilde: Pressemeddelelser fra danske virksomheder og Danmarks Nationalbank.

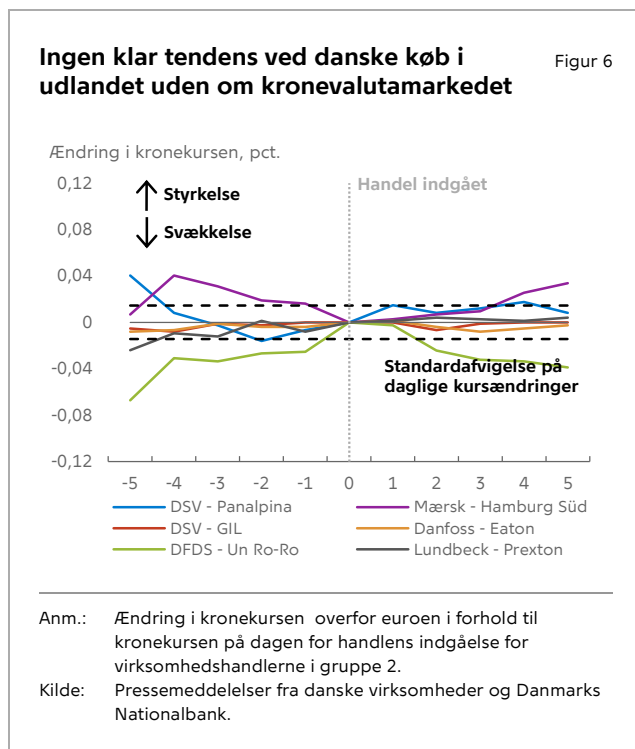
Forskellig udvikling i kronkursen for danske opkøb i udlandet, der går via kronevalutamarkedet

Figur 5



Anm.: Ændring i kronkursen overfor euroen i forhold til kronkursen på dagen for handlens indgåelse for virksomhedshandlerne i gruppe 1.
Kilde: Pressemeddelelser fra danske virksomheder og Danmarks Nationalbank.

⁵ Datoen for indgåelsen af handlen er annonceringsdatoen og antages at være dato for evt. afdækning af handlen.



Et eksempel på en handel i gruppe 1, hvor handlen går via kronevalutamarkedet, er opkøbet af TDC A/S i 2018. Her købte et konsortium bestående af ATP, PFA, PKA og australske Macquarie alle aktierne i TDC for 40 mia. kr. Macquarie skød 20 mia. kr. ind i et fælles dansk holdingselskab og har derfor efterspurgt kroner for et tilsvarende beløb op til afviklingen af handlen.

Omvendt har selve afviklingen af handlen givet anledning til kronosalg. Det skyldes, at de eksisterende ejere var udenlandske aktionærer, som havde TDC-aktier for 38 mia. kr. I forbindelse med handlen modtog de udenlandske aktionærer store beløb i kroner, som de formentlig har solgt mod valuta. Et andet eksempel i gruppe 1 er Nets A/S, som den amerikanske kapitalfond Hellman & Friedman købte for 33 mia. kr. 12. februar 2018. Efterspørgslen efter kroner til købet af Nets A/S svarede stort set til de udenlandske aktionæres potentielle valutaefterspørgsel, efter de modtog danske kroner for deres Nets-aktier.

Udenlandske opkøb i Danmark har heller ikke påvirket kronekursen

Et case study er ligeledes foretaget for udenlandske virksomheders køb af danske virksomheder. Inden for de seneste fem år er der udvalgt 11 cases omhandlende udenlandske køb af danske virksomheder på over 5 mia. kr. De 11 cases opdeles i to grupper afhængigt af, om handlen går via kronevalutamarkedet, jf. tabel 2.

I gruppe 2, hvor handlen går uden om kronevalutamarkedet, er fx TDC's salg af deres norske forretning Get AS, som blev købt af svenske Telia. Betalingen faldt i norske kroner, og derfor kom handlen ikke ind over kronevalutamarkedet.⁶

Gruppering af de udvalgte cases for udenlandske virksomheders køb i Danmark

Tabel 2

Gruppe 1: Handler via kronevalutamarkedet	Køber	Købt selskab	Indgåelsesdato	Betalingsdato	Pris i mia. kr.	Betalingsmiddel	Forklaring
	ATP, Macquarie mf.	TDC A/S	12-02-2018*	04-05-2018	40,8	Kontant betaling	
	Hellman & Friedman	Nets A/S	25-09-2017*	12-02-2018	33,1	Kontant betaling	
	Ontario teachers' pension plan board, ATP	Kastrup airports parent APS	13-09-2017	24-11-2017	9,8	Kontant betaling	
	NEC Corporation	KMD Holding	27-12-2018	21-02-2019	8,0	Kontant betaling	
Gruppe 2: Handler uden om kronevalutamarkedet	Køber	Købt selskab	Indgåelsesdato	Betalingsdato	Pris i mia. kr.	Betalingsmiddel	Forklaring
	Nexi S.p.A.	Nets A/S	15-11-2020	30-06-2021	60,0	Aktiebytte	
	Total A.A.	Mærsk Olie og Gas A/S	21-08-2017	08-03-2018	44,7	Aktiebytte	
	Mastercard	Nets A/S's betalingservice	06-08-2019	05-03-2021	21,2	Kontant betaling	Betaling i euro
	Telia Company AB	Get AS	17-07-2018	15-10-2018	16,5	Kontant betaling	Betaling i norske kroner
	Lone Star Global Acquisitions Ltd	STARK Group ApS	10-11-2017	30-06-2018	7,6	Kontant og gældsfrø basis	Betaling i euro med udenlandsk ejer
	Fujifilm Holdings Corporation	Biogen (Denmark) Manufacturing ApS	12-03-2019	01-08-2019	6,0	Kontant betaling	Betaling i dollar med udenlandsk ejer
	Koninklijke DSM N.V.	Glycom A/S	21-02-2020	01-04-2020	5,7	Gældsøvertagelse	

Note: *Dato for fremsættelse af købstilbud og ikke for indgåelse af handlen.

