

DANMARKS
NATIONALBANK

**KVARTALSOVERSIGT
2. KVARTAL**

2014



DANMARKS
NATIONALBANK

DANMARKS
NATIONALBANK
KVARTALSOVERSIGT
2. KVARTAL
2014

KVARTALSOVERSIGT 2. KVARTAL 2014

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: Per Callesen
Redaktør: Niels Lynggård Hansen
Redaktionen er afsluttet 12. juni 2014.

Information om publikationen kan fås 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

ISSN (Online) 1398-3857

INDHOLD

7 AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

ARTIKLER

- 41** IMF'S UDLÅN TIL PROGRAMLANDE OG DANMARKS TILSAGN TIL IMF
Thomas Pihl Gade, Sune Malthe-Thagaard og Louise Funch Sørensen, Økonomisk Afdeling
- I de seneste år har IMF givet kriselån til adskillige lande og godkendt kreditter til potentielt sårbare lande via forebyggende faciliteter. Det er særligt europæiske lande, som har modtaget lån fra IMF siden begyndelsen på den globale krise. For at imødekomme efterspørgslen efter lån har IMF tilpasset udlånsfaciliteterne og øget udlånskapaciteten betragteligt gennem en række tiltag. I 2010 blev det besluttet at fordoble IMF's permanente resurser, som består af medlemslandenes indskud (kvoter). Flere lande, herunder Danmark, har derudover valgt at give tilsagn om midlertidige lån for at sikre, at IMF har tilstrækkelig kapacitet. Danmark ser en stor styrke i en international organisation som IMF, der arbejder for at fremme den internationale økonomiske og finansielle stabilitet. Danmarks lån til IMF kan betragtes som særdeles sikre, og IMF's medlemslande har historisk set aldrig lidt tab ved at stille kvotemidler eller midlertidige lån til rådighed.
- 53** ENERGIEFFEKTIVITET OG KONKURRENCEEVNE
Erik Haller Pedersen, Peter Beck Nellemann og Jakob Adolfsen, Økonomisk Afdeling
- Danske virksomheder er blandt verdens mest energieffektive. Høj energieffektivitet styrker den danske konkurrenceevne, hvis energipriserne stiger, da gennemslaget på færdigvarepriserne er mindre herhjemme end hos konkurrenterne. Over de seneste 10 år er olieprisen næsten firedoblet. Det har givet dansk industri en gevinst på lønkonkurrenceevnen på ca. 9 pct. svarende til en lønbesparelse på 27 kr. pr. time. Udlandet er langsomt ved at indhente dansk industris høje energieffektivitet, fordi det er nemmere og billigere at investere i kendt teknologi, end det er at udvikle ny. Det bliver således stadig sværere at bevare et forspring.

63

DANSK LANDBRUG

Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling, Birgitte Vølund Buchholst, Kapitalmarkedsafdelingen og Peter Askjær Drejer, Statistisk Afdeling

Dansk landbrug har været igennem en periode med en prisboble på jord, der på mange måder minder om, hvad vi har set på det danske boligmarked. Det har bragt gælds niveauet meget højt op, og egenkapitalgrundlaget i mange bedrifter er svagt. Næsten al gæld er variabelt forrentet, så en normalisering af renteniveauet vil slå igennem med fuld kraft. Pengeinstitutterne har i kølvandet på denne prisboble haft øgede nedskrivninger og tab på landbruget, og problemerne med at tiltrække yderligere kapital vanskeliggør det løbende generationsskifte i erhvervet. Indtjeningsmæssigt befinder dansk landbrug sig for øjeblikket i en gunstigere position end i mange år bl.a. i kraft af historisk lave finansieringsomkostninger og forholdsvis gode priser på landbrugsprodukter. Alligevel er erhvervet set under ét kun i stand til at præstere en gennemsnitlig egenkapitalforrentning på 2-4 pct. pr. år. Der er stor forskel på de enkelte bedrifters indtjenings- og gældssituation.

71

AKTUELLE TENDENSER I DEN GRØNLANDSKE ØKONOMI

Anders Møller Christensen og Carina Moselund Jensen, Økonomisk Afdeling

Grønland står over for betydelige økonomiske problemer. Efter en årrække med stærk vækst har den økonomiske aktivitet været for nedadgående i 2012 og 2013, og der er en del tegn på, at nedgangen fortsætter ind i 2014. Aktiviteten ved udvinding og efterforskning af råstoffer er faldet kraftigt, og ligeledes er investeringerne i bygninger og anlæg aftaget. Fiskeri af rejer, der økonomisk set er det vigtigste grønlandske fiskeri, har vigende fangster, og mulighederne for at udvide fiskeri efter de traditionelle arter må anses som begrænsede. Dog kan forsøgsfiskeri efter makrel vise sig at få stor betydning. Som følge af gunstige priser på fisk og skaldyr har økonomien i store dele af fiskerierhvervet været god, og det har bidraget til reduktion af underskuddet på handelsbalancen og små overskud på landskassens DAU-saldo i 2012 og 2013.

AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

SAMMENFATNING

Aktiviteten i den internationale økonomi tager gradvist til, om end der er betydelige forskelle på tværs af lande. I euroområdet har væksten været svagt positiv det seneste år. Fremgangen er især trukket af Tyskland, mens udviklingen er mere afdæmpet i andre af de store økonomier i euroområdet. Et opsving er i gang i både USA og Storbritannien. Aktiviteten i den amerikanske økonomi bremsede dog lidt op i begyndelsen af året, bl.a. som følge af en ekstraordinært kold vinter. I vækstøkonomierne er den økonomiske fremgang taget lidt af.

Væksten i de avancerede økonomier ventes at tiltage i løbet af 2014, drevet af den private indenlandske efterspørgsel, bl.a. som resultat af en meget lempelig pengepolitik. Samtidig aftager hastigheden af den finanspolitiske konsolidering. Både den private og den offentlige gæld er dog fortsat meget høj i mange lande, hvilket dæmper den økonomiske aktivitet.

I begyndelsen af juni nedsatte Den Europæiske Centralbank, ECB, de pengepolitiske renter. Samtidig annoncerede ECB en række foranstaltninger, der skal styrke gennemslaget af pengepolitikken ved at understøtte långivningen til husholdningerne og de ikke-finansielle virksomheder. I USA er en normalisering af pengepolitikken i gang. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har siden årsskiftet reduceret de månedlige opkøb af obligationer, som ventes at være afsluttet inden udgangen af året.

Aktiviteten i dansk økonomi er vokset det seneste år. Arbejds- og boligmarkederne er i bedring, og husholdningerne har udsigt til stigende realindkomster. Danmarks eksportmarkeder vokser, og tilliden i virksomhederne ligger pænt. Sammen med det betydelige opsparingsoverskud i den private sektor og meget lave renter giver det grundlag for, at opsvinget kan blive selv bærende.

Samlet set ventes den private efterspørgsel at øges jævnt de kommende år, mens den offentlige efterspørgsel antages at stige beskedent. Bruttonationalproduktet, BNP, skønnes at vokse med 1,5 pct. i år stigende til 1,8 pct. i 2015 og 2,0 pct. i 2016.

De danske prisstigninger er lave, men det skyldes i høj grad globale forhold, som er af midlertidig karakter. Selv om lønstigningerne i Danmark er beherskede, er den aktuelt lave inflation således ikke udtryk for et deflationært pres i dansk økonomi. Prisstigningstakten i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, ventes i år at blive 0,6 pct. stigende til 1,6 pct. i 2015 og 1,8 pct. i 2016.

Ledigheden er faldende og i visse faggrupper på samme niveau som i 2006 under overopledningen af dansk økonomi. I nogle områder stiger boligpriserne også kraftigt. Renten er tæt på nul, og boligmarkedet indeholder selvforstærkende mekanismer. Der er derfor behov for skærpet overvågning af udviklingen på arbejds- og boligmarkederne.

Konjunktursituationen tilsiger, at den strukturelle saldo på de offentlige finanser i 2015

bør ligge et stykke over den nedre grænse i henhold til budgetloven. I 2015 ventes dansk økonomi at være så langt henne i et opsving, at tilbagerulningen af de finanspolitiske lempelser bør være godt i gang, så der næste år sker en mærkbar forbedring af den planlagte strukturelle saldo. Det gælder især, når der tages hensyn til det lempelige udgangspunkt for finanspolitikken og det meget lave renteniveau.

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

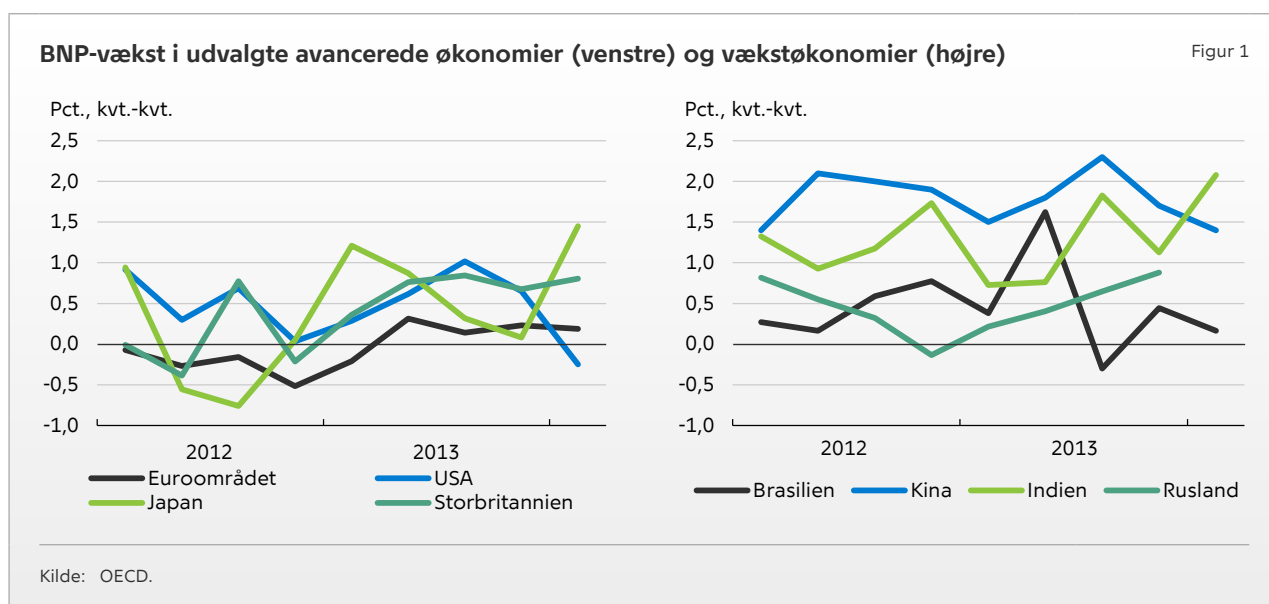
KONJUNKTURUDVIKLING OG VÆKSTUDSIGTER

Den økonomiske situation i de avancerede økonomier bliver gradvist bedre. Tillidsindikatorer er på vej op både blandt husholdninger og virksomheder, og investeringer og forbrug er begyndt at vokse. Der er imidlertid betydelige forskelle på tværs af lande. I euroområdet voksede økonomien med 0,2 pct. i 1. kvartal 2014, jf. figur 1 (venstre), især trukket af Tyskland og til dels Spanien. Udviklingen i andre af de store europæiske økonomier, herunder Italien og Frankrig, var mere afdæmpet eller negativ. I USA og Storbritannien er et opsving i gang, bl.a. med stigende privat forbrug og faldende ledighed. Den amerikanske aktivitet faldt dog svagt i 1. kvartal 2014, bl.a. som følge af en ekstraordinært kold vinter samt et negativt bidrag fra lagerinvesteringerne.

Blandt vækstøkonomierne er fremgangen svagt aftagende, jf. figur 1 (højre). Det afspejler delvist en normalisering af konjunktursituationen, bl.a. i Kina. Den indenlandske efterspørgsel er endvidere påvirket af stramninger af finans- og pengepolitikken, og en række lande har været ramt af finansiel uro som følge af bl.a. interne ubalancer.

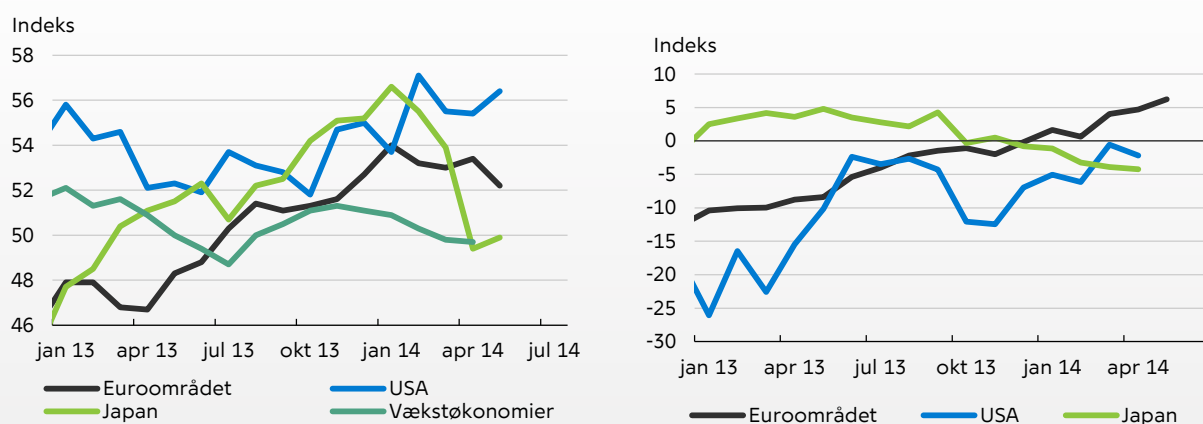
Den svage fremgang i euroområdet er baseret på positiv vækst i både det private forbrug, investeringer og nettoeksporten, og erhvervs- og forbrugertillidsindikatorer er løbende blevet forbedret igennem 2013, jf. figur 2. Aktiviteten bliver endvidere understøttet af, at det negative bidrag fra finanspolitikken aftager. Fremgangen i forbrug og investeringer drives bl.a. af et lavt renteniveau samt en voksende real disponibel indkomst som følge af, at beskæftigelsen endelig er begyndt at stige, om end fra et lavt niveau.

Væksten i euroområdet ventes at tiltage langsomt, jf. tabel 1. Fremgangen drives både af styrket indenlandsk efterspørgsel og af nettoeksporten. Både den private og den offentlige gæld er dog fortsat meget høj i mange lande, hvilket dæmper væksten. Risici knytter sig især til den finansielle sektor, fx hvis den kommende stresstest af europæiske banker afdækker væsentlige problemer. Modsat kan en positiv vurdering af udfaldet af stresstesten medføre en forbedring af tilliden og derigennem stærkere indenlandsk efterspørgsel.



PMI i udvalgte avancerede økonomier og vækstøkonomierne (venstre) og forbrugertillid (højre)

Figur 2



Anm.: Figur til venstre: Indekset er Purchasing Managers' Index, PMI, for fremstillingssektoren. Figur til højre: Alle indeks er afvigelse fra gennemsnit (januar 2010 til april 2014).
Kilde: Bloomberg og Reuters EcoWin.

I USA vendte økonomien tidligere end i euroområdet, og et opsving er i gang. Det drives primært af den indenlandske efterspørgsel, især det private forbrug, som understøttes af lave renter, tiltagende lønstigninger og stigende private formuer. Både erhvervs- og forbrugertillidsindikatorer peger på en pæn vækst

i 2. kvartal, jf. figur 2. I løbet af 2014 skønnes væksten at tiltage yderligere som følge af stærk fremgang i forbrug og investeringer, ligesom den finanspolitiske konsolidering aftager. Væksten kan dog blive lavere end ventet. Investeringerne kan stige langsommere, hvis renterne stiger mere end ventet, ligesom svag uden-

Skøn for BNP-vækst i udvalgte økonomier

Tabel 1

Pct.				Ændring ift. november 2013	
	2013	2014	2015	2014	2015
USA	1,9	2,6	3,5	-0,3	0,1
Euroområdet	-0,4	1,2	1,7	0,2	0,1
Tyskland	0,5	1,9	2,1	0,2	0,1
Frankrig	0,3	0,9	1,5	-0,1	-0,1
Italien	-1,8	0,5	1,1	-0,1	-0,3
Spanien	-1,2	1,0	1,5	0,5	0,5
Storbritannien	1,7	3,2	2,7	0,8	0,2
Japan	1,5	1,2	1,2	-0,3	0,2
Brasilien	2,3	1,8	2,2	-0,4	-0,3
Rusland	1,3	0,5	1,8	-1,8	-1,1
Indien	4,5	4,9	5,9	0,2	0,2
Kina	7,7	7,4	7,3	-0,8	-0,2

Anm.: Ændring i forhold til OECD, *Economic Outlook*, november 2013.
Kilde: OECD, *Economic Outlook*, maj 2014.

landsk efterspørgsel fra både euroområdet og vækstøkonomierne vil påvirke eksporten.

Den japanske økonomi blev i begyndelsen af 2014 stærkt påvirket af en momsforhøjelse fra 5 til 8 pct., der trådte i kraft i april i år. Økonomien voksede således 1,6 pct. i 1. kvartal, drevet af fremrykket privat forbrug. I 2. kvartal ventes forbruget at falde kraftigt, hvilket også afspejles i et stort fald i erhvervs- og forbrugertillidsindikatorerne, jf. figur 2. De negative konsekvenser af momsforhøjelsen forsøges modgået via finanspolitiske lempelser på omkring 1,1 pct. af BNP, som bl.a. inkluderer økonomisk hjælp til husstande med lav indkomst samt lavere virksomhedsskatter. Samlet set ventes de politiske tiltag dog at reducere væksten i 2014.

Væksten i Kina aftog i begyndelsen af 2014, bl.a. som følge af strammere finansieringsvilkår med begrænsninger på boliglån og derved et svagere ejendomsmarked. Den økonomiske fremgang ventes samlet set at blive lidt lavere i både 2014 og 2015 end i 2013. I andre af de store vækstøkonomier ventes væksten at tiltage lidt i løbet af 2014, især trukket af øget eksport til de avancerede økonomier.

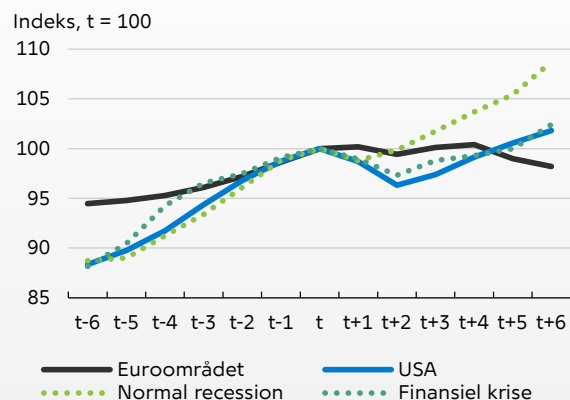
Forbrug og investeringer

Det private forbrug i euroområdet faldt lidt i begyndelsen af den globale økonomiske og finansielle krise, men kom sig, inden statsgældskrisen brød ud i 2011. I de første år af krisen udviklede det private forbrug sig således bedre, end hvad der normalt ses under finansielle kriser, jf. figur 3. Siden 2011 har det private forbrug for euroområdet under ét derimod udviklet sig en del svagere. Det dækker dog over store forskelle på tværs af landene. Fra 2008 til 2013 er det private forbrug faldet med ca. 27 pct. i Grækenland og ca. 10 pct. for GIIPS-landene som helhed (Grækenland, Irland, Italien, Portugal og Spanien), mens det er steget med 2-5 pct. i bl.a. Tyskland, Østrig og Frankrig. I USA faldt det private forbrug mere end i euroområdet, da krisen ramte, men efterfølgende har udviklingen i USA omtrent svaret til forløbet under andre finansielle kriser.

Nedgangen i det private forbrug i euroområdet siden 2011 skyldes især, at de reale disponible indkomster faldt. Det afspejler en

Udvikling i det reale private forbrug pr. indbygger under den globale økonomiske krise, et normalt tilbageslag og en finansielle krise

Figur 3



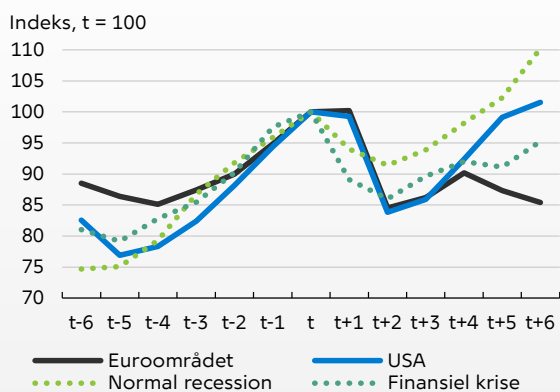
Anm.: t er år. For euroområdet og USA er t = 2007. Normal recession er medianen for konjunkturtilbageslag i 17 avancerede økonomier i perioden 1970-2012, ekskl. finansielle kriser. t er lokale maksima for BNP. Finansielle kriser er tilbageslag identificeret som finansielle kriser i de samme lande og over samme periode, jf. Laeven og Valencia (2013).
Kilde: OECD, Eurostat og egne beregninger.

kombination af strammere finanspolitik og faldende beskæftigelse og realløn. Husholdningerne har dog i et vist omfang fastholdt forbruget, så virkningerne af faldende indkomst er modgået ved at spare mindre op. Samtidig har husholdningerne reduceret investeringerne kraftigt.

Krisen medførte også et markant fald i investeringerne i de avancerede økonomier i årene 2008-09, særligt i de faste erhvervsinvesteringer (maskiner, bygninger mv.). Faldet var større end under normale konjunkturtilbageslag, og udviklingen fulgte i højere grad forløbet under andre finansielle kriser, jf. figur 4, hvor virkshederne både oplever lavere efterspørgsel og markant strammere finansieringsvilkår. I både euroområdet og USA var det især investeringer i servicesektoren, der faldt.

Siden 2009 og frem til nu har erhvervsinvesteringerne i euroområdet været omtrent uændrede. Det skyldes især afdæmpet efterspørgsel og svage vækstudsigter, men øget usikkerhed og stramme kreditstandarder har givetvis også spillet en rolle. I USA er investeringerne vokset siden 2009, understøttet af stigende indenlandsk efterspørgsel, meget lave renter og en hurtig forbedring af de amerikan-

Udvikling i reale erhvervsinvesteringer under den globale økonomiske krise, et normalt tilbageslag og en finansiel krise Figur 4



Anm.: t er år. For euroområdet og USA er t = 2007. Normal recession er medianen for konjunkturtilbageslag i 17 avancerede økonomier i perioden 1970-2012, ekskl. finansielle kriser. t er lokale maksima for BNP. Finansielle kriser er tilbageslag identificeret som finansielle kriser i de samme lande og over samme periode, jf. Laeven og Valencia (2013).
Kilde: OECD, Eurostat og egne beregninger.

ske bankers balance, bl.a. i form af tilførsel af ny kapital samt afskrivning af dårlige aktiver.

I både euroområdet og USA er investeringernes andel af BNP dog fortsat meget lav i forhold til det historiske gennemsnit over de sidste ca. 20 år. De internationale organisationer forventer en gradvis normalisering af investeringskvoterne i de kommende år. Fremgangen understøttes af lave renter. I euroområdet som helhed ventes kreditstandarderne desuden at blive lempet lidt efter at være blevet strammet siden krisens begyndelse. Der er desuden udsigt til øget efterspørgsel og indtjening. Behovet for at nedbringe gæld i visse lande og sektorer lægger dog en dæmper på væksten. Investeringerne kan overraske positivt, hvis fx erhvervstilliden forbedres, så udskudte investeringsprojekter gennemføres, mens hurtigere rentestigninger end forventet omvendt vil kunne dæmpe investeringsvæksten.

Betalingsbalancer

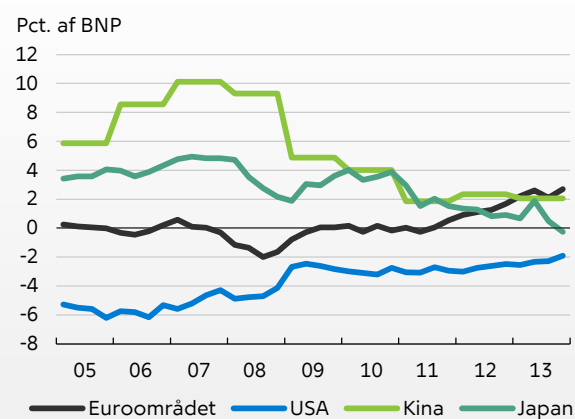
De globale ubalancer er blevet kraftigt reduceret siden begyndelsen af finanskrisen, jf. figur 5. Udviklingen i 2008-10 var især drevet af kraftigt faldende oliepriser, en svag indenlandsk efterspørgsel i lande med betalingsbalanceunder-

skud, herunder USA, Spanien og Grækenland, samt en betydelig stigning i formueindkomsten i USA. Det kinesiske betalingsbalanceoverskud blev endvidere reduceret, fordi den kinesiske renminbi gradvist fik lov til at appreciere over for dollar, finanspolitikken blev lempet markant i 2008-09, og der var en kraftig kreditvækst, som understøttede den indenlandske efterspørgsel. I perioden 2010-13 er ubalancerne reduceret yderligere. I Japan faldt overskuddet på betalingsbalancen bl.a., fordi energiimporten steg kraftigt som følge af lukningen af en række atomkræftværker siden katastrofen på atomkraftværket Fukushima i marts 2011. I USA er underskuddet på betalingsbalancen de sidste par år især reduceret, fordi en øget indenlandsk produktion af skiffergas har reduceret behovet for at importere olie.

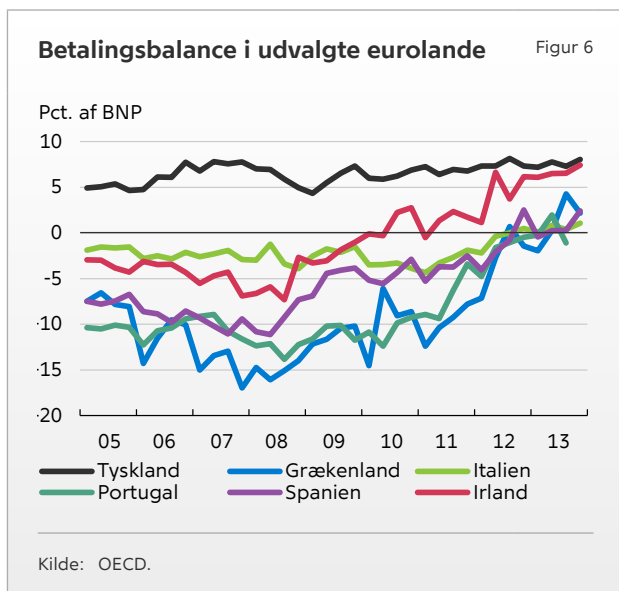
I euroområdet har især GIIPS-landene forbedret deres betalingsbalancer, mens bl.a. Tyskland har fastholdt et stort overskud, jf. figur 6. Udviklingen i GIIPS-landene har været drevet af både en lav indenlandsk efterspørgsel og en styrket konkurrenceevne som følge af lave lønstigninger og strukturelle reformer.

De internationale organisationer venter, at de globale ubalancer vil være omtrent uændrede i 2014-15. I euroområdet ventes overskuddet på betalingsbalancen at stige svagt på trods af tiltagende indenlandsk efterspørgsel. Det skal bl.a. ses i lyset af den forbedrede konkurrenceevne i GIIPS-landene. I USA skønnes energiimporten at fortsætte med at falde, men stigen-

Betalingsbalance i udvalgte lande Figur 5



Kilde: OECD.



de indenlandsk efterspørgsel opvejer det, så underskuddet ventes at blive svagt forøget de kommende år. I Kina er der udsigt til, at overskuddet på betalingsbalancen forbliver på det nuværende lave niveau som følge af omtrent samme vækst i indenlandsk og udenlandsk efterspørgsel.

Arbejdsmarkeder og inflation

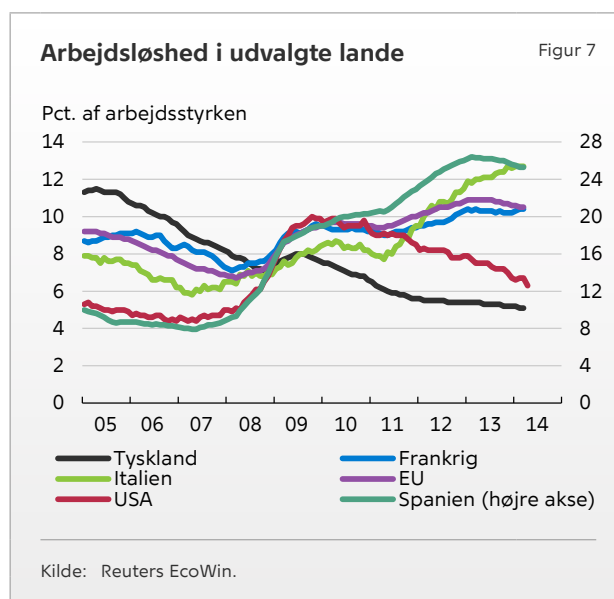
Den økonomiske fremgang i de avancerede økonomier afspejles på arbejdsmarkederne. I USA er arbejdsløsheden faldet siden midten af 2010, jf. figur 7. Det skal dog ses i lyset af, at erhvervsfrekvensen er faldet, og at mange beskæftigede kun har deltidsarbejde, men ønsker at arbejde fuld tid. I euroområdet vendte udviklingen i 4. kvartal 2013 efter halvandet år med faldende beskæftigelse og stigende ledighed. Ledighedsniveauet er dog meget højt i nogle lande. I Spanien var over 25 pct. af arbejdsstyrken uden arbejde i begyndelsen af 2014, mens arbejdsløsheden i Tyskland var omkring det strukturelle niveau.

De store forskelle i arbejdsløsheden på tværs af landene har ført til nettoindvandring til lande med lav arbejdsløshed, mens der er nettoudvandring fra lande med høj arbejdsløshed, jf. tabel 2. Det bidrager til at mindske de negative konsekvenser af den økonomiske lavkonjunktur. De seneste år har der således været nettoindvandring til Tyskland, mens der har været nettoudvandring fra bl.a. Spanien, Irland og Portugal. I årene op til krisen havde Spanien nettoindvan-

dring på over 600.000 personer i gennemsnit om året. En stor del af tilflytterne var fra Central- og Sydamerika, og der er tegn på, at nogle af disse personer nu flytter tilbage. Italien og Storbritannien har både før og efter krisen haft en høj nettoindvandring. Mere end 50 pct. af tilflytterne kommer fra lande uden for EU.

Den høje arbejdsløshed i mange eurolande medfører, at der er et betydeligt nedadgående pres på lønstigningerne. De nominelle lønstigninger i euroområdet i 2013 var således meget lave på knap 1,5 pct. Efterhånden som arbejdsløsheden i euroområdet falder, må det forventes, at lønstigningstakterne vil øges til et mere normalt niveau. I Tyskland er ledigheden derimod lavere og tæt på sit strukturelle niveau, men alligevel var lønstigningerne i 2013 kun 2,3 pct. De internationale organisationer forventer, at de tyske lønstigninger i gennemsnit bliver omkring 3 pct. i 2014.

I USA er det mere usikkert, hvordan lønudviklingen bliver de kommende år. Det skyldes bl.a. usikkerhed om størrelsen af den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet. På den ene side er arbejdsløsheden faldet til 6,3 pct., hvilket er tæt på Congressional Budget Offices estimerede strukturelle arbejdsløshed. Ledighedsgabet er således tæt på nul, hvilket taler for, at lønstigningstakten vil stige. På den anden side har mange beskæftigede kun deltidsarbejde, men ønsker at arbejde fuld tid. Derudover faldt erhvervsfrekvensen kraftigt i 2007-10 i takt med, at ledigheden steg, men den er efterfølgende



Nettoimmigration og arbejdsløshed i udvalgte EU-lande

Tabel 2

	Nettoimmigration (1.000 personer), gns. 2002-07	Nettoimmigration (pct. af befolkning), gns. 2002-07	Nettoimmigration (1.000 personer), gns. 2010-12	Nettoimmigration (pct. af befolkning), gns. 2010-12	Ledighed, pct. (2013) ¹
Italien	323	0,6	309	0,5	10,3
Tyskland	98	0,1	248	0,3	5,0
Storbritannien	157	0,3	215	0,3	5,4
Sverige	36	0,4	49	0,5	5,7
Frankrig	93	0,1	39	0,1	8,8
Finland	8	0,2	16	0,3	6,5
Danmark	10	0,2	11	0,2	5,9
Tjekkiet	35	0,3	-18	-0,2	6,1
Portugal	44	0,4	-19	-0,2	14,8
Irland	59	1,4	-32	-0,7	11,6
Spanien	628	1,5	-74	-0,2	23,8
Polen	-18	0,0	-77	-0,2	8,8
EU-27	-	-	513	0,1	9,4

Anm.: Immigration defineres af Eurostat ved, at en person flytter til et andet land og forventer at være bosiddende der i mindst 12 måneder.
Kilde: Eurostat.

¹ Pct. af 25-74-årige.

forblevet på et lavt niveau på trods af faldende ledighed. Den lave erhvervsfrekvens kan kun delvist forklares af strukturelle faktorer. På den baggrund vurderer Federal Reserve, at der er mere ledig kapacitet på arbejdsmarkedet, end arbejdsløsheden alene tilsiger. Det reducerer lønpresset. Lønstigningstakten var omkring 2,5 pct. i begyndelsen af 2014 mod omkring 1,5 pct. i slutningen af 2012.

I euroområdet aftog den årlige stigning i forbrugerprisindekset (HICP) fra 0,7 pct. i april til 0,5 pct. i maj, mens kerneinflationen (prisudviklingen rensset for energi og fødevarer mv.) faldt fra 1,0 til 0,7 pct., jf. figur 8 (venstre). Siden slutningen af 2013 har forbrugerpristigningerne ligget under 1 pct. år til år og med en svagt aftagende tendens. Det er under ECB's målsætning og skal bl.a. ses i lyset af det begrænsede kapacitetspres og lave lønstigninger i euroområdet samt en periode med faldende energipriser. Derudover har en styrkelse af euroen generelt bidraget til at reducere importpriserne. ECB's formand udtalte i begyndelsen af marts, at eurostyrkelsen siden 2012 og frem til da på

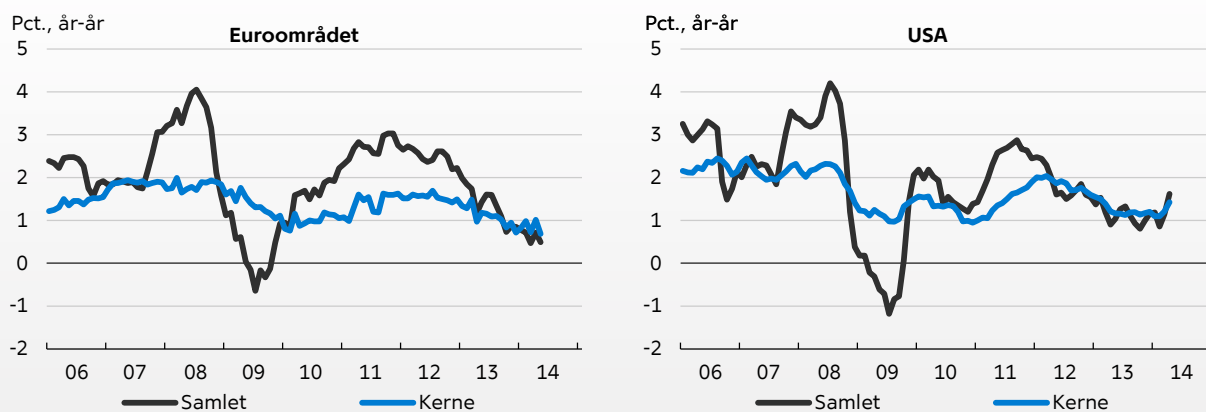
ca. 10 pct. isoleret set havde trukket forbrugerprisstigningen ned med ca. 0,4 procentpoint. Inflationen er især lav i de sydeuropæiske lande. I Grækenland og Portugal er priserne endda faldet.

Prisstigningstakten i USA målt ved deflatoren for det private forbrug (Federal Reserves foretrukne mål for prisudviklingen) lå i 2013 og i begyndelsen af 2014 omkring 1 pct., jf. figur 8 (højre), bl.a. som følge af lave prisstigninger på fødevarer og energi. Derudover var de årlige prisstigninger frem til april holdt nede af midlertidige prisfald i marts og april sidste år. Bortfaldet af disse effekter bidrog til, at inflationen i april steg til 1,6 pct. fra 1,2 pct. i marts.

Både ECB og Federal Reserve skønner, at prisstigningstakten kun vil stige langsomt fremadrettet. ECB forventer i sit seneste skøn fra juni 2014, at inflationen forbliver lav i 2014 og når 1,5 pct. i slutningen af 2016. Den langsomme tilpasning er baseret på en forventning om et svagt underliggende prispres givet den store arbejdsløshed, som kun langsomt reduceres over de kommende år. Endvidere forventes

Prisudvikling i euroområdet og USA

Figur 8



Anm.: Prisudviklingen i euroområdet er HICP, mens den i USA er baseret på Federal Reserves foretrukne mål for prisudviklingen, PCE.
Kilde: Reuters EcoWin.

hverken valutakursen eller energipriserne at bidrage til prisstigninger.

FINANSIELLE FORHOLD

ECB annoncerede 5. juni en nedsættelse af de pengepolitiske renter med henvisning til den seneste tids indikationer på yderligere aftagende inflationært pres i euroområdet, en økonomisk vækst i 1. kvartal, der var svagere end ventet, og en svag udlånsudvikling til ikke-finansielle selskaber og husholdninger. Med virkning fra 11. juni blev renten på de primære markedsoperationer og indlånsfaciliteten nedsat med 0,10 procentpoint til henholdsvis 0,15 og -0,10 pct., og renten på den marginale udlånsfacilitet blev nedsat med 0,35 procentpoint til 0,40 pct. Det er første gang, at en af ECB's renter er negativ. Ud over rentenedsættelsen annoncerede ECB en række foranstaltninger, der skal styrke den pengepolitiske transmissionsmekanisme ved at understøtte långivningen til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. ECB vil fra september 2014 til og med juni 2016 kvartalsvist tilbyde lange lån med fast rente til de pengepolitiske modparter i form af målrettede langfristede markedsoperationer, TLTRO'er. Alle TLTRO'er udløber i september 2018 og har dermed en løbetid op til 4 år. Renten på markedsoperationerne fastsættes til renten ved de primære markedsoperationer på optagelsestidspunktet plus et fast tillæg på 0,10 procentpoint. Det beløb, hver modpart

kan låne i operationerne, bestemmes ud fra omfanget af deres udlån til ikke-finansielle selskaber og husholdninger, ekskl. udlån til boligkøb, i euroområdet. ECB vurderer, at omfanget af likviditetstildelingen ved de to første auktioner potentielt kan udgøre omkring 400 mia. euro tilsammen. For yderligere at understøtte likviditeten blandt euroområdets banker vil ECB indstille den ugentlige finjusterede operation, der steriliserer den likviditet, som blev tilført under Securities Markets Programme, SMP, i perioden maj 2010 til september 2012. Derudover blev minimumsperioden for fuld tildeling til fast rente ved de ugentlige primære markedsoperationer og 3-måneders langfristede operationer forlænget med halvandet år til december 2016, og denne praksis vil fortsat gælde så længe, det er nødvendigt. ECB meddelte også, at forberedelserne i tilknytning til centralbankens direkte opkøb af asset-backed securities vil blive intensiveret.

ECB's rentenedsættelse var i store træk i tråd med markedsforventningerne. Efter annonceringen af rentenedsættelsen blev euroen svækket over for dollaren, og renterne på eurolandenes 10-årige statsobligationer og pengemarkedsrenterne faldt.

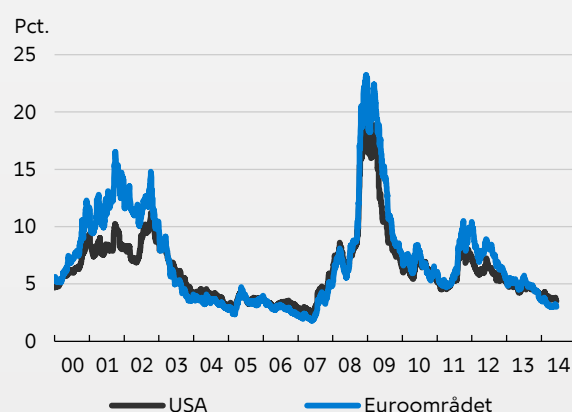
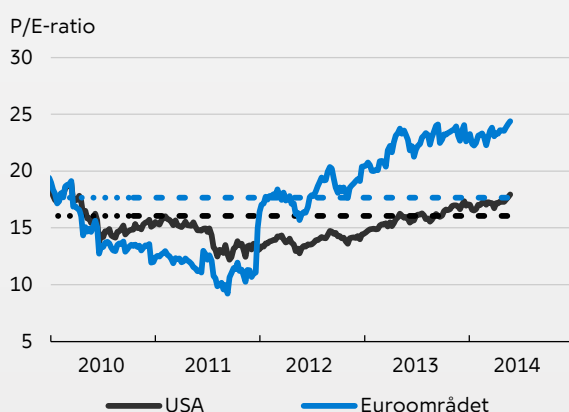
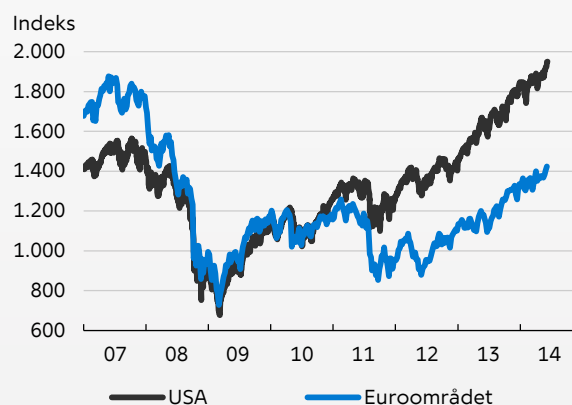
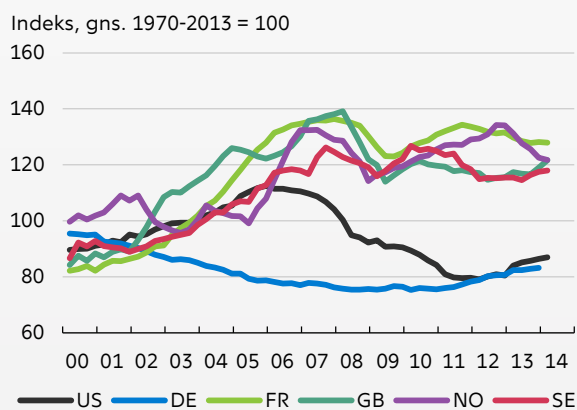
Federal Reserve justerede sin forward guidance i forbindelse med mødet i marts i Federal Open Market Committee, FOMC. Det skyldes, at ledigheden i USA på det tidspunkt var tæt på 6,5 pct., som var tærskelværdien

I forbindelse med den økonomiske og finansielle krise blev pengepolitikken lempet i mange lande i lyset af den svage konjunktursituation. De pengepolitiske renter er nu historisk lave i de avancerede økonomier.

Længere perioder med ekstraordinært lave renter indebærer en risiko for usund søgen efter afkast og opbygning af aktivbobler. Hvis det forventede afkast på mere sikre aktiver (fx statsobligationer) er meget lavt, kan investorer vælge at placere deres midler i aktiver med højere forventet afkast og risiko som fx erhvervsobligationer, aktier eller ejendomme. Det kan forstærkes gennem accelereret kreditvækst og gearing og øger risikoen for aktivbobler. Et pludseligt stød til aktivmarkederne kan prikke hul på boblerne og medføre kursfald på aktiver med høj risiko samt kreditkontraktion. Afhængigt af stødet og robustheden af det finansielle system kan det have alvorlige systemiske følger.

Forholdet mellem boligpriser og indkomst er steget i USA siden begyndelsen af 2012, men ligger stadig lavt i forhold til niveauet før krisen, jf. boksfigur (øverst, venstre). I en række europæiske lande ligger forholdet mellem boligpriser og indkomst højt i forhold til de historiske gennemsnit. Generelt er der ikke tegn på, at priserne er accelereret i perioden med meget lave renter, om end enkelte lande og byer har haft ganske kraftigt stigende priser de seneste år. Aktiekurserne er til gengæld steget betydeligt, især siden udgangen af 2011, jf. boksfigur (øverst, højre). Priserne på erhvervsobligationer er også steget siden begyndelsen af 2012. Det tyder på, at investorerne er blevet mere villige til at investere i aktiver med højere risiko i deres søgen efter afkast. Vurderet ud fra et simpelt mål som aktiekurserne i forhold til selskabernes indtjening (Price-Earnings ratio) ligger aktiekurserne i euroområdet forholdsvis højt, mens de i USA kun ligger lidt over gennemsnittet for de seneste 10 år, jf. boksfigur (nederst, venstre). Kreditspændet mellem højrente erhvervsobligationer (erhvervsobligationer hvis kreditvurdering er lavere end Investment Grade) og statsrenterne er stort set tilbage på det lave niveau før krisen, jf. boksfigur (nederst, højre). Selv om det er vanskeligt at vurdere, tyder disse forhold på, at nogle af aktivpriserne i USA og euroområdet ligger i den høje ende af, hvad fundamentale faktorer tilsiger.

Boligpriser i forhold til indkomst (øverst, venstre), aktieindeks (øverst, højre), Price-Earnings (P/E) ratio (nederst, venstre) og kreditspænd (nederst, højre)



Anm.: Pris-indkomstforholdet er nominelle boligpriser i forhold til nominel disponibel indkomst pr. person. De anvendte aktieindeks er S&P500 for USA og S&P178 for euroområdet. Stiplede linjer angiver gennemsnit for de seneste 10 år. Kreditspændet er et indeks for rentespændet mellem renten på højrente-erhvervsobligationer og statsrenter (High Yield Index Option-Adjusted Spread).

Kilde: Reuters EcoWin, Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch og OECD.

for, hvornår renten kunne forventes at stige. Federal Reserve forventer nu i stedet, at det vil være passende at fastholde renten på det

nuværende lave niveau i længere tid ("considerable time"), efter at opkøbsprogrammet er afsluttet. De månedlige opkøb er blevet

reduceret med 10 mia. dollar i forbindelse med hvert FOMC-møde siden december 2013 (næsten hver måned) og udgjorde i maj 45 mia. dollar. Fortsætter tempoet uændret, vil opkøbsprogrammet være afsluttet inden udgangen af året. Ved samme lejlighed fremgik det, at FOMC-medlemmernes forventning til niveauet for renten var øget.

Den lempelige pengepolitik, der føres i USA og euroområdet, har bidraget til, at renterne er historisk lave. Det indebærer en risiko for, at der opbygges aktivbobler. Samlet set er der på nuværende tidspunkt tegn på, at nogle af aktivpriserne i USA og euroområdet ligger i den høje ende af, hvad fundamentale faktorer tilsiger, jf. boks 1.

I euroområdet er statsrentespændene indsnævret meget i forhold til for et par år siden, jf. figur 9 (venstre). Det er bl.a. et udtryk for, at markederne er blevet mere positive, og at risikovilligheden er blevet større, efter at den økonomiske situation er vendt. Fremgang med reformer og generelt bedre offentlige finanser har også bidraget til at reducere risikopræmierne i GIIPS-landene.

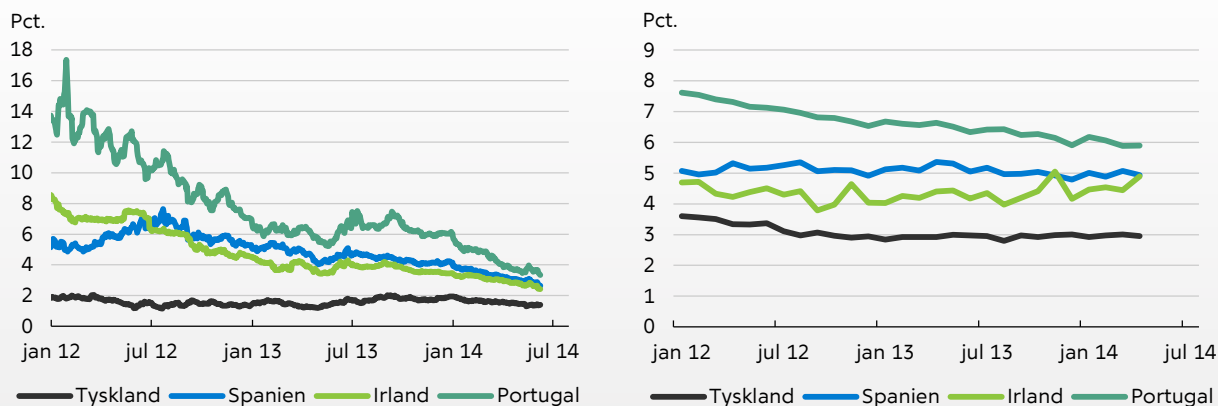
Bankernes udlånsrenter er faldet svagt, men der er stadig stor spredning, jf. figur 9 (højre). I Portugal er udlånsrenterne dog faldet mere end i Tyskland de seneste år, og rentespændet er derfor indsnævret. Spredningen skyldes bl.a., at kreditrisikoen i GIIPS-landene er ble-

vet forøget, fordi deres økonomiske udvikling har været særlig svag, hvilket har ført til en markant stigning i misligholdte lån, især for virksomhederne. Ifølge Den Internationale Valutafond, IMF, er antallet af misligholdte lån fordoblet siden 2009 og udgjorde i slutningen af 2013 ca. 840 mia. euro for euroområdet som helhed, svarende til 2,8 pct. af de monetære og finansielle institutioners samlede balance. Det påvirker bankernes profitabilitet og tilskynder dem til at øge udlånsrenterne. Bankerne er endvidere i færd med at forbedre deres balancer og øge deres kapitalstødpuder, hvilket også giver incitament til at fastholde en højere rente for at øge indtjeningen.