Kilde: Danmarks Nationalbank, pressemeldelser og Bureau van Dijk.

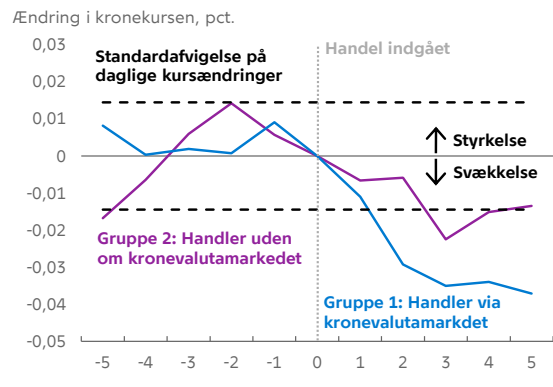
⁶ Betalingen gik til at afvikle gæld i norske kroner.

For både gruppe 1 og 2 er de gennemsnitlige ændringer i kronkursen omkring handlerne indgåelse små, jf. figur 7.

Selvom handlerne i gruppe 1 giver anledning til kronekøb, svækkes kronen i gennemsnit efter indgåelsen af handlerne. Det skyldes primært en svækkelse af kronkursen ved indgåelsen af TDC-handlen, jf. figur 8. Der kan her peges på særligt et forhold, som kan have medvirket til svækkelsen af kronen. Nets-handlen blev afviklet samme dato, som TDC-handlen blev indgået. Udenlandske aktionærer ejede Nets-aktier for 30 mia. kr. inden salget til Hellman & Friedman. Når udenlandske investorer modtager kroner, vil de typisk veksle dem til valuta, hvilket kan være årsagen til den moderate svækkelse af kronen.

Kronen svækkes i gennemsnit efter indgåelse af handler, hvor udlændinge køber danske virksomheder

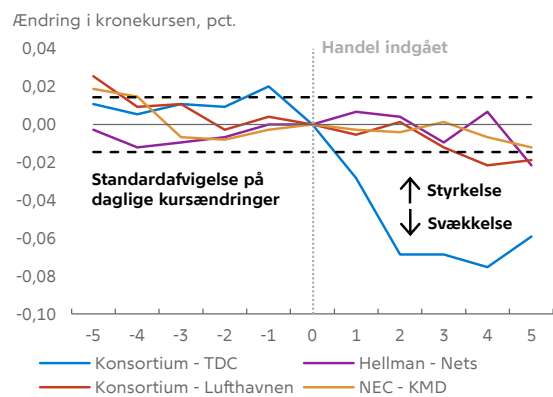
Figur 7



Anm.: Vægtet gennemsnit af den procentvise ændring i kronkursen overfor euroen fem dage før og efter indgåelsesdatoen for cases i gruppe 1 og 2, jf. tabel 2. Gennemsnittet er vægtet med købesummens størrelse.
 Kilde: Bureau van Dijk og Danmarks Nationalbank.

Kun kronestyrkelse efter købet af Nets A/S

Figur 8



Anm.: Den procentvise ændring i kronkursen overfor euroen fem dage før og efter indgåelsesdatoen for cases i gruppe 1, jf. tabel 2.
 Kilde: Bureau van Dijk og Danmarks Nationalbank.

UDGIVELSER



NYT

Nyt giver et hurtigt og tilgængeligt indblik i en Analyse, et Economic Memo, et Working Paper eller en Rapport fra Nationalbanken. Nyt udkommer løbende.



ANALYSE

Nationalbankens Analyseserie har fokus på økonomiske og finansielle forhold. Nogle af analyserne udkommer med fast frekvens, fx *Udsigter for dansk økonomi* og *Finansiel stabilitet*, der begge udkommer halvårligt. Andre analyser udkommer løbende.



RAPPORT

Nationalbankens Rapportserie er tilbagevendende rapporter og beretninger om Nationalbankens virke. Det er fx *Årsrapport* og *Statens låntagning og gæld*.



ECONOMIC MEMO

Economic Memo er en mellemtning mellem en Analyse og et Working Paper og viser ofte forfatterens igangværende analysearbejde. Serien henvender sig primært til fagpersoner. Economic Memo udkommer løbende.



WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde udført af ansatte i Nationalbanken og samarbejdspartnere. Serien henvender sig primært til fagpersoner og folk med interesse for den akademiske tilgang. Working Paper udkommer løbende.

DANMARKS NATIONALBANK
LANGELINIE ALLÉ 47
2100 KØBENHAVN Ø
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Danmarks Nationalbanks Economic Memos er tilgængelige på www.nationalbanken.dk. På hjemmesiden er det muligt at tilmelde sig en gratis nyhedsservice, der leverer en notifikation pr. e-mail ved enhver udgivelse af et Economic Memo.

Det er tilladt at kopiere fra Nationalbankens Economic Memos forudsat, at kilden udtrykkeligt anføres. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Henvendelser kan rettes direkte til forfatterne eller til Danmarks Nationalbank, Kommunikation, Kommunikation@nationalbanken.dk.



DANMARKS
NATIONALBANK