Bankernes tilpasning af deres balancer har påvirket kreditgivningen, især i GIIPS-landene. I årene op til krisen var kreditvæksten i disse lande meget høj, jf. figur 10, men siden 2009 har den været negativ. ECB's udlånsundersøgelse viser, at kreditvilkårene er blevet strammet i GIIPS-landene under krisen, men at de har været nogenlunde uændrede det seneste år. I de nordeuropæiske eurolande har kreditvilkårene været omtrent uændrede siden 2010. Tilbagegangen i kreditgivningen skal dog også ses i lyset af, at efterspørgslen efter nye lån har været svag. Kreditvæksten er negativ for både husholdninger og virksomheder, om end den er svagt positiv for husholdningerne i de nordeuropæiske eurolande. I USA har kre-

Rente på 10-årige statsobligationer (venstre) og udlånsrenter til ikke-finansielle virksomheder (højre), udvalgte lande

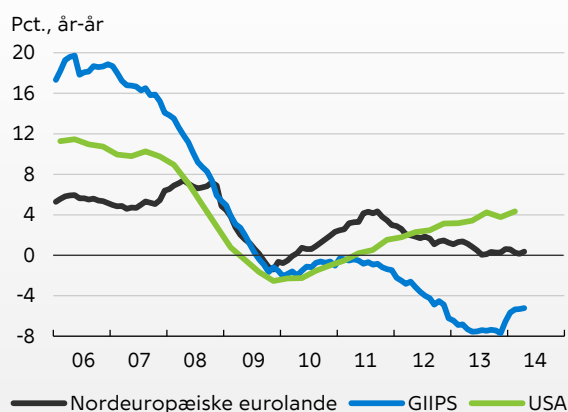
Figur 9



Anm.: Udlånsrenter er renter på lån under 1 mio. euro med løbetid op til 1 år.
Kilde: ECB og Reuters EcoWin.

Kreditvækst i nordeuropæiske euro-lande, GIIPS-landene og USA

Figur 10



Anm.: Nordeuropæiske eurolande er Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Tyskland og Østrig.
Kilde: ECB, Reuters EcoWin og egne beregninger.

ditvæksten været positiv siden begyndelsen af 2011.

Grækenland vendte i begyndelsen af april tilbage til statsobligationsmarkederne efter fire års pause og udstedte 5-årige statsobligationer. Irland har udstedt statsobligationer med længere løbetid siden 2012. Portugal har løbende finansieret sig i markedet, dog fortrinsvis ved at udstede papirer med kort løbetid. I april 2014 udstedte landet for første gang i tre år 10-årige statsobligationer ved en ikke-syndikeret auktion. Den portugisiske regering annoncerede 4. maj, at landet ikke ønskede en forebyggende lånefacilitet fra IMF og/eller den europæiske hjælpefond, European Stability Mechanism, ESM, efter udløb af det nuværende program i juni.

Litauen har anmodet om at blive optaget i eurosamarbejdet pr. 1. januar 2015. Ifølge konvergensrapporterne fra Europa-Kommissionen og ECB opfylder landet kriterierne for optagelse og står derfor til at blive det 19. land i euroområdet. Den endelige beslutning træffes af Ecofin-Rådet i juli.

STATUS PÅ HENSTILLINGER UNDER STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

I forbindelse med den økonomiske og finansielle krise gennemførte mange EU-lande finansielle lempelser for at modgå de negative konsekvenser for aktivitet og beskæf-

EU-lande med henstillinger under stabilitets- og vækstpagten

Tabel 3

	Offentlig saldo, pct. af BNP			Frist
	2013	2014	2015	
Belgien	-2,6	-2,6	-2,8	2013
Danmark	-0,8	-1,2	-2,7	2013
Slovakiet	-2,8	-2,9	-2,8	2013
Tjekkiet	-1,5	-1,9	-2,4	2013
Østrig	-1,5	-2,8	-1,5	2013
Holland	-2,5	-2,8	-1,8	2014
Malta	-2,8	-2,5	-2,5	2014
Storbritannien	-5,8	-5,1	-4,1	2014/15
Frankrig	-4,3	-3,9	-3,4	2015
Irland	-7,2	-4,8	-4,2	2015
Polen	-4,3	5,7	-2,9	2015
Portugal	-4,9	-4,0	-2,5	2015
Slovenien	-14,7	-4,3	-3,1	2015
Cypern	-5,4	-5,8	-6,1	2016
Grækenland	-12,7	-1,6	-1,0	2016
Kroatien	-4,9	-3,8	-3,1	2016
Spanien	-7,1	-5,6	-6,1	2016

Anm.: Data for 2013 er nationalregnskabstal. Frist er det år, hvor det offentlige underskud skal være bragt under 3 pct. af BNP i henhold til henstillingen. Storbritannien har frist i finansåret 2014/15.
Kilde: Europa-Kommissionens forårsprognose, maj 2014.

tigelse. Det førte til, at et flertal af EU-landene, herunder Danmark, overskred stabilitets- og vækstpagtens grænse for budgetunderskud, som er 3 pct. af BNP. Landene modtog derfor henstillinger om at bringe de offentlige underskud ned inden en bestemt frist og gennemføre finansielle stramninger. Nogle af landene, herunder Frankrig, Spanien og Slovenien, har fået forlænget deres frist, bl.a. i lyset af deres svage økonomiske udvikling.

Ud over Danmark havde også Belgien, Slovakiet, Tjekkiet og Østrig frist i 2013 for at bringe det offentlige underskud ned under 3 pct. af BNP. For at komme ud af underskudsproceduren skal bekræftede regnskabstal for landenes offentlige finanser vise, at det offentlige underskud i 2013 er under 3 pct. af BNP. Samtidig skal Europa-Kommissionens forårsprognose

vise, at den offentlige saldo ikke forventes at overskride grænsen i 2014 og 2015. Alle fem lande overholder betingelserne, jf. tabel 3, og Kommissionen har derfor stillet forslag om at ophæve deres underskudsprocedurer.

Kommissionen har endvidere fremsat forslag om at ophæve underskudsproceduren for Holland, selv om landet først har frist i 2014 for at bringe det offentlige underskud under 3 pct. af BNP. Forslaget er baseret på, at det offentlige underskud var under 3 pct. af BNP i 2013, jf. tabel 3, og at Hollands stabilitetsprogram og Kommissionens forårsprognose viser et underskud på under 3 pct. af BNP i 2014 og 2015.

Den endelige beslutning om at ophæve underskudsprocedurerne træffes af Ecofin-Rådet i juni.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

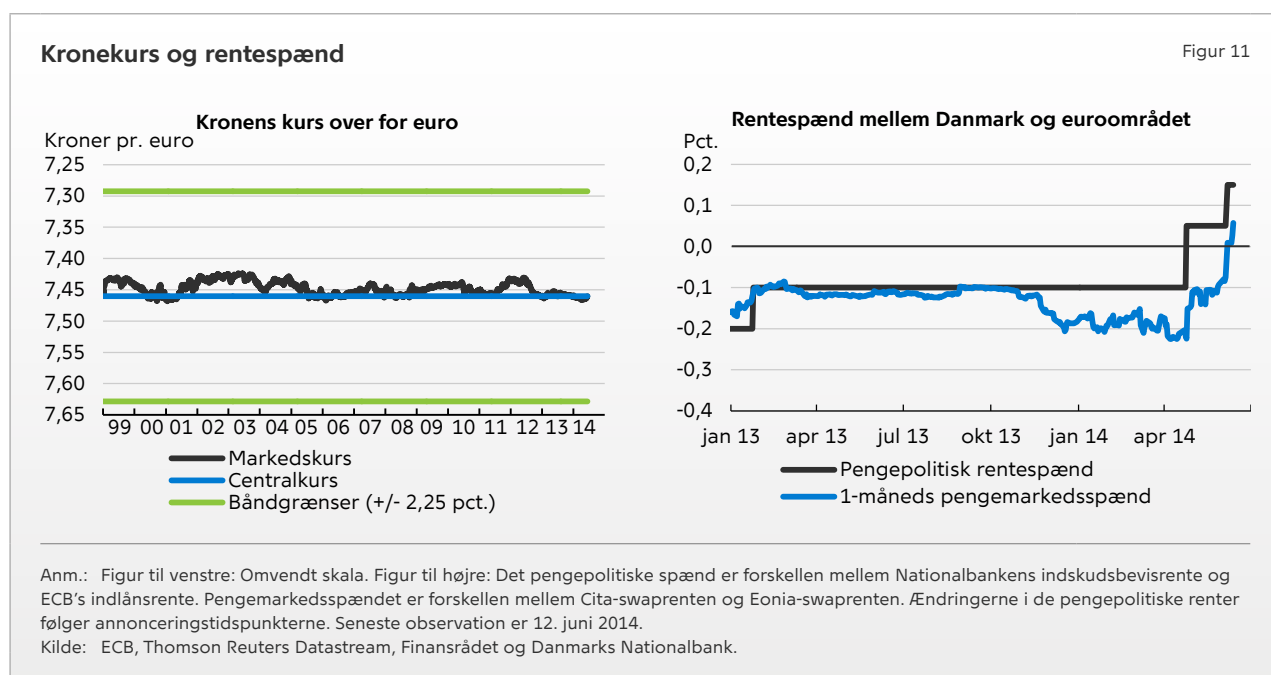
Kronen har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen tæt på centralkursen i ERM2, jf. figur 11 (venstre).

Fra medio februar til medio april blev kronen svækket fra omkring 746,2 til 746,6 kr. pr. 100 euro. Kronesvækkelsen skal bl.a. ses i lyset af, at de korte pengemarkedsrenter i euroområdet steg periodevist i løbet af marts og april i takt med, at bankernes overskudslikviditet faldt. De

korte danske pengemarkedsrenter steg også lidt, men ikke svarende til renterne i euroområdet. Spændet mellem Danmark og euroområdet blev derfor mere negativt i perioden, jf. figur 11 (højre).

For at imødegå kronesvækkelsen intervererede Nationalbanken i valutamarkedet og solgte valuta for godt 20 mia. kr. med valør i april. Forinden havde Nationalbanken ikke intervereret siden januar 2013. På baggrund af interventionssalg af valuta og fortsat tendens til svækkelse af kronen over for euroen forhøjede Nationalbanken med virkning fra 25. april 2014 indskudsbevisrenten med 0,15 procentpoint. Nationalbanken fulgte dermed sit sædvanlige reaktionsmønster med først at interverere og – ved mere vedvarende pres på kronen – dernæst at ændre renten. De øvrige pengepolitiske renter blev holdt uændrede. Efter renteforhøjelsen var indskudsbevis-, udlåns-, foliorenten og diskontoen henholdsvis 0,05, 0,20, 0,00 og 0,00 pct. Renteændringen betød, at indskudsbevisrenten, der har været negativ siden begyndelsen af juli 2012, igen blev positiv. I den forbindelse blev de pengepolitiske modparters samlede folioramme nedjusteret fra 67,4 til 38,5 mia. kr., jf. boks 2.

Efter Nationalbankens renteforhøjelse steg de korte danske pengemarkedsrenter, jf. figur 12 (venstre). Spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet fulgte kun



Foliorammen er loftet for penge- og realkreditinstitutternes – de pengepolitiske modparterers – samlede indskud på foliokonti, dvs. dag til dag-indskud på anfordringskonti i Nationalbanken. Formålet med foliorammen er at sikre, at der ikke opbygges store folioindskud, der umiddelbart kan anvendes til spekulation i rente- og valutakursændringer i situationer med pres på kronen. Den samlede folioramme er fordelt på individuelle foliorammer til de enkelte pengepolitiske modparter. Ved udgangen af det pengepolitiske døgn må det samlede folioindestående ikke overstige den samlede folioramme. Først i tilfælde af en sådan overskridelse er de individuelle rammer bindende.

Da indskudsbevisrenten blev negativ i juli 2012 opjusterede Nationalbanken foliorammen for at mindske den belastning, som den negative rente påførte de pengepolitiske modparter. Med tilbagevenden til positiv indskudsbevisrente pr. 25. april 2014 blev den samlede folioramme nedjusteret fra 67,4 til 38,5 mia. kr. I den forbindelse blev tildelingen af de individuelle rammer også forenklet. Når der ses bort fra justeringer af foliorammerne i forbindelse med indførelsen af negativ indskudsbevisrente og i forbindelse med Nationalbankens 3-årige udlån, er foliorammesystemet sidst blevet revideret i begyndelsen af 2006.

Justeringen af foliorammerne betyder, at de enkelte pengepolitiske modparter tildeles en standardramme med mulighed for tillæg. Tillægget bestemmes ud fra modpartens aktivitet på pengemarkedet. Alle pengepolitiske modparter har fået tildelt en standardramme på 250 mio. kr. Danske Bank og Nordea Bank, der står for hovedparten af aktiviteten i pengemarkedet, har fået et aktivitetstillæg til standardrammen på 5.000 mio. kr. De øvrige pengepolitiske modparter, der er særlig aktive i pengemarkedet og er T/N-stillere, har fået et tillæg til standardrammen på 1.000 mio. kr.

Siden foliorammerne blev nedjusteret, har de pengepolitiske modparterers folioindestående ikke overskredet den samlede folioramme. Da indskudsbevisrenten var negativ havde de pengepolitiske modparter et incitament til at holde foliolikviditet frem for indskudsbeviser, hvorfor der ved flere lejligheder blev foretaget konverteringer af folioindskud til indskudsbeviser.

delvist ændringen af det pengepolitiske spænd. Umiddelbart efter annonceringen af renteændringen styrkedes kronen over for euro til omkring 746,4 kr. pr. 100 euro.

I maj solgte Nationalbanken netto valuta for 0,8 mia. kr. i forbindelse med interventioner i valutamarkedet. Valutareserven faldt fra ultimo januar til maj med 37,3 mia. kr. og var ved udgangen af maj 436,7 mia. kr. Faldet afspejler ud over interventionssalg hovedsageligt, at staten netto har indfriet lån i udlandet for godt 17 mia. kr.

Fra medio maj faldt 1- og 3-måneders Eonia-swaprenterne, hvilket skal ses i lyset af markedsforsventninger om en nedsættelse af de pengepolitiske renter ved ECB's rentemøde i juni. De tilsvarende danske renter var ikke så påvirkede, og spændet til euroområdet blev dermed mindre negativt.

ECB annoncerede 5. juni en nedsættelse af renten på de primære markedsoperationer og indlånsfaciliteten med 0,10 procentpoint til henholdsvis 0,15 og -0,10 pct. og en nedsættelse af renten på den marginale udlånsfacilitet med 0,35 procentpoint til 0,40 pct., jf. afsnittet om international økonomi. Det er første gang, at en af ECB's renter er negativ. Ud over rentenedsættelsen annoncerede ECB en række foranstaltninger med henblik på at styrke den pengepolitiske transmissionsmekanisme og

understøtte kreditgivningen til husholdninger og ikke-finansielle selskaber.

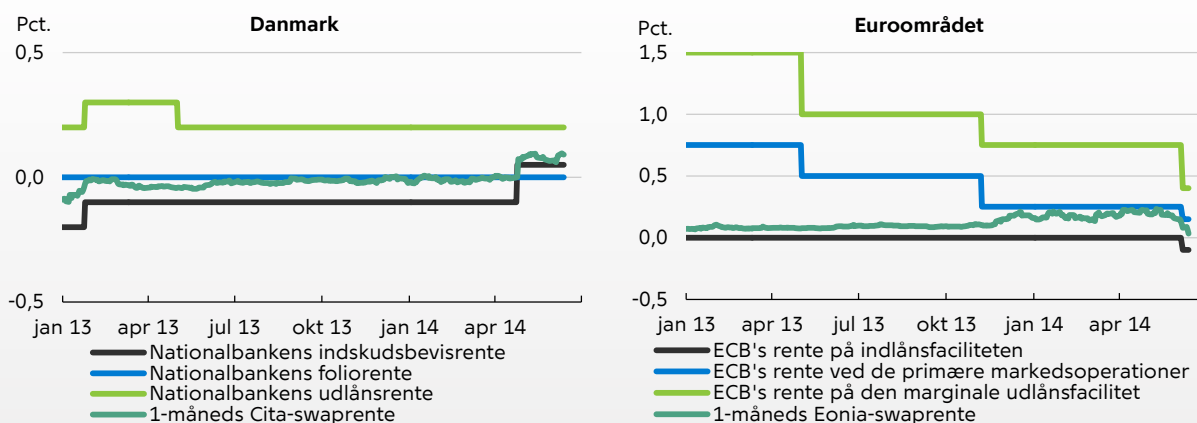
Nationalbanken fastholdt sine pengepolitiske renter uændret efter ECB's rentenedsættelse på baggrund af interventioner i valutamarkedet siden begyndelsen af april og udviklingen i pengemarkedsrenterne og kronekursen. Dermed blev spændet mellem Nationalbankens og ECB's pengepolitiske renter yderligere udvidet.

Efter ECB's rentenedsættelse og annoncering af øvrige foranstaltninger faldt de korte europæiske pengemarkedsrenter, jf. figur 12 (højre). 1- og 3-måneders Eonia-swaprenterne faldt henholdsvis 0,10 og 0,06 procentpoint. Da det blev annonceret, at Nationalbanken fastholdt de pengepolitiske renter, steg 1- og 3-måneders Cita-swaprenterne og var medio juni henholdsvis 0,09 og 0,10 pct. Pengemarkedsspændet mellem Danmark og euroområdet blev dermed svagt positivt, og kronens kurs over for euro styrkedes og lå medio juni på centralkursen i ERM2.

Efter Nationalbankens renteforhøjelse i april ligger indskudsbevisrenten igen højere end foliorenten. Det giver alt andet lige atter de pengepolitiske modparter et incitament til at placere likviditet i indskudsbeviser frem for på foliokonti. Især som følge af Nationalbankens interventionskøb af kroner faldt nettostillingen, der dækker over modparternes samlede netto-

Pengepolitiske renter og pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet

Figur 12



Anm.: Ændringerne i de pengepolitiske renter følger annonceringstidspunktet. Seneste observation er 12. juni 2014.
 Kilde: ECB, Thomson Reuters Datastream, Finansrådet og Danmarks Nationalbank.

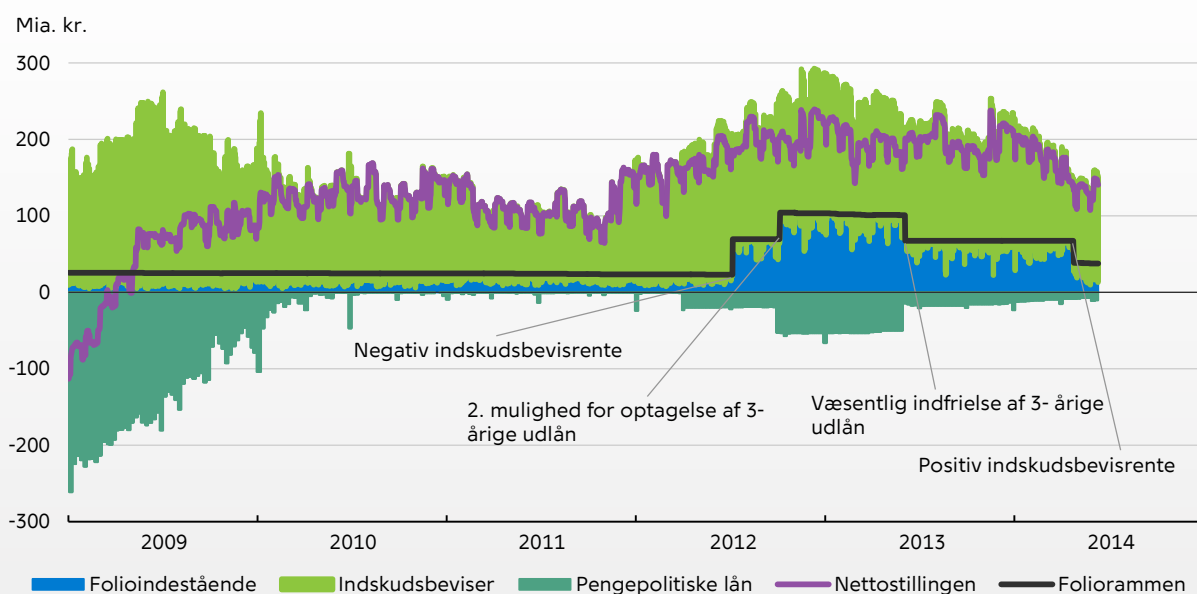
mellemværender i kroner med Nationalbanken i pengepolitisk øjemed, med 36,8 mia. kr. i april og maj til 120,5 mia. kr. ultimo maj, jf. figur 13.

Den positive nettostilling betyder, at de pengepolitiske modparter under ét har et placeringsbehov i Nationalbanken, og medfører, at indskudsbevisrenten er styrende for pengemarkedsrenterne. Siden efteråret 2013 har et fortsat fald i bankernes overskudslikviditet i ECB betydet, at pengemarkedsrenterne

i euroområdet er steget og har ligget tæt på renten ved de primære markedsoperationer. På grund af forskelle i bankernes nettostilling har spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet således kunnet være lavere end de umiddelbart sammenlignelige pengepolitiske renter.

Penge- og realkreditinstitutternes lån og indskud i Nationalbanken

Figur 13



Anm.: Seneste observation er 11. juni 2014.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

KAPITALMARKED

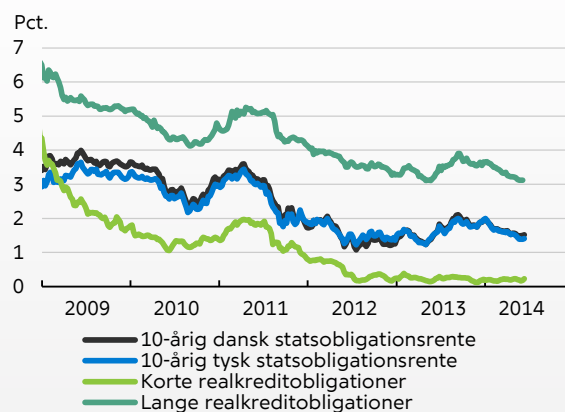
Den 10-årige danske statsobligationsrente var i begyndelsen af juni godt 1,5 pct. Siden årsskiftet er renten faldet 0,5 procentpoint, jf. figur 14. Udviklingen har i store træk fulgt den tilsvarende tyske rente. Dog faldt den 10-årige tyske statsobligationsrente lidt mere end den danske i løbet af maj, og spændet, der har været positivt siden medio januar 2014, steg dermed lidt. Ved auktionen over skatkammerbeviser 27. maj blev der solgt papirer med 3 og 6 måneders løbetid til en rente på henholdsvis -0,01 og 0,005 pct.

Renten på korte realkreditobligationer har været stort set uændret de seneste måneder. I begyndelsen af juni var den 1-årige realkreditrente ekskl. kursskæring og bidrag godt 0,2 pct. Den lange realkreditrente lå på 3,1 pct. og er dermed faldet godt 0,5 procentpoint siden årsskiftet, jf. figur 14.

Forskellen mellem renten på lange og korte realkreditobligationer er – også hvis der tages højde for bidrag – faldet siden efteråret 2013, jf. figur 15 (venstre). Reduktionen i spændet skyldes både, at de lange realkreditrenter er faldet, og at bidragssatsen på variabelt forrentede lån med kort rentebinding er steget. Der til skal lægges, at nogle realkreditinstitutter også har hævet kursskæringen på udlån med kort rentebinding i løbet af 2013. Udviklingen har gjort det mere attraktivt at optage eller

Renter på stats- og realkreditobligationer

Figur 14

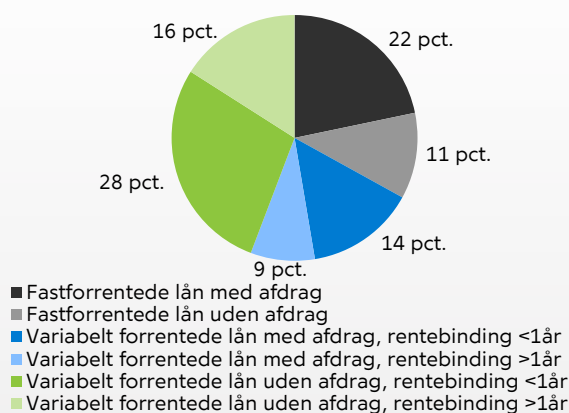
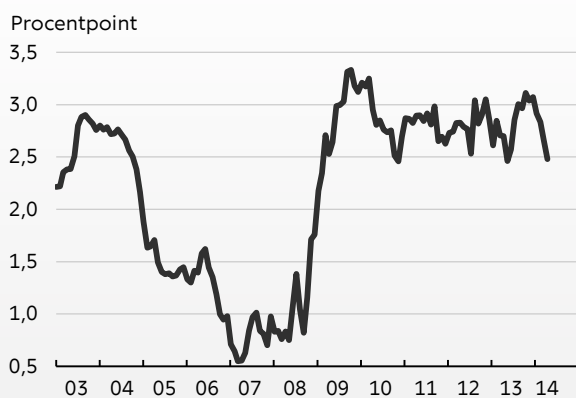


Anm.: Ugentlige data. Den korte rente er den 1-årige realkreditrente baseret på rentetilpasningsobligationer. Den lange rente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på 30-årige fastforrentede konverterbare realkreditobligationer. Realkreditrenter er ekskl. kursskæring og bidrag. De 10-årige statsobligationsrenter er 10-årige parrenter, dvs. beregnede renter på obligationer med præcis 10 år til udløb. Seneste observation er uge 24 2014. Kilde: Nordea Analytics og Realkreditrådet.

konvertere til lån med længere rentebinding. Realkreditinstitutternes fastforrentede udlån med sikkerhed i ejerboliger og fritidshuse steg således 2,8 pct. fra udgangen af september 2013 til april 2014, mens variabelt forrentede udlån faldt 0,3 pct. Selv om der det seneste halve år har været en stigende del af udlånet til ejerboliger og fritidshuse, som er med afdrag, er variabelt forrentede udlån uden

Spændet mellem den lange og korte realkreditrente (venstre) og realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse fordelt på låntyper (højre)

Figur 15



Anm.: Rentespændet er baseret på renten på realkreditinstitutternes nyudlån inkl. bidrag til husholdninger. Spændet er forskellen mellem renten på lån med oprindelig rentefiksering op til og med 1 år og renten på lån med oprindelig rentefiksering over 10 år. Seneste observation er april 2014. Fordelingen af låntyper er baseret på realkreditinstitutternes udlån ultimo april 2014. Kilde: Danmarks Nationalbank.

afdrag stadig den mest udbredte låntype, jf. figur 15 (højre).

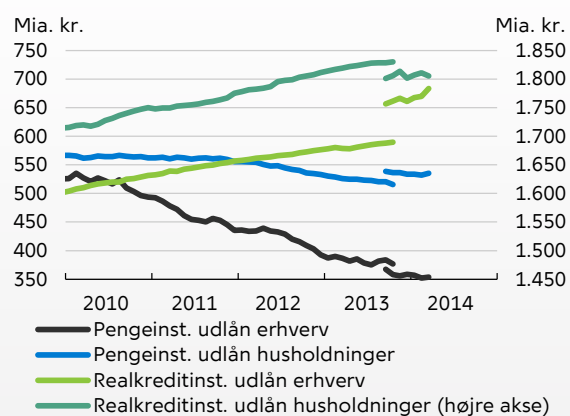
Lovændringen vedrørende betinget løbetidsforlængelse for realkreditobligationer trådte i kraft 1. april 2014 for obligationer med oprindelig løbetid på 1 år og fast kuponrente. Der er endnu kun udstedt mindre obligationsserier med mulighed for løbetidsforlængelse, men foreløbigt ser den præmie, investorerne kræver for at bære risikoen for løbetidsforlængelse, ud til at ligge omkring 0,05 procentpoint.

Pengeinstitutternes rente på udestående udlån til husholdninger og erhverv var henholdsvis 5,4 og 3,9 pct. ved udgangen af april 2014. Set over de seneste seks måneder er udlånsrenterne faldet med henholdsvis 0,1 og 0,2 procentpoint. I samme periode faldt indlånsrenten knap 0,1 procentpoint til 1,0 pct. for husholdninger, mens den var nogenlunde uændret over for erhverv, hvor renten dog er tæt på 0. Således var rentemarginalen stort set uændret for husholdninger, mens den faldt lidt over for erhverv.

KREDITUDVIKLING

Udviklingen i penge- og realkreditinstitutternes samlede sæsonkorrigerede udlån til husholdninger og erhverv har været stort flad siden årsskiftet. Udlånet til husholdninger og erhverv steg med henholdsvis 7 og 13 mia. kr. og udgjorde ved udgangen af april henholdsvis 2.342 og 1.032 mia. kr. Pengeinstitutternes udlån faldt 10 mia. kr., mens realkreditinstitutternes udlån steg med 30 mia. kr., jf. figur 16. Ser man på år til år-væksten i pengeinstitutternes beholdning af erhvervsudlån, har vækstraten været negativ siden april 2009. Pengeinstitutternes beholdning af især erhvervsudlån har siden finanskrisen været påvirket af andre og mere opgørelsestekniske faktorer såsom tab og overflytning af udlån til Finansiell Stabilitet A/S og udenlandske banker. Ved at opgøre udlånsudviklingen på baggrund af rene nettotransaktioner, dvs. nyudlån, indfrielse og afdrag, korrigeres der for denne type udsving. År til år-væksten i pengeinstitutternes erhvervsudlån var efter denne opgørelse positiv over seneste årsskifte, men faldt i april 2014 til -1,3 pct. Betragtes udviklingen i penge- og realkreditinstitutternes samlede udlån

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv Figur 16



Anm.: Sæsonkorrigeret udlån. Databruddene skyldes, at fra og med september 2013 er figuren baseret på ny MFI-statistik. Effekterne af overgangen er beskrevet i artiklen Jens Uhrskov Hjørnskov og Andreas Kuchler, "Ny og mere detaljeret MFI-statistik", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2014. Realkreditudlån er opgjort til nominal værdi forud for september 2013 og derefter til markedsværdi. Seneste observation er april 2014. Kilde: Danmarks Nationalbank.

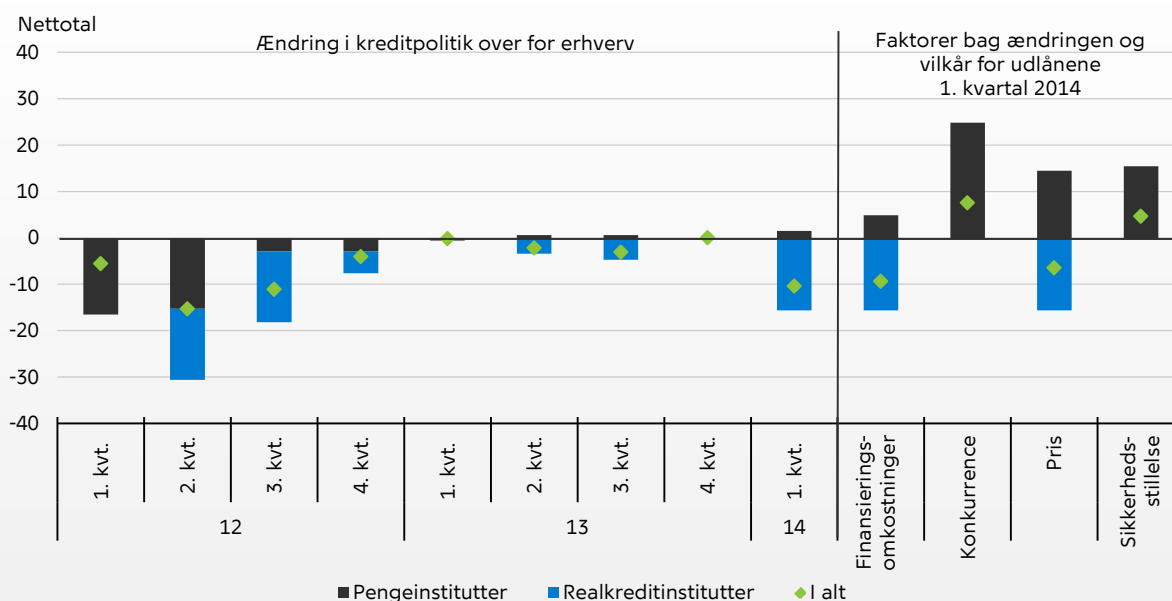
til husholdninger og erhverv på baggrund af nettotransaktioner, har årsvækstraten kun været negativ i en enkelt måned hen over finanskrisen, og de seneste måneder har kreditvæksten ligget omkring 1 pct.

Ifølge Nationalbankens udlånsundersøgelse har penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik over for erhverv været nogenlunde uændret fra 4. kvartal 2013 til 1. kvartal 2014. Enkelte realkreditinstitutter strammede dog kreditstandarderne på erhvervsudlån lidt, primært gennem bidragssatsen på enkelte engagementer. Både de store pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 1 og de mellemstore i gruppe 2 angav, at deres konkurrenters adfærd bidrog til en lempelse af kreditstandarderne på erhvervsudlån. Det afspejlede sig i priserne på lån og for de store institutters vedkommende også i krav til sikkerhedsstillelse, jf. figur 17.¹ Kreditstandarderne for private var stort set uændrede i 1. kvartal 2014 ifølge Nationalbankens udlånsundersøgelse. De mellemstore pengeinstitutter angav dog, at prisen på lån

1 Finanstilsynet har foretaget en analyse af kreditstandarder for pengeinstitutternes nyudlån. Analysen, der dækker udviklingen fra 2012 til 2013, viser bl.a., at konkurrencen om de bedste og særligt store erhvervsudlån er øget, hvilket har ført til en lempelse af kreditstandarderne og vilkårene. Det er i tråd med Nationalbankens udlånsundersøgelse.

Ændringer i kreditpolitikken over for erhverv

Figur 17



Anm.: Nettotallet kan ligge mellem -100 og 100. Et negativt nettotal betyder, at kreditchefene i de adspurgte institutter samlet set har angivet, at kreditpolitikken er blevet strammet i forhold til kvartalet før. Omvendt angiver et positivt nettotal, at den er blevet lempet. Institutternes svar vægtes med institutternes andel af det samlede udlån.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

blev reduceret med henvisning til konkurrenternes adfærd. Efterspørgslen efter lån var nogenlunde uændrede i 1. kvartal. Det dækker ifølge pengeinstitutterne – for både erhvervsudlån og udlån til private – over faldende efterspørgsel fra eksisterende kunder og stigende efterspørgsel fra nye kunder.

DANSK ØKONOMI

Aktiviteten i dansk økonomi er vokset det seneste år, og i 1. kvartal 2014 lå BNP i mængder og efter sæsonkorrektur 1,5 pct. højere end for et år siden. Den aftagende Nordsø-produktion har siden 2005 trukket BNP ned, men branchen har få ansatte i forhold til produktionen, så det har haft begrænset effekt på beskæftigelsen. Hvis råstofudvinding udelades, lå aktiviteten på samme niveau som seks år tidligere, dvs. før krisen.

I 1. kvartal 2014 steg BNP 0,9 pct., når der korrigeres for sæson og prisudvikling, jf. tabel 4. Der var fremgang i investeringerne og det private forbrug, ligesom lagerforøgelse bidrog positivt til BNP-væksten. Det offentlige forbrug faldt efter høj vækst i de foregående tre kvartaler.

Det private forbrug steg 2,0 pct. i 1. kvartal. Det skal dog ses i lyset af, at det i det foregående kvartal var ekstraordinært lavt, da skadeserstatninger i forbindelse med de voldsomme storme i 4. kvartal blev modregnet i forbruget af forsikringstjenester. Korrigeres der herfor, var stigningen i det private forbrug 0,4 pct. i 1. kvartal.

Det private forbrug er ved løfte sig efter flere års stilstand, jf. figur 18. Detailomsætningen er steget siden oktober 2013 efter at have været vigende siden foråret 2008. Også dankortomsætningen har udviklet sig relativt stærkt de senere måneder.

Anskaffelsen af køretøjer gav også i 1. kvartal 2014 et pænt bidrag til fremgangen i det private forbrug. Husholdningernes bilkøb er gået lidt tilbage, men ligger fortsat på et højt niveau. Omvendt har der været en fortsat stigning i erhvervenes bilkøb, hvoraf en del indgår i det private forbrug, da virksomhederne afhænder de brugte biler til husholdningerne. Det omfattende bilkøb skal bl.a. ses i lyset af en forholdsvis høj gennemsnitsalder i den eksisterende bilpark.

Der ventes fremgang i det private forbrug med en årlig vækstrate på 1,6 pct. i år og 2,0 pct. i de næste to år. Det sker med afsæt i, at

Centrale økonomiske størrelser

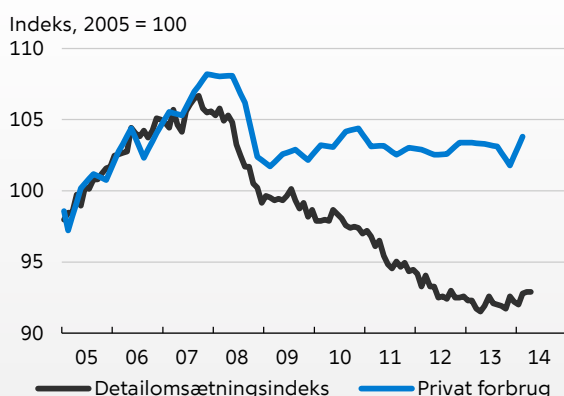
Tabel 4

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2013	2014	2015	2016	2013/2014		
					3. kvrt.	4. kvrt.	1. kvrt.
BNP	0,4	1,5	1,8	2,0	0,3	-0,5	0,9
Privat forbrug	0,0	1,6	2,0	2,0	-0,2	-1,3	2,0
Offentligt forbrug	0,8	1,0	1,0	0,7	1,1	0,8	-1,2
Boliginvesteringer	-5,0	3,6	2,0	2,1	-3,8	5,7	1,6
Offentlige investeringer	0,5	0,7	-7,9	0,5	1,7	-11,4	9,5
Erhvervsinvesteringer	2,9	3,0	5,8	5,5	4,0	-3,4	2,9
Lagerinvesteringer ¹	0,2	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,9	0,6
Eksport	1,2	2,7	2,8	3,2	1,8	-0,2	1,3
Industrieksport	1,9	4,2	4,3	4,8	2,7	0,4	1,0
Import	1,7	3,0	3,1	3,3	3,5	-2,7	3,4
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.734	2.762	2.780	2.803	2.740	2.748	2.755
Ledighed, brutto, 1.000 personer	153	131	120	115	151	150	139
Ledighed, netto, 1.000 personer	118	103	96	94	118	115	110
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,3	6,4	5,7	5,9	7,2	8,4	6,9
Offentlig saldo, pct. af BNP	-0,9	-1,3	-2,9	-2,6	-1,0	0,3	-1,9
Kontantpriser, pct. år-år	2,5	2,5	2,7	3,0	2,8	2,5	2,2
Forbrugerpriser, HICP, pct. år-år	0,5	0,6	1,6	1,8	0,2	0,4	0,4
Timeløn, pct. år-år	1,7	2,0	2,6	2,7	1,9	1,5	1,7

1. Bidrag til BNP-vækst.

Privat forbrug og detailomsætning

Figur 18



Anm.: Sæsonkorrigeret data. Månedstal for "detailomsætningsindeks" og kvartalstal for "privat forbrug".
Kilde: Danmarks Statistik.

forbrugertilliden det seneste år er løftet til et pænt niveau, og at husholdningernes disponible indkomster ventes at stige. Siden midten af 2012 er husholdningernes formue desuden steget, hvilket i høj grad skyldes pensions- og aktieformuerne. De har imidlertid normalt en mindre effekt på forbruget end fx bankindskud og boligformue, som dog også er steget den seneste tid.

Investeringerne er begyndt at løfte sig efter nogle svage år. Det skal ses sammen med det kraftige økonomiske tilbageslag i 2008-09, som medførte et overudbud af kapital. Det gjorde en tilpasning af kapitalen nødvendig, som synes stort set tilendebragt. Således lå kapacitetsudnyttelsen i industrien i 2013 kun lidt under gennemsnittet siden 1990. I prognosen bevirker det, at investeringerne følger med op i takt med fremgangen i efterspørgslen.

I 1. kvartal 2014 voksede materielinvesteringerne 4,2 pct., drevet af betydelige skibsinvesteringer. Skibene er importerede, så det påvirker ikke umiddelbart aktiviteten. Ses der bort fra disse, faldt materielinvesteringerne 3,7 pct., men det skal ses i lyset af, at virksomhederne formentlig har fremrykket nogle investeringer til 2013 for at udnytte de midlertidige fordelagtige regler for skatteafskrivninger, som ophørte ved årsskiftet.

Erhvervsbyggeriet gik svagt tilbage i 1. kvartal, og er dermed fortsat på et lavt niveau. Det skal ses i sammenhæng med den høje lokale ledighed, som også fremadrettet dæmper behovet for at bygge nyt.

Importen steg 3,4 pct. i 1. kvartal 2014. Fremgangen var påvirket af en markant import af skibe og af, at importen af forsikringstjenester normaliserede sig efter negativ import heraf i 4. kvartal 2013 knyttet til danske forsikringselskabs genforsikring i udlandet. Ser man bort fra de to forhold, steg importen 0,9 pct.

Eksporsten steg 1,3 pct. i 1. kvartal og fortsatte dermed fremgangen siden slutningen af 2012. Tjenesteeksporten steg 3,2 pct., mens vareeksporten gik en anelse tilbage. I prognosen ventes eksporten at stige omkring 3 pct. årligt i 2014-16. Det sker bl.a. på baggrund af udsigterne til en generel bedring i de lande, som Danmark eksporterer til, jf. appendiks 1.

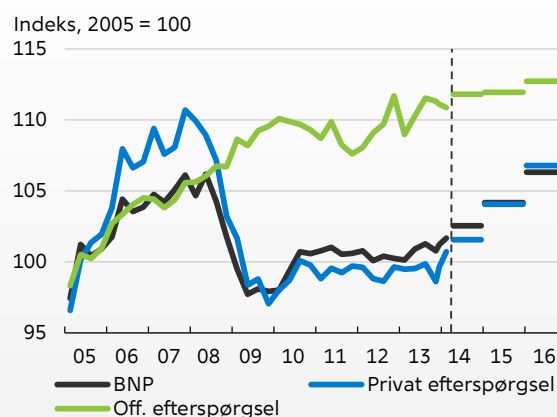
Beskæftigelsen er stigende og ledigheden faldende, og husholdningerne har udsigt til stigende realindkomster. Boligmarkedet er i generel bedring, om end med regionale forskelle. Danmarks eksportmarkeder vokser, tilliden i virksomhederne ligger pænt, og investeringsforventningerne i industrien ligger på et højt niveau. Sammen med det betydelige opsparingsoverskud i den private sektor og meget lave renter giver det grundlag for, at opsvinget kan blive selv bærende.

Samlet set ventes den private efterspørgsel at øges jævnt de kommende år, mens den offentlige efterspørgsel antages at stige beskedent, jf. figur 19. BNP ventes at vokse med 1,5 pct. i år, 1,8 pct. næste år og 2,0 pct. i 2016.

Erfaringerne viser, at makroøkonomiske prognoser tenderer at forudsige et roligere og mere balanceret forløb end den, som rent fak-

BNP samt offentlig og privat efterspørgsel

Figur 19



Anm.: Serierne for BNP og privat efterspørgsel er i figuren sammenfaldende i 2015. "Off. efterspørgsel" er offentligt forbrug og investeringer i mængder, "privat efterspørgsel" er privat forbrug og private faste investeringer i mængder, dvs. ekskl. lagerinvesteringer. Seneste faktiske tal er 1. kvartal 2014. Fremskrivningen for 2. til 4. kvartal 2014 er gennemsnit for de tre kvartaler, mens 2015 og 2016 er årsgennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik og egen prognose.

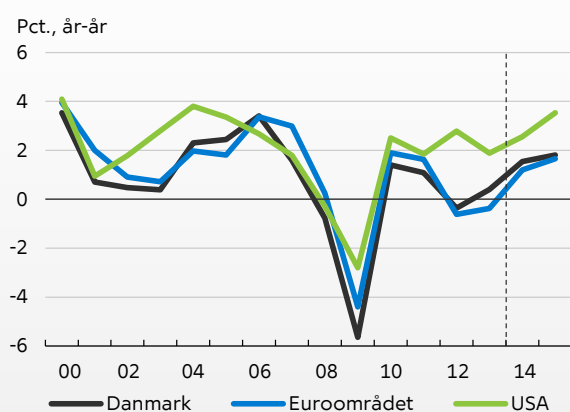
tisk vil finde sted. De kommende års udvikling i dansk økonomi vil med stor sandsynlighed blive mere ujævn end beskrevet i denne prognose, især for enkeltdele af økonomien, herunder arbejdsmarkedet.

Risiciene for den indenlandske efterspørgsel vurderes at være mere opadrettede end i den seneste prognose fra marts 2014. Hvis fremgangen på arbejds- og boligmarkederne forstærkes, kan det give et hurtigere og kraftigere løft i den private indenlandske efterspørgsel end skønnet. Den ledige kapacitet vurderes som moderat, og et stort løft i efterspørgslen kan dermed hurtigt give pres på produktionsfaktorerne. Dertil er renterne usædvanligt lave og har været det i et stykke tid. Med ECB's seneste rentenedsættelser og øvrige pengepolitiske tiltag forventer markedsdeltagerne, at de pengepolitiske renter vil forblive lave de kommende år.

Udviklingen i dansk økonomi er meget afhængig af udviklingen i landene omkring os, og i de senere år er aktiviteten i Danmark vokset i omtrent samme takt som i euroområdet, jf. figur 20. Hvis fremgangen i euroområdet bliver svagere end ventet, kan det smitte af på Danmark.

BNP-vækst i Danmark, euroområdet og USA

Figur 20



Anm.: OECD's skøn fra *Economic Outlook*, nr. 95, maj 2014 for euroområdet og USA. Skønnet for Danmark er fra prognosen i denne kvartalsoversigt.
Kilde: OECD og egen prognose.

UDENRIGSHANDEL OG BETALINGSBALANCE

Værdien af vareeksporten ekskl. skibe og fly steg efter sæsonkorrektion 1,1 pct. i 1. kvartal, mens importen faldt 0,1 pct., jf. figur 21. Det medførte, at handelsoverskuddet voksede med knap 2 mia. kr. til godt 22 mia. kr.

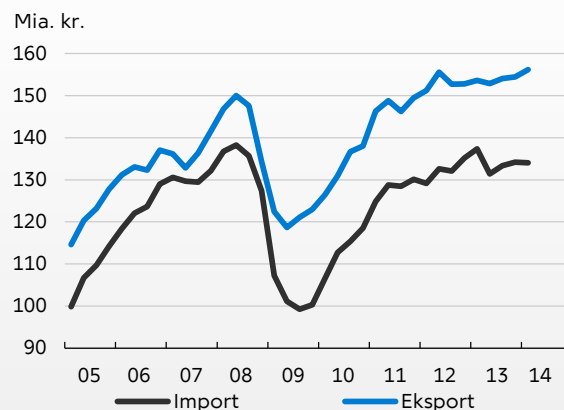
Stigningen i eksporten var i høj grad drevet af industrieksporten, som fortsatte de senere kvartalers fremgang. Især kemiske produkter, herunder lægemidler, har bidraget til den positive udvikling. Energieksporten var omvendt vigende i 1. kvartal. Den lavere import kan bl.a. henføres til et fald i importen af olie.

Tjenestebalancen har været stigende siden midten af 2012, bl.a. drevet af øget eksport af søtransport. I 1. kvartal 2014 faldt overskuddet på tjenestebalancen dog, men det skal bl.a. ses i sammenhæng med, at importen af forsikrings-tjenester i 4. kvartal blev registreret som ekstraordinært lav som følge af genforsikringserstatninger i forbindelse med stormene.

Set over de seneste 12 måneder til og med april 2014 var der et overskud på betalingsbalancens løbende poster på 137,5 mia. kr., svarende til 7,3 pct. af BNP. Det er et betydeligt overskud og blandt de højeste i EU. Overskuddet er steget med godt 21 mia. kr. i forhold til samme periode året før. Det skyldes, at vare- og tjenestebalancen er forbedret med godt 13 mia. kr. og løn- og formueindkomsten med 10,5

Varehandel med udlandet

Figur 21



Anm.: Sæsonkorrigeret kvartalstal ekskl. skibe og fly.
Kilde: Danmarks Statistik.

mia. kr., mens underskuddet på de løbende overførsler er øget med godt 3 mia. kr.

Overskuddet på betalingsbalancen skønnes at udgøre omtrent 6 pct. af BNP i de kommende år. Det dækker over, at overskuddet på formueindkomsten antages at aftage, hvilket mere end opvejer, at overskuddet på varehandlen skønnes at vokse frem mod 2016.

OFFENTLIGE FINANSER

Det reale offentlige forbrug antages at stige 1,0 pct. i 2014 og 2015 og 0,7 pct. i 2016. I år ventes de reale offentlige investeringer at ligge stort set fladt på et højt niveau, hvorefter de næste år reduceres. Trods denne tilpasning i 2015 ventes investeringsomfanget som andel af BNP fortsat at ligge over gennemsnittet siden 1990. Tilpasningen skal ses sammen med, at der herudover foretages betydelige investeringer, som sker på offentlig foranledning, men som i nationalregnskabet indgår i den private sektor. Det gælder fx for forsyningsvirksomhederne, metroen og Femern Bælt-forbindelsen.

Det offentlige underskud skønnes i år at udgøre 1,3 pct. af BNP. Det inkluderer bl.a. det ekstraordinære provenu fra omlægningen af kapitalpensioner, som antages at give 30 mia. kr., jf. appendiks 1. Uden disse fremrykkede indtægter ville underskuddet have udgjort 2,9 pct. af BNP. Næste år ophører disse engangsindtægter, og underskuddet skønnes til 2,9 pct. af BNP faldende til 2,6 pct. af BNP i 2016.

Europa-Kommissionen har i begyndelsen af juni 2014 vurderet, at Rådet kan ophæve henstillingen fra 2010 om, at Danmark skal korrigere et uforholdsmæssigt stort underskud. Henstillingen indebar, at underskuddet ikke måtte overstige 3 pct. af BNP i 2013, og at den strukturelle saldo skulle forbedres mindst 1,5 pct. af BNP i perioden 2011-13. På den baggrund er der udsigt til, at Danmarks henstilling bliver ophævet i juni.

BOLIGMARKED

Boligmarkedet fortsatte i begyndelsen af 2014 fremgangen, om end med betydelige regionale forskelle. Huspriserne er steget siden foråret 2012 og lå i marts 2014 3,4 pct. højere end i samme måned året før, jf. figur 22. Priserne på ejerlejligheder er i samme periode steget 9 pct.

Forskellen i prisudviklingen for huse og ejerlejligheder skal ses i sammenhæng med de regionale forskelle på boligmarkedet. Priserne er især steget i de store byer, hvor langt de fleste af ejerlejlighederne ligger.

Salget af huse har fortsat været lavt og udbuddet højt. Det har givet lange liggetider, især uden for de største byer. For ejerlejligheder er salget gået frem siden 2. halvår 2011, men lå sæsonkorrigeret i slutningen af 2013 dog ca. 20 pct. under gennemsnittet siden 1992. Udbuddet af ejerlejligheder har været svagt stigende det seneste år, primært drevet af udviklingen i

København, hvor priserne også er steget mest, jf. boks 3.

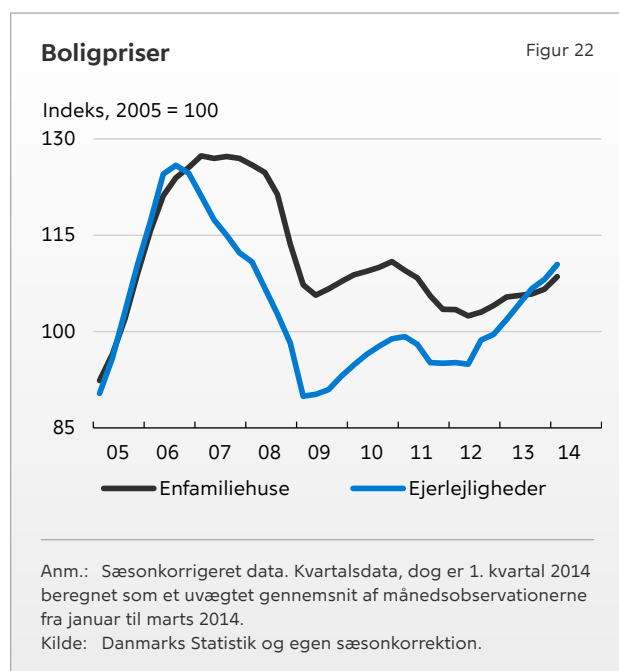
Fremgangen i boligpriserne skønnes at fortsætte i de kommende kvartaler, og huspriserne ventes at stige omkring 3 pct. årligt frem til 2016. Det tager afsæt i forventningen om stigende realindkomster og de lave finansieringsomkostninger, der bevirker, at boligbyrden ligger under sit historiske gennemsnit, særligt hvis finansieringen sker med variabelt forrentede lån. Antagelsen om højere obligationsrenter vil dog isoleret set dæmpe stigningerne. Fremgangen i København og de store byer ventes også til en vis grad at sprede sig til de omkringliggende områder. En del af fremgangen i de store byer skyldes som nævnt, at mennesker fra andre dele af landet flytter dertil, hvilket dæmper boligprisstigningerne i de egne, som de flytter fra. De regionale boligmarkeder forventes derfor fortsat at udvikle sig forskelligt.

LØN

Lønstigningerne på det private arbejdsmarked har været beherskede de seneste par år. På området dækket af Dansk Arbejdsgiverforening, DA, voksede lønningerne 1,4 pct. år til år i 1. kvartal 2014, jf. figur 23. Det var en lille tilbagegang på 0,2 procentpoint i forhold til det foregående kvartal.

Lønstigningstakten inden for fremstillingshverv, som i høj grad er rettet mod eksportmarkederne, var 1,6 pct. år til år i 1. kvartal 2014. Det var lidt højere end inden for service og byggeri, som primært er indenlandsk orienterede. De nye 3-årige overenskomster for LO/DA-området trådte i kraft 1. marts 2014, men påvirker ikke lønstatistikken for 1. kvartal.

I 1. kvartal 2014 steg de danske industrilønninger lidt langsommere end hos vores samhandelspartnere sammenvejet med vægtene i kronekursindekset. Det har også været tilfældet de senere år, hvilket har givet en forbedring af den danske konkurrenceevne. Igennem de seneste ti år har de stigende energipriser ligeledes bedret konkurrenceevnen, da danske virksomheder er blandt verdens mest energieffektive, jf. artiklen "Energieffektivitet og konkurrenceevne" i denne Kvartalsoversigt.

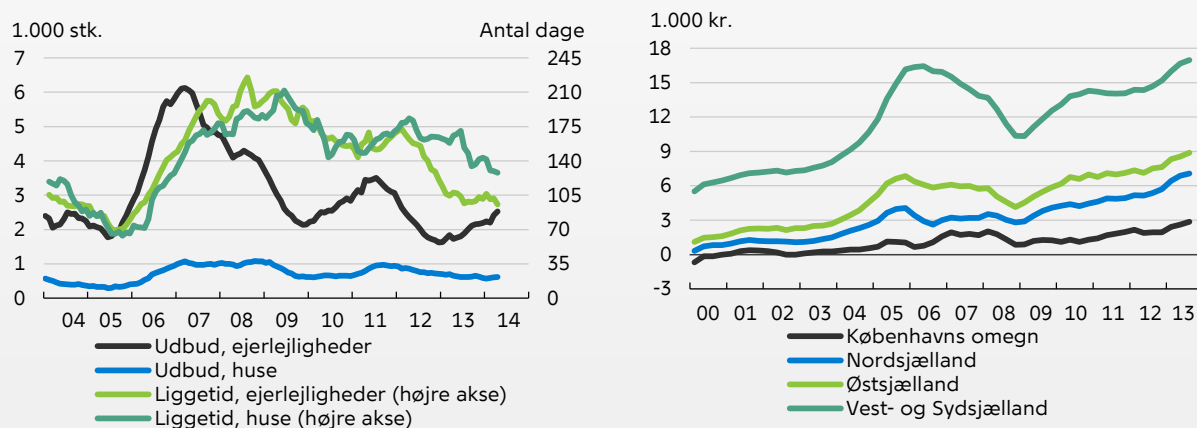


Priserne på ejerlejligheder i København by¹ er steget næsten 20 pct. fra 2. kvartal 2012 til 4. kvartal 2013, og stigningstakten har været stort set uforandret i de seneste kvartaler. Stigningerne skal ses i lyset af det kraftige prisfald i perioden 2006-09 og prisfaldet i 2011. I København by som helhed lå de nominelle priser for både huse og ejerlejligheder i slutningen af 2013 ca. 10 pct. under toppen i 2006. I visse bydele handles boligerne dog til omtrent samme priser som i 2006.

Prisstigningerne i København understøttes af, at de følges med stigende aktivitet, indkomster og beskæftigelse. De lave renter er også med til at øge efterspørgslen, ligesom København og Frederiksberg kommuner siden 2008 tilsammen er vokset med omkring 1.000 personer om måneden. Mens efterspørgslen er steget, er udbuddet ikke fulgt tilsvarende med op, hvilket bl.a. har resulteret i faldende liggetider og et lavt udbud i København. Det giver et opadgående pres på priserne.

Fremgangen i København har bevirket, at forskellen mellem kvadratmeterprisen for et enfamiliehus i København by og de omkringliggende landsdele er steget, og forskellen var i 4. kvartal 2013 højere end i midt-2000'erne, jf. figur. Den høje prisforskel gør det relativt mere attraktivt at købe bolig uden for København, og i de senere kvartaler er huspriserne i de landsdele, som ligger tættest på København, steget mere end i resten af landet. Det gælder dog ikke Vest- og Sydsjælland, hvor priserne fortsat er vigende.

Udvikling i udbud og liggetider i København (venstre) og merpris pr. kvadratmeter hus i København by i forhold til nærmest beliggende landsdele (højre)

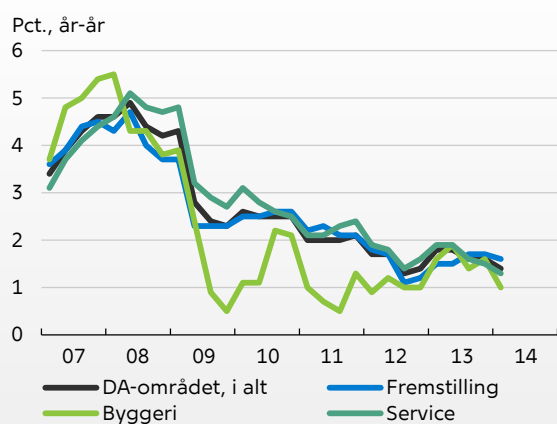


Anm.: Sæsonkorrigeret data. Venstre figur: 3 kvartalers glidende gennemsnit for liggetider. Højre figur: 3 kvartalers glidende gennemsnit.
Kilde: Boligmarkedsstatistikken.

1. Landsdelen København by består af kommunerne København, Frederiksberg, Tårnby og Dragør.

Lønstigninger på DA-området

Figur 23



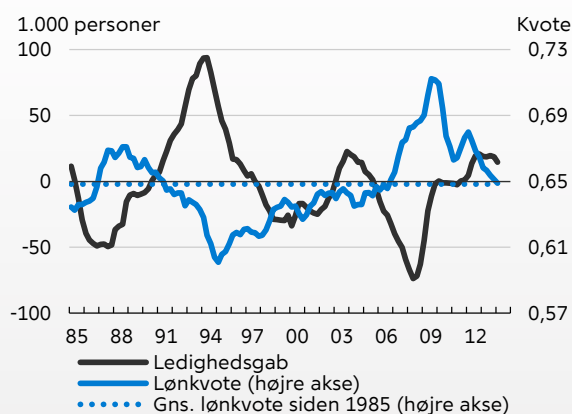
Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening.

I den offentlige sektor steg den årlige lønstigningstakt i kommunerne fra 0,3 pct. i 4. kvartal 2013 til 1,3 pct. i 1. kvartal 2014 og i staten fra 0,6 til 0,9 pct. Det afspejler overenskomsterne, og at de offentlige lønstigninger i 2013 har været holdt nede af reguleringsordningen, som sikrer, at der med en vis tidsmæssig forskydning opnås en stort set parallel lønudvikling i den offentlige og private sektor.

Lønkvoten i de private byerhverv, dvs. de samlede lønudgifter i forhold til bruttoværditilvæksten, BVT, er faldet til det gennemsnitlige niveau siden 1985, jf. figur 24. Det skal ses i sammenhæng med, at der de senere år har været ledig kapacitet på arbejdsmarkedet. Tilpasningen i lønkvoten er sket efter den markante stigning i sidste halvdel af 2000'erne, hvor de

Lønkvote i private byerhverv og ledighedsgab

Figur 24



Anm.: Lønknoten i private byerhverv er vist som 4 kvartalers glidende gennemsnit. Ledighedsgab er givet ved forskellen mellem den faktiske og strukturelle nettoledighed.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

høje lønstigninger, som blev aftalt i årene med overophedning af dansk økonomi, sammen med det efterfølgende fald i BVT øgede lønningernes andel af BVT.

I prognosen skønnes lønstigningstakten at blive 2,0 pct. i år, 2,6 pct. i 2015 og 2,7 pct. i 2016. De nye 3-årige overenskomster på LO/DA-området vurderes at bidrage til den lidt højere stigningstakt.

PRISER

Inflationen, målt som den årlige stigning i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var 0,3 pct. i maj, jf. tabel 5. Kerneinflationen, der ekskluderer de volatile priser på energi og uforarbejdede fødevarer, har de senere måneder ligget lidt højere, og var i maj 0,5 pct. år til år.

Den lave stigningstakt skyldes bl.a., at priserne på importerede varer er faldet, jf. figur 25. Det er ikke et særsyn, at importerede varer og energi bidrager negativt til HICP. Det var fx også tilfældet i 2009.

Det aktuelle fald i importpriserne afspejler i høj grad en mærkbar appreciering af euroen og dermed også den danske krone. Den effektive kronkurs er således blevet styrket 2 pct. det seneste år. Dertil har de fleste af vores handelspartnere haft ledig kapacitet i de senere år. Det har dæmpet deres lønstigninger og dermed prisstigningerne på de varer, som vi importerer. Olieprisen er desuden faldet. Det har bevirket lavere energipriser, hvilket påvirker forbrugerpriserne direkte gennem bl.a. lavere priser på brændstof og indirekte gennem lavere produktionsomkostninger for en række varer. Prisindekset for indenlandsk vareforsyning, der belyser priserne i første omsætningsled og opgøres uden afgifter, lå i april 2014 1,1 pct.

Forbrugerpriser

Tabel 5

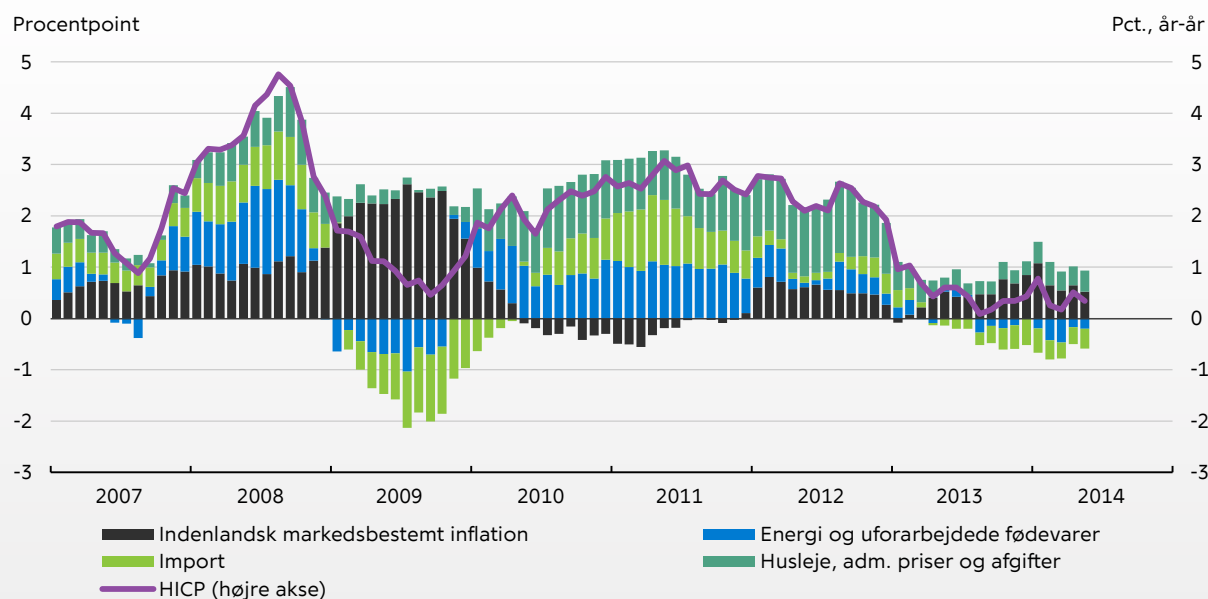
Pct. år-år	Vægte ¹	2013	2014	2015	2016	2014					
						1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	Maj	Jun	Jul
HICP		0,5	0,6	1,6	1,8	0,4	0,5	0,7	0,3	0,4	0,6
Nettoprisindeks	100,0	0,9	0,9	1,5	1,8	0,7	0,8	1,0	0,7	0,8	0,9
Eksogene:											
Energi	7,5	-1,1	-1,2	1,1	0,3	-3,1	-0,4	-0,7	-1,1	-0,7	-1,0
Fødevarer	4,7	2,1	-2,0	1,6	2,0	-2,3	-2,5	-2,4	-2,3	-2,4	-2,6
Adm. priser	4,4	2,8	2,4	2,1	3,0	3,0	2,7	1,9	3,0	2,0	1,9
Husleje	26,1	2,3	2,6	2,2	2,3	2,6	2,6	2,7	2,5	2,6	2,7
Ekskl. eksogene:											
Import	18,0	-0,8	-1,2	1,0	1,5	-2,0	-1,9	-0,9	-2,1	-1,7	-1,3
IMI	39,2	1,1	1,4	1,4	1,6	1,9	1,4	1,3	1,3	1,4	1,3

Anm.: Seneste faktiske tal er maj 2014.

¹ Vægt i nettoprisindekset, pct. Vægtene er fra januar 2014.

Bidrag til HICP-inflation

Figur 25



Anm.: Seneste observation er maj 2014. For importpris og indenlandsk markedsbestemt inflation er maj delvist skøn.
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

lavere end i samme måned sidste år. Prisfaldet her dækker også primært over et prisfald på importerede varer.

Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, var 1,3 pct. i maj. Det er noget højere end HICP-inflationen, hvilket til dels kan henføres til, at IMI bl.a. fraregner energi- og importpriser. Det er et normalt fænomen, at IMI stiger, når energi- og importpriserne falder, da de indenlandske distributions- og salgsled absorberer en del af prisudviklingen i deres avancer. Tidligere, hvor importpriserne er faldet, fx i 2009, er IMI dog steget mere end i den nuværende situation. Det tyder på, at en større del af prisfaldene er blevet givet videre til forbrugerne. Set i det lys virker det indenlandske prispres behersket.

En væsentlig kilde til de aktuelt lave prisstigninger er således priser, der i høj grad bestemmes på de globale markeder. Både de administrerede priser, husleje og IMI giver positive bidrag. Den lave inflation er dermed ikke udtryk for et deflationært pres i dansk økonomi. Det afspejler sig også i de nylige overenskomster på det private arbejdsmarked, der lægger op til lønstigninger, som er lidt højere end i de to foregående overenskomster. De lave prisstigninger lader heller ikke til at have medført væsentlige ændringer i forbrugernes forventnin-

ger til prisudviklingen det kommende år, som ifølge forbrugerprisundersøgelsen har været omtrent uændrede siden slutningen af 2010.

I prognosen ventes en årlig prisstigningstakt i HICP på 0,6 pct. i år stigende til 1,6 pct. i 2015 og 1,8 pct. i 2016. Det sker til dels med afsæt i en forventning om, at bl.a. energi- og fødevarerpriserne vil bryde tendensen til faldende priser.

ARBEJDSMARKED

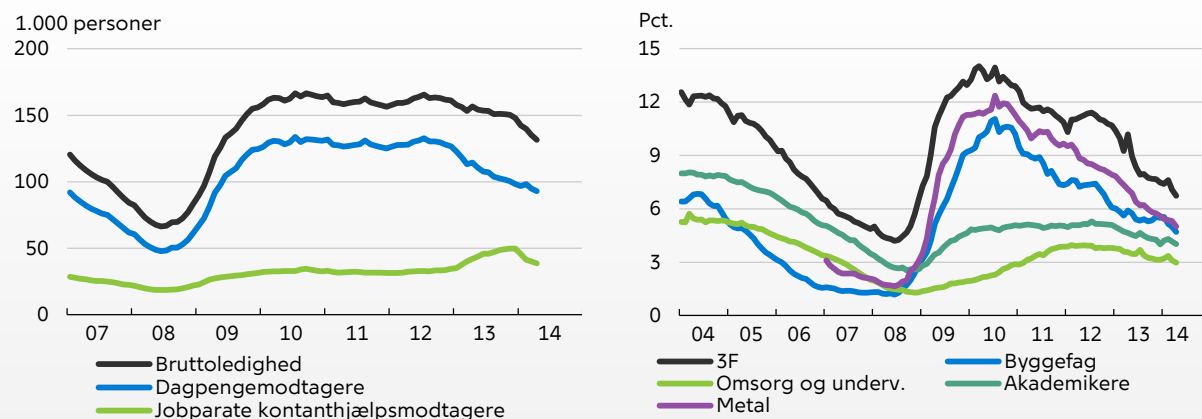
Beskæftigelsen fortsatte i 1. kvartal 2014 den positive udvikling og steg sæsonkorrigeret med knap 7.000 personer ifølge nationalregnskabet. Beskæftigelsen er vokset med knap 28.000 personer fra 1. kvartal 2013 til 1. kvartal 2014, primært drevet af den private sektor.

Fordelt på brancher skyldes det seneste års voksende beskæftigelse hovedsageligt flere ansatte i de private serviceerhverv, især inden for handel og erhvervs-service, men også industrien og byggeriet har flere beskæftigede.

En betydelig del af beskæftigelsesfremgangen i 2013 kan formentligt henføres til flere deltidsansatte. Således faldt det opgjorte antal præsterede timer i 2013, ligesom fultidsbeskæftigelsen ifølge lønmodtagerstatistikken lå stort set fladt igennem året. Det skal ses i sammenhæng med, at de brancher, hvor beskæftigelsen

Bruttoledighed (venstre) og andel dagpengemodtagere i udvalgte a-kasser (højre)

Figur 26



Anm.: Sæsonkorrigeret data. Ledighedsprocenten i a-kasserne er givet ved antal dagpengemodtagere i de respektive a-kasser som andel af det samlede antal medlemmer i a-kassen. A-kassen 3F indeholder a-kasserne for SiD, KAD, RestaurationsBranchen samt Træ, Industri og Byg, som i løbet af perioden er blevet lagt sammen med 3F. Byggefag dækker over Byggefagene, El-Faget og Blik og Rør samt Malerfaget og Maritim, som er blevet lagt sammen med Byggefagene i løbet af perioden. Omsorg og undervisning dækker over a-kasserne for FOA, Danmarks Lærerforening, BUPL og Danske Sundhedsorganisationer. Akademikere dækker over IAK, AAK og MA.
Kilde: Danmarks Statistik og Arbejdsmarkedsstyrelsen.

steg, har en relativt stor andel deltidsansatte. I 1. kvartal 2014 steg antallet af fuldtidsbeskæftigede lønmodtagere imidlertid med 9.000.

Bruttoledigheden er faldet svagt siden midten af 2012, men med et fald på 16.500 fuldtidspersoner siden årsskiftet er udviklingen accelereret, jf. figur 26 (venstre). Sæsonkorrigeret var bruttoledigheden i april 2014 131.600, svarende til 5,0 pct. af arbejdsstyrken. Set over en længere periode er det meget lavt. En stor del af faldet skyldes øget beskæftigelse, men også institutionelle ændringer i forbindelse med kontanthjælpsreformen har mindsket den registrerede ledighed. AKU-ledigheden, som stort set er upåvirket af disse ændringer, faldt med 18.000 personer fra december 2013 til april 2014.

Ledigheden er især på vej ned blandt ufaglærte og inden for byggefagene og metal, jf. figur 26 (højre). Ledighedsprocenterne lå i april 2014 for byggefagene og ufaglærte på samme niveau som i henholdsvis foråret 2005 og efteråret 2006.

Ifølge Danmarks Statistiks indikatorer for produktionsbegrænsninger er der begyndende tegn på, at der mangler arbejdskraft i visse brancher, især inden for metal-, møbel- og transportmiddelindustrien samt rådgivning, rengøring og anden operationel service. Niveauerne er dog fortsat beskedne, men mang-

len på arbejdskraft kan være et problem i visse egne og inden for specifikke fagområder.

Indikatorerne for arbejdsmarkedet tyder på fortsat fremgang. Siden august 2013 har antallet af varslede fyringer haft en faldende tendens, og mængden af jobannoncer har været stigende. Erhvervenes forventninger til beskæftigelsen er også styrket.

Beskæftigelsen vokser i prognosen som følge af stærkere konjunkturer. Ledigheden ventes ikke at falde tilsvarende, da arbejdsstyrken stiger svagt, bl.a. som følge af højere efterlønsalder.

Selv om der kan spores en vis stramning på arbejdsmarkedet, vurderer Nationalbanken, at beskæftigelsen aktuelt kunne have været ca. 50.000 personer højere, uden at det ville have givet et inflationært pres på arbejdsmarkedet på mellemlangt sigt. Det dækker over, at ledigheds- og arbejdsstyrkegabet skønnes til henholdsvis 10-15.000 og 30-35.000 personer. Trods stigende beskæftigelse ventes arbejdsstyrkegabet ikke at være helt lukket i slutningen af 2016. På dele af arbejdsmarkedet kan der dog samtidigt godt være mangel på kvalificeret arbejdskraft.

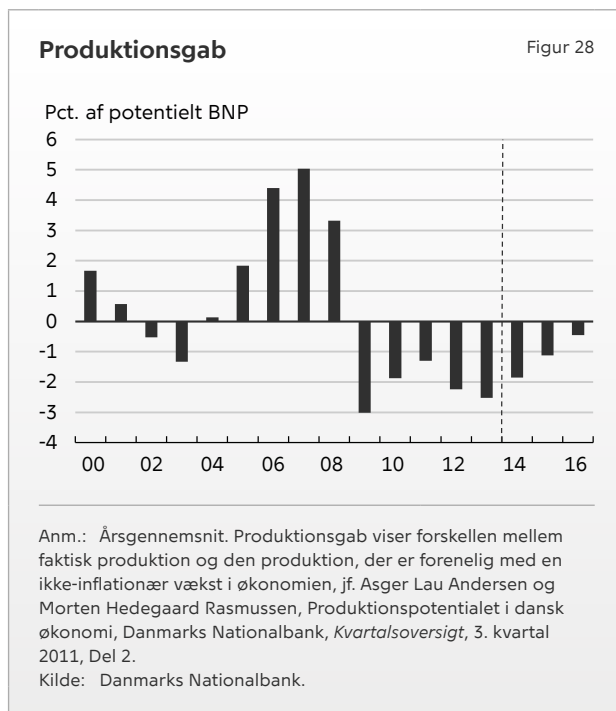
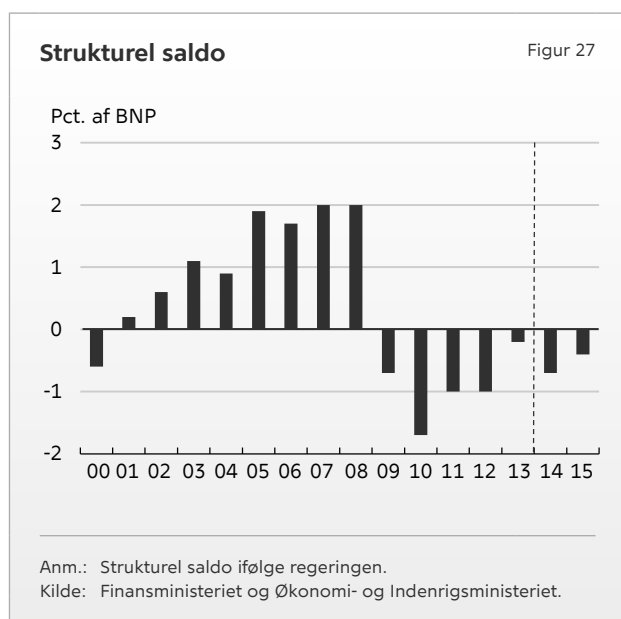
FINANSPOLITIK OG KONJUNKTURER

Den danske fastkurspolitik indebærer, at pengepolitikken alene anvendes til at holde kronens kurs stabil over for euroen. Dansk økonomi er i

fremgang, og renterne i euroområdet – og dermed også i Danmark – er aktuelt meget lave. Det vil de også være i de kommende år ifølge markedsforventningerne. I en dansk sammenhæng påhviler det finanspolitikken og den øvrige økonomiske politik at stabilisere konjunkturerne. De finansielle balancer er betydeligt stærkere i Danmark end i euroområdet, hvilket er et stærkere afsæt for voksende forbrug og investeringer. Samtidig er arbejdsløsheden på niveau med de lande i euroområdet, som har den laveste ledighed, herunder Tyskland, og dermed noget lavere end gennemsnittet i euroområdet.

Finanspolitikken blev lempet betydeligt i 2008-09 for at imødegå den faldende økonomiske aktivitet. Det skete i form af markante diskretionære lempelser, både ved at øge det offentlige forbrug og gennem skattelettelser. Det bidrog til at mindske lavkonjunkturerne. Desuden bidrog de automatiske stabilisatorer, som er betydelige i Danmark i en international sammenligning, også til at stabilisere konjunkturerne.

De diskretionære lempelser forværrede den strukturelle saldo på de offentlige finanser, som ifølge regeringen gik fra et overskud på knap 2½ pct. af BNP i 2008 til et underskud på godt 1½ pct. af BNP i 2010, jf. figur 27. Siden er der sket en vis forbedring, bl.a. som følge af genopretningsaftalen fra 2010. Den strukturelle saldo korrigerer den faktiske offentlige saldo for påvirkningen fra konjunkturer og særlige poster,



fx indtægter fra omlægningen af kapitalpension og pensionsafkastskatten.² Hermed fås et billede af den underliggende stilling på den offentlige saldo, og den strukturelle saldo kan dermed fortolkes som en indikator for finanspolitikken stramhedsgrad. Med et aktuelt strukturelt underskud på 0,7 pct. af BNP er finanspolitikken således lempelig.

Finanspolitikken stramhedsgrad skal ses i sammenhæng med konjunktursituationen og mængden af ledig kapacitet. Nationalbanken vurderer, at der i 1. halvår 2014 er et produktionsgab på -2 pct. af BNP, jf. figur 28. Gabet ventes indsnævret i de kommende år, så den ledige kapacitet næsten er væk ved udgangen af 2016. Produktionsgabets er et aggregeret mål for kapacitetspresset i økonomien og angiver, hvor meget den faktiske produktion afviger fra det produktionsniveau, som økonomien normalt kan præstere, uden at der opstår et inflationært pres.

Trods et negativt produktionsgab kan der være mangel på ledig kapacitet i dele af økonomien. Ledigheden er således faldet betydeligt de senere måneder, og ledighedsgabet ventes

2 For en nærmere beskrivelse af den strukturelle saldo se Ann-Louise Winther, *Konjunkturudsving og offentlige finanser*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2011, Del 1 og *Finansreddegørelsen 2014*, Finansministeriet.

i fremskrivningen at lukke, inden produktionsgabet lukkes. I fremskrivningen er det lagt til grund, at ledighedsgabet gradvist lukkes, hvorefter det er i omtrent balance. Erfaringen viser dog, at den økonomiske udvikling ofte er mere ujævn, og der er risiko for, at ledigheden kommer under sit strukturelle niveau, hvilket vil give pres på arbejdsmarkedet. Risikoen forstærkes, hvis en betydelig vækst i arbejdsstyrken først sker sent i konjunkturforløbet.

Regeringen venter i sin seneste Økonomisk Redegørelse fra maj, at de finanspolitiske betingede ændringer fra 2014 til 2015 i offentlige udgifter og indtægter vil bevirke, at finanspolitikken strammes med 0,5 pct. af BNP målt ved de direkte provenueffekter. Stramningen skønnes at mindske BNP-væksten med 0,2 pct. i 2015 og forbedre den strukturelle saldo beskedent til et underskud på 0,4 pct. af BNP.

Finanspolitikken er underlagt rammer, som har til formål at sikre sunde offentlige finanser. Det gælder bl.a. stabilitets- og vækstpagtens underskudsgrænse på 3 pct. af BNP under normale konjunkturtilbageslag. Danmark har indført finanspagtens balanceregulering i budgetloven, som højst tillader et strukturelt underskud på 0,5 pct. af BNP, når finansloven fremsættes, medmindre der er exceptionelle omstændigheder. Dertil indeholder budgetloven 4-årige rullende udgiftslofter, hvis overholdelse understøttes af økonomiske sanktioner.

Ifølge Nationalbankens prognose er der et skønnet underskud på 2,9 pct. i 2015. Det giver en meget begrænset margin til 3-procentgrænsen. Regeringen vurderer, at det strukturelle underskud i 2015 vil udgøre 0,4 pct. af BNP. Det er meget tæt på grænsen i budgetloven. Ifølge finansloven for 2014 blev den strukturelle saldo i år opgjort til -0,5 pct. af BNP, men er nu blevet revideret til -0,7 pct. af BNP.

ØKONOMISK POLITIK

Aktiviteten i dansk økonomi er i fremgang efter flere år med stilstand. Arbejdsmarkedet og boligmarkedet er styrket, og der er tegn på stigende privat forbrug. De danske prisstigninger er lave, men det skyldes i høj grad globale forhold, som er af midlertidig karakter. Selv om lønstigningerne er beherskede, er den aktuelt lave

inflation således ikke udtryk for et deflationært pres i dansk økonomi. Den forventede fremgang vil være med til at mindske den ledige kapacitet til et beskedent niveau i slutningen af 2016.

Ledigheden er faldende og i nogle faggrupper på samme niveau som i 2006 ved begyndelsen af overophedningen af dansk økonomi. I visse områder stiger boligpriserne også kraftigt. Renten er tæt på nul, og boligmarkedet indeholder selvforstærkende mekanismer. Der er derfor behov for skærpet overvågning af udviklingen på arbejds- og boligmarkedet, især da den ledige kapacitet kan være mindre på mere disaggregeret niveau og kan lukke hurtigere end ventet. Det sætter bl.a. krav om, at kvalitet og incitament i beskæftigelsesindsatsen bevares eller styrkes.

Som følge af fastkurspolitikken er de danske renter tæt bundet til euroområdet. Rente-niveauet er aktuelt meget lavt, og markedet forventer også i de kommende år meget lave pengepolitiske renter i euroområdet. Baggrunden for kravene til finanspolitikken i Danmark er dermed, at pengepolitikken fortsat forventes at virke stærkt ekspansivt på økonomien i 2015.

Konjunktursituationen tilsiger, at den strukturelle saldo på de offentlige finanser i 2015 bør ligge et stykke over den nedre grænse i henhold til budgetloven. Ved indgangen til 2015 vil dansk økonomi ifølge Nationalbankens prognose have været på vej frem i halvandet år. I begyndelsen af 2005 var dansk økonomi også halvandet år inde i et opsving, om end det skete efter et mildere tilbageslag end denne gang. I 2005 forpasseses muligheden for at stramme finanspolitikken, hvilket bidrog til overophedningen af dansk økonomi. Det understreger, at så langt henne i et opsving bør tilbagerulningen af de finanspolitiske lempelser være godt i gang, så der i 2015 sker en mærkbar forbedring af den planlagte strukturelle saldo. Det gælder især, når der tages hensyn til det lempelige udgangspunkt for finanspolitikken og det meget lave renteniveau. En sådan forbedring vil indebære, at den finanspolitiske lempelse i 2014 rulles tilbage.

Hvis det fremadrettet skal være muligt at lempe finanspolitikken diskretionært i en situation, hvor der kan være brug for det, forud-

sætter det, at tilbagerulningen indledes, når det går frem. Det er med til at sikre holdbare offentlige finanser, og at der er økonomisk råderum til, at de automatiske stabilisatorer kan virke.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA³ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 1. kvartal 2014. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

INTERNATIONAL ØKONOMI

De internationale organisationer venter tiltagende vækst i den globale økonomi. I euroområdet forventes væksten i år at blive behersket, mens fremgangen hos Danmarks vigtigste samhandelspartnere, bl.a. Tyskland og Storbritannien, vurderes at blive mere solid. På den baggrund antages afsætningsmarkedet for den danske eksport at vokse med 4,0 pct. i år og med 5,3 og 5,7 pct. i henholdsvis 2015 og 2016, jf. tabel 6.

De udenlandske prisstigninger ventes at tiltage i år og frem mod 2016. Samme tendens gør sig gældende for priserne på eksportmarkedet. Gennem fremskrivningsperioden skønnes lønstigningstakten i udlandet at være moderat som følge af fortsat svage arbejdsmarkeder i flere lande.

RENTER, VALUTA OG OLIEPRIS

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurven på de finansielle markeder. Den korte danske rente antages at følge pengemarkedsrenterne i euroområdet. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten var i begyndelsen af juni 2014 lige over 0 pct. og ventes at være omtrent uændret frem mod 2016.

Den gennemsnitlige obligationsrente er defineret som et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den lå i begyndelsen af juni på 1,3 pct. og ventes at stige til 2,1 pct. frem mod slutningen af 2016.

Den effektive kronekurs er deprecieret i juni efter at have været omtrent uændret de seneste måneder. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra medio juni.

Prisen på olie lå ved prognosens udarbejdelse på ca. 110 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne, så den falder til ca. 100 dollar pr. tønde i 2016.

FINANSPOLITISKE FORUDSÆTNINGER

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i den planlagte finanspolitik, herunder aftalen om finansloven for 2014, de kommunale og regionale budgetter for 2014 samt regeringens konvergensprogram.

Muligheden for at betale skat af eksisterende kapitalpensioner til reduceret skattesats antages at give 30 mia. kr. i fremrykket skatteprovenu i 2014.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 1,0 pct., jf. tabel 6. I 2015 og 2016 forventes forbrugsvæksten at blive henholdsvis 1,0 og 0,7 pct. De offentlige investeringer ventes at stige 0,7 pct. i år og efterfølgende falde med knap 8 pct. i 2015.

³ Modellen er beskrevet i Danmarks Nationalbank, *MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, 2003.

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 6

	2013	2014	2015	2016
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	1,5	4,0	5,3	5,7
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	-0,3	1,0	1,6	1,8
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	-0,3	1,0	1,6	1,8
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,1	2,2	2,3	2,5
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,0	0,0	0,0	0,0
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	1,6	1,4	1,7	2,1
Effektiv kronkurs, 1980 = 100	102,4	103,6	103,4	103,4
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,6	5,5	5,5	5,5
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	108,7	108,4	104,1	100,0
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,8	1,0	1,0	0,7
Offentlige investeringer, pct. år-år	0,5	0,7	-7,9	0,5
Offentlig beskæftigelse, 1.000 pers.	828	835	840	842

1. Sammenvejlet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.
2. Sammenvejlet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SIDSTE PROGNOSE

Den skønnede BNP-vækst er revideret op med 0,1 procentpoint i alle tre prognoseår, når der sammenlignes med marts-prognosen. Det fremgår af tabel 7, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer.

Den stærkere vækst i år skal ses i sammenhæng med det stærke 1. kvartal, hvortil kommer, at den effektive kronekurs er deprecieret i juni i kølvandet på ECB's tiltag, hvilket styrker væksten via højere eksport og lavere import. Den øgede vækst i 2015 og 2016 dækker over, at renteniveauet er nedjusteret som følge af de seneste måneders rentefald. Det stimulerer væksten gennem større privat forbrug og

øgede erhvervsinvesteringer. Den forholdsvist kraftige renteeffekt i 2015 og 2016 er delvist modgået af andre faktorer; det skal ses i lyset af, at bl.a. en høj lokaleledighed mindsker behovet for øget erhvervsbyggeri.

Skønnet for stigningstakten i HICP i år er revideret ned med 0,6 procentpoint til 0,6 pct. og med 0,1 procentpoint til 1,6 pct. i 2015, mens den er uændret 1,8 pct. i 2016. Den lavere inflationstakt i år afspejler, at import- og energipriserne faldt igen i marts, hvortil kommer, at også fødevarerpriserne faldt i foråret. De lavere energipriser kan ikke genfindes i olieprisen, og deres effekt på forbrugerpriserne optræder derfor – sammen med import- og fødevarerpriserne – under posten andre faktorer. Den lavere kronekurs gør importerede varer dyrere, hvilket trækker i retning af højere inflation i 2015.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 7

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Prognose fra marts 2014	1,4	1,7	1,9	1,2	1,7	1,8
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andre faktorer	0,1	-0,2	-0,2	-0,6	-0,2	-0,1
Denne prognose	1,5	1,8	2,0	0,6	1,6	1,8

Anm.: Afrunding kan betyde, at overgangen fra seneste til nuværende prognose ikke stemmer helt. Posten "Andre faktorer" omfatter også datarevisioner.

ARTIKLER

IMF'S UDLÅN TIL PROGRAMLANDE OG DANMARKS TILSAGN TIL IMF

Thomas Pihl Gade, Sune Malthe-Thagaard og Louise Funch Sørensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Den Internationale Valutafond, IMF, har spillet og spiller fortsat en stor rolle i håndteringen af den globale økonomiske krise. I de seneste år har IMF givet kriselån til adskillige lande og godkendt kreditter til potentielt sårbare lande via forebyggende faciliteter. IMF har ydet særligt store lån til kriseramte eurolande, hvilket har resulteret i en stor geografisk koncentration af udlån. Irlands 3-årige låneprogram med IMF udløb i slutningen af 2013 efter en robust implementering af de krævede programbetinger, mens Portugal ifølge planen modtager sidste udbetaling i sit program med IMF i juni i år. Begge lande har meddelt, at de ikke ønsker forebyggende programmer efterfølgende, men i stedet finansierer sig på markedsvilkår. Grækenland har også været i stand til at udstede statsobligationer for første gang i 4 år.

For at imødekomme efterspørgslen efter lån har IMF tilpasset udlånsfaciliteterne og øget udlånskapaciteten betragteligt. Reformerne af lånefaciliteterne har især haft som mål at give medlemslandene lettere adgang til store lån, øge fokus på forebyggende lån samt strømline de lånebetingelser, der er knyttet til et IMF-program. Udlånskapaciteten er øget gennem en række tiltag. I 2010 blev det besluttet at fordoble IMF's permanente resurser, som består af medlemslandenes indskud, de såkaldte kvoter. Beslutningen er endnu ikke godkendt af et tilstrækkeligt flertal af medlemslandene. Flere af dem har derfor valgt at bidrage med midlertidige

ge lån for at sikre, at IMF har tilstrækkelig kapacitet. At 2010-beslutningen fortsat mangler at blive gennemført, har på kort sigt således ikke stor betydning for størrelsen af IMF's samlede resurser. Det betyder derimod, at IMF er afhængig af midlertidige resurser frem for permanente kvoteresurser, og dermed er der væsentlig usikkerhed om de fremtidige resurser.

Danmark er et af de lande, der har valgt at give tilsagn om midlertidige resurser, herunder et bilateralt lån. Det skyldes, at Danmark i høj grad er påvirket af udviklingen i verdensøkonomien og på de finansielle markeder. Danmark ser en stor styrke i en international organisation som IMF, der arbejder for at fremme den internationale økonomiske og finansielle stabilitet. Derudover er lån fra IMF ofte banebryder for andre regionale eller bilaterale lån. Danmarks finansielle forhold over for IMF varetages af Nationalbanken. De midlertidige lånetilsagn har betydet, at Nationalbankens potentielle eksponering mod IMF er steget meget. Den faktiske eksponering er dog fortsat begrænset, idet IMF kun har benyttet en lille del af Danmarks samlede lånetilsagn.

Lån til IMF kan betragtes som særdeles sikre, og IMF's medlemslande har historisk set aldrig lidt tab ved at stille kvotemidler eller midlertidige lån til rådighed. Det skyldes bl.a., at IMF har fortrinsret til at få betaling via den såkaldte *preferred creditor* status, hvis det låntagende land ikke kan overholde sine forpligtelser. Desuden har IMF indbygget krav om, at en række stramme betingelser til medlemslandene skal

opfyldes, inden pengene kan udbetales. Endelig er IMF's løbende reserveopbygning med til at sikre medlemslandene mod eventuelle tab.

IMF'S LÅNGIVNING DE SENESTE ÅR

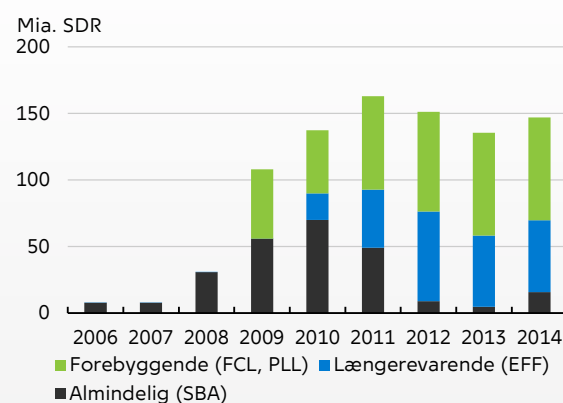
STORE LÅN FRA IMF GENNEM KRISEN

Lån til medlemslande med betalingsbalanceproblemer har altid været en af IMF's kerneopgaver. De kan enten ydes forebyggende i for søget på at forhindre en krise eller som direkte krisehåndtering. Fælles for IMF's almindelige långivning er, at den finansieres af IMF's øvrige medlemmer, herunder Danmark.

Mens det samlede udlån¹ til programlande var lavt i årene op til krisen, er det steget kraftigt fra begyndelsen af den finansielle krise i 2008 og til i dag, fra mindre end 10 mia. SDR² (knap 70 mia. kr.) i årene før krisen til ca. 150 mia. SDR (ca. 1.200 mia. kr.) i 2014, jf. figur 1.³ I begyndelsen af krisen skyldtes stigningen hovedsageligt store lån til europæiske programlande som Grækenland, Irland og Portugal. I 2013 modtog Cypern og senest i maj 2014 Ukraine også betydelige lån fra IMF. Lånene til disse fem lande hører under IMF's traditionelle lånefaciliteter (almindelige lånefaciliteter, SBA, og længerevarende lånefaciliteter, EFF), som er er tilknyttet en række betingelser, der skal opfyldes, før lånene kan udbetales. Formålet er at genoprette en sund økonomisk udvikling, der kan understøtte landets evne til at tilbagebetale lånet. I dag udgør de traditionelle lån knap 50 pct. af IMF's samlede udlån, jf. figur 1. Den resterende halvdel er givet i form af forebyggende

IMF's samlede udlån fordelt på lånefaciliteter siden 2006

Figur 1



Anm.: Stand-by arrangements, SBA, er IMF's almindelige lånefacilitet for høj- og mellemindkomstlande med kortsigtede betalingsbalanceproblemer. SBA løber typisk over 1-2 år og ledsages af programbetingelser. Extended Fund Facility, EFF, svarer generelt til SBA, men er for lande, der står over for mellemlange eller langsigtede betalingsbalanceproblemer. EFF ledsages ligeledes af programbetingelser, men har typisk længere varighed og tilbagebetalingsperioder end SBA. Flexible Credit Line, FCL, og Precautionary Liquidity Line, PLL, er forebyggende lånefaciliteter for de medlemslande, der generelt fører en sund økonomisk politik. Kilde: IMF.

lånefaciliteter, dvs. en form for kassekredit, til hovedsageligt Mexico, Polen og Columbia.

Samtidig har de store lån til Grækenland, Irland og Portugal bidraget til, at den gennemsnitlige størrelse på lån fra IMF har været markant større end i historisk sammenhæng både i absolutte termer og relativt til landenes medlemsbidrag i IMF, de såkaldte kvoter. Lånene har ligeledes betydet, at IMF's udlån nu i langt højere grad end tidligere er geografisk koncentreret. Mere end halvdelen af IMF's nuværende lånetilsagn er givet til europæiske lande, jf. figur 2 (venstre). Hvis udlån under de forebyggende lånefaciliteter fraregnes er andelen af IMF's udlån til europæiske lande knap 90 pct, jf. figur 2 (højre).

SENESTE UDVIKLING I UDVALGTE EUROPÆISKE PROGRAMLANDE

En række europæiske lande har fået IMF-programmer siden krisens begyndelse i 2008, jf. tabel 1. Programmerne blev givet bl.a. på baggrund af, at landene ikke længere kunne dække deres finansieringsbehov på de finansielle markeder, jf. Marcussen og Sørensen (2012). Fælles for mange programlande var, at de havde

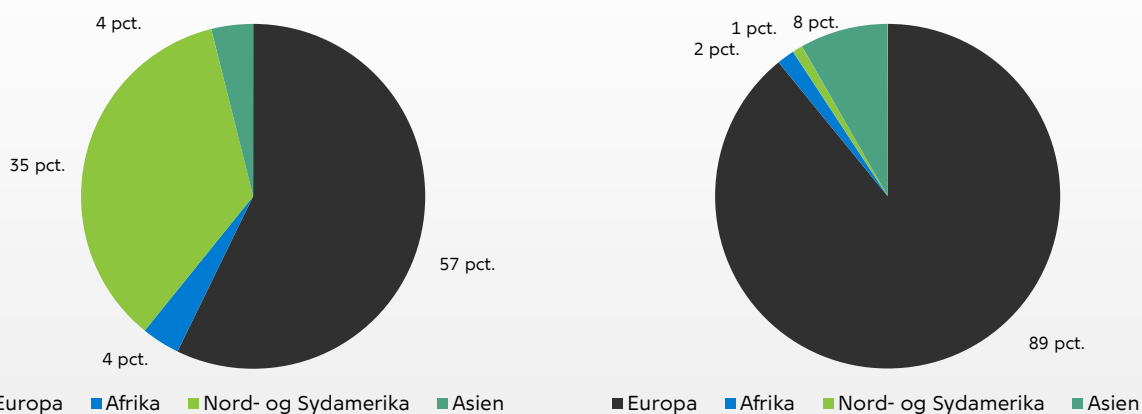
1 Der skelnes i IMF mellem lånetilsagn og faktisk udlån. Når et lån til et medlemsland godkendes af IMF's bestyrelse, er der i praksis tale om en låneramme, altså et lånetilsagn, på det samlede beløb, som landet kan låne i programmets løbetid. Det faktiske udlån sker gradvist i løbet af lånets løbetid. I artiklen benyttes ordet udlån for IMF's akkumulerede lånetilsagn.

2 Special Drawing Rights, SDR, er IMF's regnskabsenhed. SDR er sammensat af en kurv af valutaer, der p.t. udgøres af dollar, euro, yen og pund. I artiklen anvender vi en SDR-kurs over for kroner på 841,40 svarende til kursen pr. 13. maj 2014.

3 I artiklen betragtes alene IMF's udlån til høj- og mellemindkomstlande. Derudover har IMF givet lån under fonden for fattigdomsbekæmpelse og vækstfremme, Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT), til primært udviklingslande. Disse lån udgør i dag kun 2 pct. af IMF's samlede udlån.

IMF's samlede udlån fordelt på geografisk område, ultimo marts 2014 (venstre) og geografisk fordeling af IMF udlån eksklusiv forebyggende lånefaciliteter (højre)

Figur 2



Kilde: IMF.

en uholdbar finanspolitisk kurs, makroøkonomiske ubalancer, og at de ikke havde gennemført strukturreformer under højkonjunktoren op til krisen. De store låneprogrammer fra IMF og EU skal bl.a. ses i lyset af, at der var risiko for såkaldte smitteeffekter på statsobligationsmarkedet mellem en række lande, hvor betydelige dele af merrentespændet ikke kunne forklares med fundamentale økonomiske forhold, jf. Abildgren og Malthé-Thagaard (2012). Det var derfor afgørende at stabilisere de kriseramte lande for at sikre international økonomisk stabilitet.

Irlands regering valgte ved programudløbet i december 2013 ikke at anmode om et fore-

byggende program hos IMF eller sine europæiske partnere. I stedet har de benyttet sig af, at staten igen har fået markedsadgang. Irland har gennemført programmet meget tilfredsstillende med bl.a. reformer af den finansielle sektor og en betydelig konsolidering af finanspolitikken, jf. IMF (2013). Væksten har været lavere end oprindeligt forudsat, da programmet blev indgået, men højere end i euroområdet. Der er dog fortsat store udfordringer: Det offentlige underskud er stort, og den offentlige gæld er meget høj.

Portugals program er ifølge den seneste gennemgang på sporet, og den økonomiske akti-

Låneprogrammer fra IMF og EU til udvalgte europæiske programlande

Tabel 1

Mia. euro	Program indgået	Program udløbet	IMF-lån	EU-lån	Samlet lånepakke	Samlet lån i pct. af BNP
Island	november 2008	august 2011	2	-	2	16
Grækenland I	maj 2010	(maj 2013)	20	53	73 ¹	33
Irland	december 2010	december 2013	23	45	68	43
Portugal	maj 2011	juni 2014	26	52	78	46
Grækenland II	marts 2012	marts 2016	28	145	173	89
Cypern	april 2013	april 2016	1	9	10	61
Ukraine ²	april 2014	april 2016	12	-	-	7

Kilde: IMF, Eurostat og Europa-Kommissionen.

1. Den samlede lånepakke var på 110 mia. euro, hvor IMF og eurolandene bidrog med hhv. 30 og 80 mia. euro. Den første lånepakke til Grækenland blev afløst af en ny lånepakke, inden samtlige udbetalinger var faldet. De resterende udbetalinger blev overført til det nye låneprogram fra marts 2012.

2. Ukraine forventes ud over lånet fra IMF at modtage bilaterale lån og bistand fra en række lande og internationale organisationer, herunder EU, USA, Verdensbanken mfl. på samlet mindst 7 mia. euro ifølge låneprogrammet.

vitet og beskæftigelsen har udviklet sig bedre end forudsat, jf. IMF (2014). I februar udstedte Portugal igen 10-årige statsobligationer og har nu sikret sig finansiering indtil efteråret 2015. Landet står dog over for en række udfordringer, bl.a. er fleksibiliteten på arbejdsmarkedet fortsat lav, og der er usikkerhed om konsekvenserne af udfaldet af nogle retssager ved forfatningsdomstolen om finanspolitiske tiltag i budgettet for 2014. Ikke desto mindre udløber Portugals program med IMF i juni i år. Landet har valgt ikke at anmode om en forebyggende facilitet hos hverken Den Europæiske Stabilitetsmekanisme, ESM, eller IMF.

Grækenland er i gang med sit andet låneprogram siden statsgældskrisen. Det skyldes, at landet har dybe strukturelle problemer, og at krisen har været langvarig, jf. Mikkelsen og Sørensen (2012). De første tre år svigtede Grækenland på en række programbetingelser: Landet gennemførte ikke i tilstrækkelig grad de strukturreformer og privatiseringer af offentlige virksomheder, som de havde aftalt med trojkaen, dvs. IMF, ECB og Europa-Kommissionen. Derudover var udviklingen i det offentlige underskud og gæld dårligere end forudsat i programmet. I løbet af 2013 vendte udviklingen, og Grækenland fik for første gang i ti år et lille overskud på den offentlige saldo ekskl. renteudgifter (primær saldo) på 0,8 pct. af BNP.⁴ Dermed opfyldte finanspolitikken programkravet for 2013. Målet er, at der skal være et overskud på den primære saldo i 2015 på 3 pct. af BNP. Derudover har udviklingen i betalingsbalancen overrasket positivt og viser ligeledes et lille overskud i 2013. Fremgangen i økonomien har betydet, at den græske regering for første gang siden begyndelsen af krisen har været i stand til at udstede en 5-årig statsobligation på de finansielle markeder. Renten blev 4,95 pct., hvilket er lavere end niveauet umiddelbart før krisen. Regeringen er dog fortsat bagud med implementeringen af arbejdsmarkedsreformer, og det er usikkert, om bankerne skal rekapitali-

seres yderligere, bl.a. på grund af et højt antal misligholdte lån (non-performing loans). Derudover er den græske statsgæld meget høj, og det vil kræve mange års målrettet finanspolitik at nedbringe gælden.

Cypern har i løbet af programmets første år overrasket positivt med hensyn til at gennemføre programkravene, hvor bl.a. målet for det offentlige underskud er opfyldt med en betydelig margin. Samtidig er væksten ikke faldet så meget som frygtet. Der er dog fortsat udfordringer med et stigende antal misligholdte lån, faldende kreditgivning og stigende arbejdsløshed.

Ukraine fik et låneprogram fra IMF 30. april 2014. Landet har været i recession siden midten af 2012 og oplever dermed sin anden omfattende krise på bare seks år. Valutakursen har været overvurderet, på grund af at den ukrainske centralbank løbende har interveneret. På trods af store offentlige underskud gav regeringen i 2013 anselige lønstigninger til offentligt ansatte, forøgede pensionerne mærkbart og fastholdt de laveste gaspriser i Europa via offentlige subsidier på ca. 7,5 pct. af BNP i 2012, da importpriserne på gas steg. Den økonomiske krise kulminerede i februar 2014, da centralbanken ikke længere kunne forsvare valutakursen på grund af en meget lav valutareserve, der ifølge IMF kun dækkede to måneders import.

REFORMER AF IMF'S UDLÅNSFACILITETER

IMF har gennem krisen gennemført en række ændringer i udlånsfaciliteterne for at styrke sin kapacitet til både at forhindre og afhjælpe kriser. Reformerne har haft særligt fokus på at give adgang til ekstraordinært store lån, øget fokus på forebyggende långivning og betydet, at programbetingelserne bruges mere strømlinet.

En ofte benyttet måde at måle størrelsen på et medlemslands lån fra IMF er at skalere det i forhold til, hvor stor landets kvote i IMF er. Den normale adgang til et IMF-lån er fastsat som en fast procentdel af landets kvote og varierer med lånefaciliteten. I 2009 blev adgangen til IMF's almindelige lånefacilitet, SBA, fordoblet

⁴ Ifølge Eurostats pressemeddelelse havde Grækenland et underskud på den primære saldo i 2013 på 8,7 pct. af BNP, hvilket især skyldes store engangsudgifter til at rekapitalisere den græske banksektor. Europa-Kommissionen, ECB og IMF har beregnet det primære overskud på 0,8 pct. af BNP i 2013 ud fra definitionen i Grækenlands låneprogram, jf. pressebriefing fra Kommissionen 23. april 2014.

fra 300 til 600 pct. af kvoten. I samme ombæring blev det lettere for medlemslandene at få adgang til ekstraordinært store lån over 600 pct. af kvoten. Disse godkendes, når et medlemsland står over for en exceptionel situation, der truer landets finansielle stabilitet, og hvor hurtig handling er afgørende. Grækenland, Irland og Portugal fik alle forhøjede lån på den baggrund på 3.200 pct. af kvoten for Grækenland og 2.300 pct. af kvoten for Irland og Portugal.

Siden 2009 har IMF haft større fokus på at forebygge kriser og har bl.a. introduceret nye forebyggende lånefaciliteter. Flexible Credit Line, FCL, bygger alene på kvalifikationskriterier, hvor hensigten er at signalere, at landet har stærke økonomiske forudsætninger og fører en sund økonomisk politik og dermed blot har behov for en kassekredit, der kan fungere som stødpude mod fremtidige eksterne stød. FCL-faciliteten er således ikke underlagt IMF's sædvanlige programbetingsbetingelser. Precautionary Liquidity Line, PLL, der er rettet mod lande med sunde økonomiske forudsætninger, bygger også på kvalifikationskriterier, men har dertil visse programbetingsbetingelser indbygget.

Endelig har IMF lavet en række ændringer i de programbetingsbetingelser, der følger med et traditionelt låneprogram, i forsøget på at gøre dem mere strømlinede og fokuserede på IMF's kerneområder, jf. IMF 2012. Designet skal generelt søge at sikre en række principper: 1. nationalt ejerskab af reformprogrammet, 2. mådehold i mængden af programbetingsbetingelser, 3. tilpasning af programmet til medlemslandets situation, 4. effektiv koordinering med andre multilaterale institutioner som Verdensbanken og OECD og 5. klar specifikation af betingelser. Formålet er at sikre, at de nødvendige reformer gennemføres, og dermed gør det muligt for landet at tilbagebetale lånet.

Låneprogrammer fra IMF er underlagt regelmæssige gennemgange, så IMF kan vurdere fremskridt i de aftalte reformer og om nødvendigt overveje eventuelle tilpasninger. Hovedparten af de løbende udbetalinger er således betinget af, at låntageren har udført de aftalte programbetingsbetingelser. Betingelserne kan overordnet inddeles i tre typer, jf. boks 1: forudgå-

Typen af programbetingsbetingelser for IMF's låneprogrammer

Boks 1

Forudgående initiativer: Initiativer, der skal gennemføres, inden IMF's bestyrelse godkender et program eller en programgennemgang. De skal sikre, at programmet har det nødvendige grundlag for at blive en succes eller kommer tilbage på sporet efter at have afvejet fra de aftalte politiske tiltag. Formålet er todelt: at sikre, at landet har et minimum af ejerskab til programmet, og implementering af programmets betingelser ved at fastlægge nogle tiltag inden programmet godkendes.

Kvantificerbare kriterier: Mål, der skal opfyldes for at færdiggøre en programgennemgang. De er altid baseret på makroøkonomiske variable, der er under myndighedernes kontrol, fx pengepolitiske aggregater, internationale reserver, offentlig saldo og ekstern finansiering.

Strukturelle referencepunkter: Der er tale om (oftest ikke kvantificerbare) reformtiltag, der er kritiske for at opnå programmålene. De er en slags milepæle til at vurdere implementeringen af programmet under en programgennemgang. De varierer fra program til program, men kan være tiltag, der gør den finansielle sektor mere funktionsdygtig, opbygger sociale sikkerhedsnet eller styrker den økonomiske forvaltning i den offentlige sektor.

Indikative mål: De supplerer de kvantificerbare kriterier i forhold til at vurdere, om der er fremgang i programmet. Nogle gange erstatter de et kvantificerbart kriterium, fordi der er usikkerhed om data for den økonomiske aktivitet. I takt med at usikkerheden reduceres, bliver de indikative mål konverteret til et kvantificerbart opfyldeskriterium med de rette tilpasninger.

1. Kilde: IMF.

ende initiativer (prior actions), kvantificerbare kriterier (quantitative performance criteria) og strukturelle referencepunkter (structural benchmarks). Derudover kan indikative mål (indicative targets) supplere de kvantificerbare kriterier, når IMF skal vurdere, om programmet efterleveres.

PROGRAMBETINGELSER FOR EUROPÆISKE LÅN FRA IMF

Et programs betingelser er sammensat, så de er skræddersyet til det enkelte lands strukturer og krisens karakter. Fælles for de europæiske programlande var store underskud på de offentlige budgetter. Det medførte, at de ikke længere kunne udstede statsobligationer på finansmarkederne på grund af uholdbart stor offentlig gæld. Derfor indeholdt alle landes programmer et krav om finanspolitisk konsoli-

dering i form af kvantificerbare kriterier, herunder mål for forbedring af den offentlige saldo og et loft over den offentlige gæld.

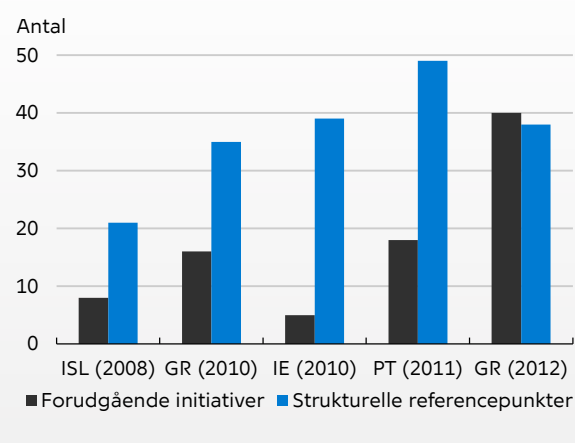
Det der adskilte programlandene, var baggrunden for gældsproblemerne. Landene kan groft sagt deles op i to grupper: Irland og Cypern endte med at hæfte for problemer i deres finansielle sektorer, som havde balancer på op til ca. 800 pct. af BNP. I Irlands tilfælde afspejlede det bl.a. en betydelig boligprisboble. I Grækenland og Portugal led økonomierne af betydelige strukturproblemer, høj gæld, store eksterne ubalancer og dårlig konkurrenceevne. Derudover havde Portugal og i særlig grad Grækenland store offentlige underskud. Derfor var mængden og typen af programbetingelser også forskellige på en række områder. De førstnævnte lande blev især bedt om at reformere den finansielle sektor, mens de sidstnævnte lande især skulle lave omfattende strukturreformer.

I IMF (2012) evalueres programmerne til de kriseramte lande i euroområdet i lyset af trojkasamarbejdet. Hvor IMF især har fokuseret på kortsigtede makrokritiske betingelser, har Europa-Kommissionen dækket de mere omfattende strukturelle reformer. ECB har fokuseret på den finansielle stabilitet og transmissionen af pengepolitikken i euroområdet. Med hensyn til de strukturelle betingelser har Kommissionens tiltag ofte været mere detaljerede end IMF's.

Antallet af strukturelle referencepunkter og forudgående initiativer i programmerne er steget hen over krisens forløb, jf. figur 3. Antallet alene giver dog ikke nødvendigvis en udtømmende beskrivelse af omfanget af et program, da et politisk tiltag kan være mere krævende og omfattende at gennemføre end andre. Dertil kan nævnes, at programmerne har forskellig løbetid, hvilket bl.a. afspejler dybden af landenes økonomiske udfordringer.

Der kan være en række grunde til, at IMF stillede flere programbetingelser senere i løbet af krisen. Islands program var kendetegnet ved at være knyttet direkte til finanskrisen, hvor banksektoren kollapsede i 2008. Selv om landet også havde ført en alt for ekspansiv finanspolitik, var de økonomiske strukturer grundlæggende sunde. De politiske tiltag var derfor begrænsede til den finansielle sektor

Samlet antal forudgående initiativer og strukturelle referencepunkter Figur 3



Anm.: Parentesen angiver året for programindgåelse. IS = Island, GR = Grækenland, IE = Irland, PT = Portugal. Bemærk at antallet af programbetingelser er til dato og dermed kan stige over programmets løbetid.

Kilde: Monitoring of Fund Arrangements (imf.org).

og finanspolitiske stramninger som følge af bankrestruktureringernes store træk på det offentlige budget. De senere programmer kom i forbindelse med statsgældskrisen i de sydeuropæiske lande og bundede i mere strukturelle problemer med bl.a. dårlig konkurrenceevne, ineffektive offentlige sektorer og ufleksible arbejdsmarkeder.

IMF'S RESURSER GENNEM KRISEN

Stigningen i IMF's udlån har krævet, at IMF's resurser er blevet markant forøget. IMF's långivning finansieres af kvoter suppleret med midlertidige låneordninger i form af de multilaterale låneaftaler New Arrangements to Borrow, NAB, og en række bilaterale låneaftaler, jf. boks 2. Kvotemidlerne er en del af IMF's permanente resurser og bør under normale omstændigheder være IMF's primære finansieringskilde, mens en række medlemslande, herunder Danmark, midlertidigt har stillet NAB- og bilaterale lån til rådighed.

I takt med at behovet for lån øgedes gennem krisen, har IMF fået øget sine resurser. De samlede resurser er siden 2008 øget fra ca. 251 mia. SDR til ca. 880 mia. SDR (ca. 7.400 mia. kr.) i 2014, jf. figur 4.

IMF's resurser og udlånskapacitet

Boks 2

IMF's resurser består dels af permanente resurser i form af medlemslandenes kvoteindbetalinger, dels lånte resurser i form af de multilaterale låneaftaler New Arrangements to Borrow, NAB, og bilaterale låneaftaler.

Størrelsen på og fordelingen af **kvoterne i IMF** besluttes af IMF's repræsentantskab ved regelmæssigt gennemsyn af resurserne. Når medlemslande får lån fra IMF, kan IMF trække på kvoterne for de medlemslande, som vurderes resursestærke. IMF laver kvartalsvis en opgørelse over disse lande.

Derudover har IMF adgang til midlertidige lån fra 38 medlemslande, herunder Danmark, under de multilaterale **NAB-låneaftaler**. NAB er en sekundær finansieringskilde, der blev etableret i 1997 for at supplere kvoteresurserne under Asien-krisen. Som følge af den globale økonomiske krise blev lånerammen under NAB udvidet mærkbart. Samtidig blev det indført, at NAB skal aktiveres i perioder på maksimalt 6 måneder ad gangen, hvilket kræver, at 85 pct. af NAB-deltagerne (målt på lånstørrelse) godkender aktiveringen.

I 2012 indgik en række lande midlertidige **bilaterale låneaftaler** med IMF. Der kan kun trækkes på aftalerne, når IMF's udlånskapacitet i form af kvoteresurser og NAB falder under 100 mia. SDR. Derudover kan de kun benyttes, hvis NAB også er aktiveret. De bilaterale lån udgør 273 mia. SDR (2.300 mia. kr.).

IMF's **udlånskapacitet** er ikke det samme som de samlede tilgængelige resurser, idet IMF kun trækker på de lande, som vurderes finansielt resursestærke. Den mest benyttede indikator for kapaciteten er den såkaldte Forward Commitment Capacity, FCC, som udgør de brugbare resurser til rådighed de næste 12 måneder. FCC består af uudnyttede kvoter og NAB-resurser plus de estimerede tilbagebetalinger på eksisterende lån over de kommende 12 måneder. IMF's FCC udgjorde ved udgangen af marts 272 mia. SDR. Hertil kommer værdien af de bilaterale låneaftaler.

Forøgelsen er sket på baggrund af fire store aftaler, der er indgået mellem medlemslandene siden 2009:

Regeringer og centralbanker besluttede i 2009 at bidrage med midlertidige bilaterale lån til IMF for i alt ca. 180 mia. SDR. Hensigten var, at lånene alene skulle eksistere, så længe der var behov for dem, eller indtil IMF havde anden langsigtet finansiering på plads. Det blev derfor samtidig aftalt, at resurserne fra de bilaterale låneaftaler senere skulle lægges over i en udvidet version af den eksisterende NAB-ordning. Ved at øge NAB-lånene sørgede man for, at IMF har adgang til finansiering på lidt længere sigt, da NAB-lånene, i modsætning til de bilaterale lån, skal aktiveres hvert halve år, men ikke har en egentlig udløbsdato.

I 2010 blev kredsen af lande, som deltager i NAB udvidet, og de eksisterende bilaterale lån blev overført til NAB-lånene, så NAB-lånerammen i 2011 steg fra 34 mia. SDR til 370 mia. SDR.

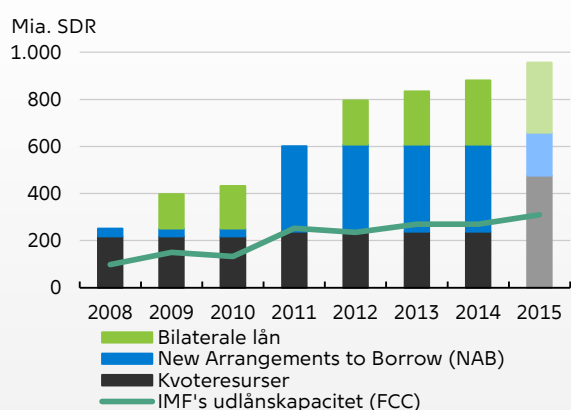
I 2010 blev IMF's medlemslande også enige om en reform af kvoterne, hvor IMF's kvoteresurser skulle fordobles til ca. 480 mia. SDR, jf. Bohn-Jespersen (2010). Beslutningen er dog endnu ikke ført ud i livet, da den først skal ratificeres af et flertal af medlemslandenes nationale parlamenter. Samtidig skal den udvidede NAB overføres til kvoter, hvorved resurserne overgår fra at være midlertidige til at være permanente.

Den forsinkede gennemførelse af kvotereformen og en øget efterspørgsel efter lån fra IMF under krisen fik i 2012 en række lande til at stille nye midlertidige bilaterale lån til rådighed for IMF. De må kun bruges, hvis behovet for udlån overstiger IMF's kvoteresurser og NAB.

I praksis udbetaler IMF lån til programlande ved tilsvarende at trække på resurserne fra de medlemslande, som vurderes at have en tilstrækkeligt solid betalingsbalance og valutastilling. IMF søger at sprede finansieringsbyrden blandt de lande. Hvert kvartal laver IMF en finansieringsplan for det kommende kvartal, hvor fordelingen mellem kvotefinansiering og anden finansiering fastlægges. De laver også en transaktionsplan, som specificerer fordelingen af træk på de lande, der deltager i finansieringsplanen.

IMF's resurser gennem krisen

Figur 4



Anm.: Tal for 2015 er under antagelse af implementering af 2010 kvotereformen i løbet af 2015 og estimation af udlånskapaciteten. I udlånskapaciteten for 2014 og 2015 er der taget højde for det lån til Ukraine på 11 mia. SDR (90 mia. kr.), som blev godkendt 30. april 2014.

Kilde: IMF og egne beregninger.

IMF's resurser fordelt på lande og landegrupper

Tabel 2

Mia. SDR	Kvoter	NAB	Bilaterale lån	Total	Total i pct. afBNP
Totalt	198	365	305	868	2,1
EU ¹	59	98	149	306	3,5
USA	42	69	-	111	1,0
Japan	16	66	40	121	3,8
Vækstøkonomier	51	80	82	212	1,5
Andre	30	52	34	118	2,1
Referenceværdier					
Danmark	1,9	3,2	4,6	9,7	4,5
Nordisk-baltisk valgkreds ²	7,5	13,7	20,7	42,0	3,8

Anm.: Kun lande, som IMF trækker på, dvs. lande som indgår i IMF's Financial Transaction Plan, er medtaget. Da IMF bl.a. ikke trækker på programlande, indgår alle EU-lande derfor heller ikke i tabellen.

1. Ekskl. EU-lande med IMF-programmer

2. Nordisk-baltisk valgkreds i IMF består af Danmark, Estland, Finland, Island, Letland, Litauen, Norge og Sverige.

Kilde: IMF og egne beregninger.

Størstedelen af IMF's resurser stilles til rådighed af avancerede lande, jf. tabel 2. Danmark og de øvrige nordiske og baltiske lande, som vi deler bestyrelsespost med i IMF, finansierer relativt set en betydelig del. Danmarks bidrag udgør således 4,5 pct. af BNP. Til sammenligning udgør IMF's samlede resurser 2,1 pct. af globalt BNP. Overvægtningen afspejler, at de nordiske lande har været store bidragsydere af NAB-resurser og bilaterale lån. Dertil kommer, at et lands kvotebidrag ikke udelukkende beregnes ud fra BNP, men også ud fra en række variable, inkl. handelsstrømme og finansiell åbenhed, som mere retvisende udtrykker et lands betydning i verdensøkonomien.

USIKKERHED OM IMF'S FREMTIDIGE RESURSER

Der er i øjeblikket en vis usikkerhed om den fremtidige størrelse og sammensætning af IMF's resurser. Beslutningen fra 2010 om at fordoble kvoteressurserne til 480 mia. SDR er endnu ikke godkendt i flere lande. Danmark har godkendt beslutningen, idet vi støtter, at IMF får øget den permanente andel af resurserne markant. Som eneste større land har USA's kongres endnu ikke godkendt beslutningen. Det betyder, at fordoblingen ikke er trådt i kraft fire år efter. På kort sigt har det ikke den store betydning for størrelsen af de samlede resurser,

men det betyder, at IMF er afhængig af midlertidige resurser fra NAB og bilaterale lån frem for permanente kvoteressurser.

Resurserne under NAB er dog også genstand for en vis usikkerhed, idet de skal genaktiveres hvert halve år, for at IMF kan trække på dem. Derfor er især BRIK-landene utilfredse med, at USA fortsat mangler at godkende reformen. Utilfredsheden bunder i, at beslutningen om at fordoble resurserne bl.a. er kædet sammen med en ændret fordeling af IMF's bestyrelsespladser, herunder to færre bestyrelsesposter for avancerede europæiske lande primært til fordel for vækstøkonomierne⁵. Det har sået tvivl om BRIK-landenes vilje til at fortsætte med at genaktivere NAB.⁶

De første bilaterale låneaftaler blev underskrevet i efteråret 2012. De løber over to år, men kan forlænges i yderligere to gange et år, hvis IMF's resurssituation og krisens omfang gør det nødvendigt. Det betyder, at aftalerne

5 IMF's bestyrelse er på valg i valgkredsene. Med indførelsen af styre- og kvotereformen fra 2010 vil hele bestyrelsen være på valg. Medlemslandene blev som en del af reformen enige om, at antallet af bestyrelsespladser for avancerede europæiske lande skulle reduceres primært til fordel for vækstøkonomier. Det vil sige, at de europæiske valgkredse dermed enten konsoliderer sig yderligere eller giver mere bestyrelsestid til vækstøkonomier i deres nuværende valgkreds.

6 BRIK-landene har tilstrækkelig stemmewægt blandt NAB-deltagerne til at have vetoret til at godkende NAB-aktivering.

i princippet kan begynde at udløbe fra oktober i år, og at IMF's samlede resurser derefter begynder at falde, medmindre de bilaterale lån forlænges.

DANMARKS FINANSIELLE BIDRAG TIL IMF

DANMARK YDER ET BETYDELIGT BIDRAG TIL IMF'S RESURSER

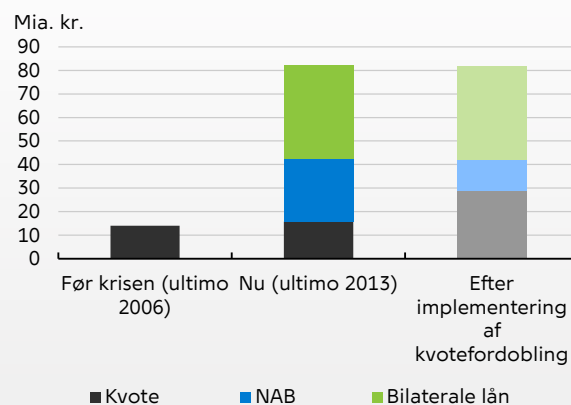
Som medlem af IMF bidrager Danmark med finansiering af lån til medlemslande med betalingsbalanceproblemer. Danmark ser en stor styrke i en international organisation som IMF, der arbejder for at fremme den internationale økonomiske og finansielle stabilitet. IMF er den eneste globale institution, som har resurser og kompetencer til at yde lån i forbindelse med kriser eller som forebyggende lån. Det er derfor vigtigt, at der ikke sås tvivl om IMF's fortsatte rolle med at udføre denne vigtige funktion. Det er en del af baggrunden for, at Danmark har valgt at bidrage med ekstra resurser til IMF. Desuden har krisens omfang vist sig at være omfattende, og Danmark har ønsket at sikre IMF rigelige resurser for at bidrage til at styrke tilliden på de finansielle markeder. Derudover baner lån fra IMF ofte vej for andre regionale eller bilaterale lån. Krisen viste sig endvidere at ramme Europa særligt hårdt. Den europæiske økonomi er særdeles vigtig for Danmark, og det har været endnu en grund til i koordination med de øvrige EU-lande at bakke op med midlertidig ekstra finansiering.

Danmark har som et af få medlemslande aldrig selv benyttet sig af lån fra IMF. Vi bidrager som nævnt via vores medlemstilsagn, kvoten, og via de forskellige midlertidige låneordninger, jf. figur 5.

Nationalbanken varetager på vegne af den danske stat det finansielle forhold mellem Danmark og IMF. Det er således Nationalbanken der indbetaler Danmarks kvote og bidrager med midlertidig finansiering.

Nationalbankens samlede lånetilsagn over for IMF var før krisen 14 mia. kr. Ultimo 2013 var

Danmarks bidrag til IMF's resurser fordelt på kvoteindsud og lånetilsagn til NAB og bilaterale lån Figur 5



Kilde: Danmarks Nationalbank.

tilsagnene steget til 82 mia. kr.⁷ Det afspejler Nationalbankens midlertidige lånetilsagn i form af NAB og bilaterale lån. Danmark har været med i NAB-aftalen siden 1997, men forøgede i 2011 lånetilsagnet fra 2 mia. kr. til 28 mia. kr. I 2012 underskrev Nationalbanken en låneaftale, der betyder, at Danmark bidrager med et bilateralt tilsagn på 40 mia. kr.⁸ Af det samlede lånetilsagn på 82 mia. kr. var der ultimo 2013 trukket knap 8 mia. kr. Det er dermed kun en meget begrænset del af tilsagnet til IMF, der er udnyttet.

Sammensætningen af Nationalbankens samlede lånetilsagn står til at blive ændret betydeligt, når kvotereformen fra 2010 træder i kraft, jf. figur 5. Reformen indebærer, at Danmarks kvote stiger til 28 mia. kr. fra 16 mia. kr.. Stigningen bliver dog modsvaret af en tilsvarende reduktion i Nationalbankens NAB-tilsagn. I efteråret 2014 udløber det bilaterale lån, og i lighed med en række andre medlemslande skal Nationalbanken derfor konsulteres om, hvorvidt det bilaterale lån skal forlænges med endnu et år. Hvis ikke det bilaterale lån forlænges, vil Nationalbankens samlede tilsagn til IMF blive halveret.

7 I det følgende ses udelukkende på forpligtelser over for IMF's General Ressource Account, der dækker over IMF's almindelige udlån. Dertil kommer forpligtelser i form af vores deltagelse i IMF's SDR system på 26 mia. kr. og udlån til lavindkomstlande via IMF's PRGT fond på 1,6 mia. kr.

8 Første bilaterale lånetilsagn på ca. 15 mia. kr. blev givet i 2009 og lagt sammen med Nationalbankens NAB-tilsagn i 2011.

Nationalbankens tilsagn til IMF i sig selv indgår ikke i valutareserven, men træk på lånetilsagnene gør, jf. Jensen og Sørensen (2009). Det sker, fordi IMF's træk på Nationalbankens tilsagn under visse betingelser kan førtidsindfries af Nationalbanken. Ifølge IMF's statistiske standarder er disse træk juridisk set likvide og kan dermed indgå i valutareserven. I praksis trækker IMF på Nationalbankens lånetilsagn ved at anmode Nationalbanken om resurser i form af valuta fra valutareserven. Som modydelse får Nationalbanken en fordring på IMF, der ligeledes indgår i valutareserven. IMF's træk på Nationalbanken ændrer dermed ikke størrelsen, men kun sammensætningen af reserven. Hovedparten af IMF's udlån udbetales i forudbestemte trancher og først efter, at IMF har evalueret, at de tiltag, som er vedtaget af IMF's bestyrelse, er gennemført. Nationalbanken har derfor typisk godt kendskab til IMF's fremtidige træk på Nationalbanken.

STOR POTENTIEL KREDITEKSPONERING, MEN EKSTREMT LAV RISIKO PÅ LÅN TIL IMF

Initiativerne til at øge IMF's resurser under krisen har øget Nationalbankens potentielle eksponering over for IMF fra 14 til 82 mia. kr. Eksponeringen, som er over for IMF og ikke over for de lande, som der ydes lån til, er dermed betydelig.

Flere forhold indebærer, at lån til IMF kan vurderes som meget sikre. For det første har IMF som kreditor højeste prioritet, når lån skal tilbagebetales, også kaldet *preferred creditor* status. Den status er angivet ved, 1. at de låntagende lande er indstillede på at give IMF fortrinsret til betalinger, såfremt de ikke kan overholde deres forpligtelser, samt 2. at andre kreditorer accepterer denne situation. Selv om IMF's status ikke er juridisk bindende aftaler med debitorer og andre kreditorer, bekræftes den af Parisklubben.⁹

IMF opbygger desuden *reserver*, som bruges ved indkomsttab, og har herudover en betydelig guldreserve. Den rentemarginal, som IMF

tjener på at låne ud, finansierer IMF's aktiviteter og bruges samtidig til at opbygge reserver for at modstå eventuelle tab.

Det er centralt for alle kreditorer at have en god indsigt i det specifikke låntagerlands situation. Gennem sin løbende overvågning af makroøkonomiske og finansielle forhold har IMF en særlig indsigt i medlemslandenes økonomi. IMF overvåger hvert år medlemslandene økonomi via de såkaldte artikel IV-konsultationer. Dertil kommer en dybdegående analyse af medlemslandenes finansielle sektor, et såkaldt Financial Sector Assessment Program, FSAP, som skal foretages hvert 5. år for 29 medlemslande med systemisk vigtige finansielle sektorer, herunder Danmark.

Endelig finder hovedparten af IMF's långivning sted via IMF-programmer, der inkluderer *betingelser om gennemførelse af økonomiske reformer*. Kravene er med til at reducere risikoen forbundet med lånene ved bl.a. at adressere moral hazard-problemer. Betingelserne har netop som formål at skabe incitament for landene til at håndtere de problemer, der har ført til anmodningen om lån. Betingelserne skal ligeledes sikre, at lånene tilbagebetales.

LITTERATURLISTE

Abildgren, Kim og Sune Malthe-Thagaard (2012), En sammenligning af ERM-krisen i begyndelsen af 1990'erne med de senere års finans- og statsgældskrise i Europa, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 1.

Bohn-Jespersen, Helene Kronholm (2010), IMF's kvote- og styrelsesreform 2010, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

IMF (2012), 2011 Review of Conditionality – Overview Paper.

IMF (2013), Ireland Twelfth Review, *Country Report No. 13/366*, December 2013

IMF(2014), Portugal Eleventh Review, *Country Report No. 14/102*, April 2014

⁹ Parisklubben er det forum, hvor bilaterale kreditorer indgår aftaler om gældsrestrukturering- og sanering til debitorlande, der ikke kan betale deres gældsforpligtelser.

Jensen, Thomas Krabbe og Søren Vester Sørensen (2009), Nationalbankens finansielle mellemværender med den Internationale Valutafond, IMF, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Marcussen, Anne Brolev og Louise Funch Sørensen (2012), Processen frem mod et EU/IMF-låneprogram og en gældsrestrukturering, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 1.

Mikkelsen, Uffe og Søren Vester Sørensen (2012), Nedskrivning af Grækenlands gæld og nyt låneprogram med EU og IMF, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 1.

ENERGIEFFEKTIVITET OG KONKURRENCEEVNE

Erik Haller Pedersen, Peter Beck Nellesmann og Jakob Feveile Adolfsen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG KONKLUSIONER

Hovedtemaet for artiklen er forholdet mellem dansk industris energieffektivitet¹ og dens internationale konkurrenceevne. Analysen viser, at danske virksomheder er blandt verdens mest energieffektive. Det gælder både i industrien, og når økonomien ses under ét. Det har krævet betydelige investeringer i ny teknologi.

Færdigvareprisen på et produkt afhænger bl.a. af prisen på den energi, der medgår i produktionen. Jo mere energieffektivt et land eller branche er i stand til at producere, jo mindre vil en ændring i energiprisen slå igennem på færdigvareprisen, simpelthen fordi energi udgør en mindre andel af de totale produktionsomkostninger (mængdeeffekt). Omvendt vil stigende energipriser i sig selv øge energiens andel af de samlede omkostninger, og dermed vil en yderligere stigning i energiprisen slå kraftigere igennem på færdigvareprisen, dvs. prisfølsomheden øges (priseffekt). Effekten på energifølsomheden af stigende energipriser har overtrumpet større energieffektivitet over de seneste 15 år, så prisfølsomheden er blevet øget ikke bare herhjemme, men i næsten alle lande. En undtagelse er USA, som har draget nytte af fund af skiffergas, hvilket har reduceret energipriserne markant i USA. Det øger den amerikanske velstand, men ikke konkurrenceev-

nen, da dollarkurser alt andet lige apprecierer som følge af fundet af skiffergas.

Høj energieffektivitet og dermed lav energiprisfølsomhed styrker den danske konkurrenceevne, hvis energipriserne stiger, da gennemslaget på færdigvarepriserne ved en given sammensætning af produktionen er mindre herhjemme end hos konkurrenterne. Over de seneste 10 år er olieprisen næsten firedoblet. Det har givet dansk industri en gevinst på lønkonkurrenceevnen på ca. 9 pct. svarende til en lønbesparelse på 27 kr. pr. time. Forløbet har været sammenfaldende med en stærk dansk højkonjunktur i årene 2005-08, og en del af den danske merlønstigning i forhold til udlandet over perioden skal ses i lyset af konkurrenceevnegevinsten.

Beregningerne underbygger imidlertid også, at konkurrenceevneeffekten er ved at aftage. Det skyldes, at udlandet langsomt er ved at indhente dansk industris høje energieffektivitet, fordi det er langt nemmere og billigere at investere i kendt teknologi, end det er at udvikle ny. Det bliver således stadig sværere at bevare et forspring.

Den beregnede konkurrenceevneeffekt er et øjebliksbillede givet graden af energieffektivitet. Men at nå hertil har krævet forudgående investeringer i energibesparende teknologi, som det i sig selv kan have presset virksomhedens konkurrenceevne at foretage. Det aspekt er der ikke taget hensyn til i analysen.

1 Fx målt som antallet af forbrugte energienheder pr. enhed produceret reelt bruttonationalprodukt.

ENERGIEFFEKTIVITET GLOBALT

Verdens forbrug af energi er steget gennem historien. I de sidste par årtier er den største del af forøgelsen sket i mellemlandslande, herunder ikke mindst i vækstøkonomier som Kina og Indien. Disse økonomier står for ca. 90 pct. af stigningen i den globale energiefterspørgsel, og der er ikke udsigt til, at det vil ændre sig markant i de kommende år².

Forbruget af energi pr. person er meget ulige fordelt på tværs af lande. Det afspejler ikke bare en stor variation i levestandard, men også en betydelig forskel på den effektivitet, hvormed energi indgår i produktionen, jf. figur 1. Det overordnede billede er, at de avancerede økonomier producerer mere energieffektivt end vækstøkonomierne. Island skiller sig ud fra dette mønster ved at have en meget lidt energieffektiv produktion. Det skyldes gode muligheder for at anvende geotermisk energi og en stor fabrikation af aluminium, som er meget energikrævende. Det understøtter, at landespecifikke forhold kan gøre sig gældende, særligt i økonomier der er mindre diversificerede. Det højeste energiforbrug pr. produceret enhed findes inden for jern- og stålproduktion, petrokemisk industri og papir. Det forklarer, at Finland med sin store papirindustri er placeret over de andre skandinaviske lande.

Generelt er der øget internationalt fokus på at producere energieffektivt. Energiintensiteten i den kinesiske industri er fx gået fra fire gange verdensgennemsnittet i 1990 til lidt mere end to gange i dag. Paradokset er, at jo mere energi der spares i produktionen globalt, jo større er sandsynligheden for, at der vil komme et nedadrettet pres på energipriserne, som isoleret set vil gøre energiinvesteringer mindre rentable. Frem til i dag er det dog den underliggende økonomiske vækst og dermed den øgede efterspørgsel efter energi, som har domineret, med stigende energiefterspørgsel til følge.

Over tid har de fleste lande således haft en tendens mod at producere stadig mere energieffektivt. Forbedret energieffektivitet kan bidrage til at bremse emissioner og forurening, uden

at det går ud over den økonomiske vækst. De store forskelle mellem lande viser endvidere, at der er betydelige muligheder for at øge energieffektiviteten ved at sprede allerede kendte teknologier til flere lande og industrier. Det kræver dog store investeringer i nyt kapitalapparat og ændrede produktionsmetoder, så udviklingen går forholdsvis langsomt. Der kan også være politiske barrierer. Det tager tid for investeringer i miljøteknologi at tjene sig hjem. For de mest energieffektive lande kræver yderligere forbedringer ofte udvikling af ny teknologi, hvilket er en langsom og kompleks proces.

At danske virksomheder er blevet så energieffektive i en international sammenligning, har krævet betydelige investeringer i energibesparende teknologi. Investeringerne kan bl.a. være blevet foretaget, fordi der herhjemme har været fokus på problemstillingen i lang tid, og at der i højere grad end mange andre lande anvendes en lang række kvantitative instrumenter, fx udledningsbegrænsninger, lovkrav om tekniske standarder, overvågning mv. Energiavgifter for industrivirksomheder, som fx elafgifter, er derimod ikke specielt høje i Danmark i en international sammenligning, jf. figur 2.

FÆRDIGVARERNES FØLSOMHED OVER FOR ÆNDRINGER I ENERGIPRISER

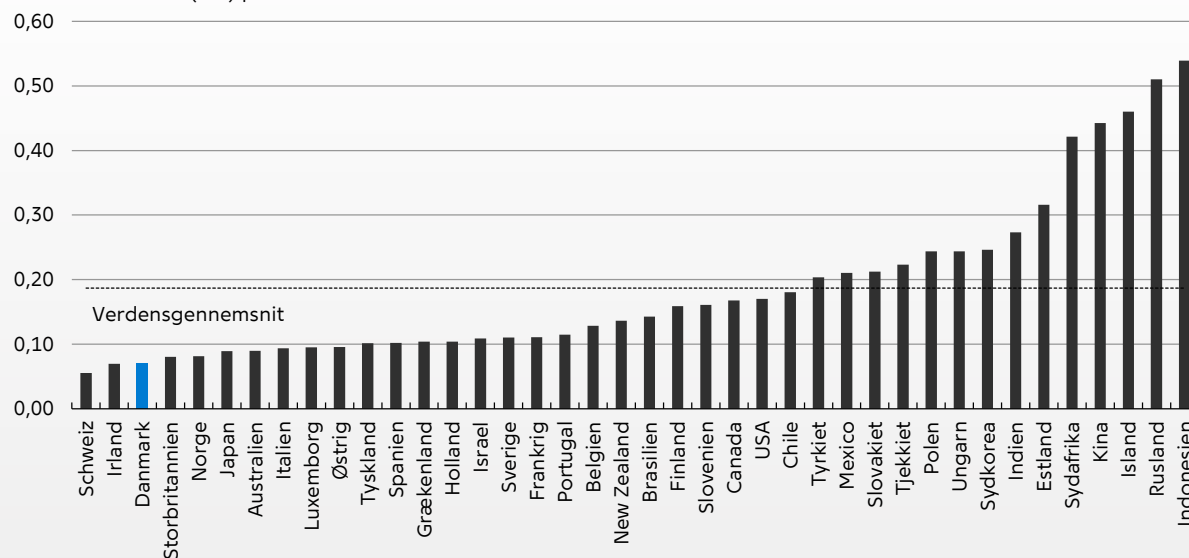
Jo mere følsom prisen på færdigvarer er over for ændringer i energipriserne, jo mere sårbar er produktionen og landet over for stigende energipriser. Umiddelbart vil man forvente, at jo mere energieffektivt et land eller branche er i stand til at producere, jo mindre vil en ændring i energiprisen slå igennem på færdigvareprisen, simpelthen fordi energi udgør en mindre andel af de totale produktionsomkostninger. Udgiftsandelen til energi, og dermed prisfølsomheden, afhænger dog også af niveauet for energipriserne, og her kan der være store nationale forskelle, selv om energi handles på et globalt marked. Det afspejler bl.a., at der er forskelle i priserne på energi fra forskellige kilder. Ud fra nationalregnskabsstatistik, i form

2 Jf. International Energy Agency, World Energy Outlook, 2013.

Energiintensitet i produktionen i en række lande, 2011

Figur 1

Ton olieekvivalent (toe) pr. BNP i tusinde 2005-dollar



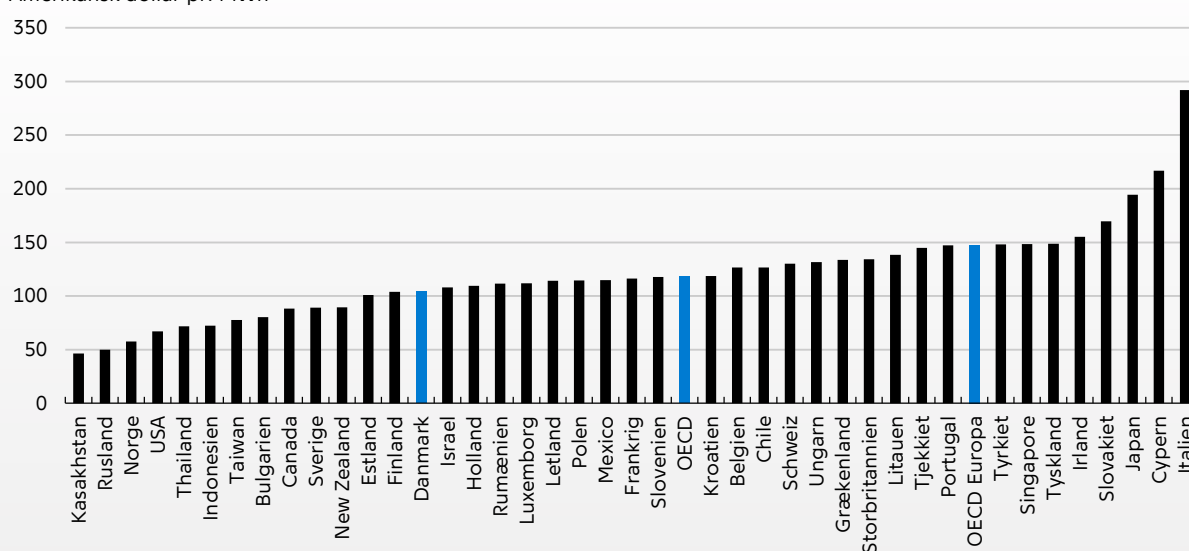
Anm.: Tallene viser energieffektiviteten i den samlede økonomi.

Kilde: OECD.

Elpriser for virksomheder, 2012

Figur 2

Amerikansk dollar pr. MWh



Anm.: Priserne er den gennemsnitlige pris for virksomheder i industri- og fremstillingssektoren. I Danmark varierer elprisen fra virksomhed til virksomhed som følge af forskellige energiafgifter.

Kilde: International Energy Agency.

Direkte og indirekte udgifter til primær energi i produktionen, sektoropdelt

Tabel 1

Pct.	Andel af BVT i Danmark	Energiudgift i procent af produktionsværdi, dvs. energiprisfølsomhed					
		Danmark			Udland		
		2000	2005	2011	2000	2005	2011
Landbrug	1,6	4,8	7,7	12,5	5,9	7,7	8,6
Energi- og råstofudvinding	4,2	0,8	1,1	2,1	7,0	8,7	8,7
Industri i alt	12,8	2,6	3,4	5,5	5,2	6,3	6,9
Herunder:							
Fødevarer	1,8	3,7	4,9	8,5	5,2	6,5	7,3
Tekstil og læder	0,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
Træ	0,2	2,7	3,5	5,9	5,6	7,2	8,1
Papir og grafisk	0,9	2,1	2,9	4,3	5,2	6,6	7,5
Mineralolie	0,2	6,9	9,9	11,1	6,0	7,8	8,0
Kemisk	1,6	3,1	3,4	6,0	8,8	11,0	12,5
Gummi og plast	0,5	3,0	3,9	5,7	6,3	8,2	9,4
Sten, ler og glas	0,4	4,8	5,8	10,8	7,8	9,5	10,6
Metal	1,2	2,7	3,3	5,6	6,8	8,3	8,9
Maskiner	1,7	2,0	2,6	4,8	4,3	5,2	5,6
Elektronik	2,0	1,8	2,5	3,8	3,9	4,6	5,0
Transportmiddel	1,4	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3
Møbler mv.	0,6	2,4	3,3	4,8	4,7	5,9	6,5
Energi- og vandforsyning	1,6	3,0	3,8	9,1	4,0	4,8	4,7
Bygge og anlæg	4,8	2,4	3,0	4,9	4,3	5,0	5,7
Transport	5,5	5,3	8,1	14,1	7,1	8,6	9,8
Serviceerhverv og offentlig sektor	69,5	1,5	1,8	2,7	2,5	2,8	3,0
Hele økonomien	100,0	1,9	2,3	3,5	3,3	3,8	4,0

Anm.: BVT står for bruttoværditilvækst og er et mål for den samlede værdiskabelse i Danmark, her opdelt på brancher. De direkte og indirekte energiudgifter omfatter både indenlandsk produceret energi og importeret energi. Koefficienterne viser samtidig færdigvareprisernes følsomhed over for energiprisen. Energiudgifter i forhold til produktionsværdi er beregnet som kolonne 6 i tabel 7.E.1 i publikationen Danmarks Statistik (2009) Danish Input-Output Tables and Analyses 2009, med udgangspunkt i World Input-Output Database (WIOD) fra OECD. Der er korrigeret for energisektorens input af energi til energiproduktion ved at udelade energiinput fra én energisektor til den samme energisektor. Udland omfatter de 27 lande i det effektive kronekursindeks, ekskl. Norge, Schweiz, Island, Hongkong og New Zealand, og er sammenvejet med vægtene herfra, jf. tabel 2.

Kilde: World Input-Output Database og egne beregninger.

af input-output-tabeller, kan prisfølsomheden beregnes på såvel lande- som sektorniveau³, se appendiks for detaljer. Beregningerne sker i basispriser, dvs. ekskl. direkte produktionsafgifter, så nationale forskelle i afgiftspolitikken spiller ikke direkte ind, men nok indirekte.

Beregningerne viser, at energiudgifterne i 2011 udgjorde 5,5 pct. af produktionsværdien i industrien herhjemme mod 6,9 pct. hos vore konkurrenter, jf. tabel 1. Det vil sige, at færdigvarepriserne stiger med 5,5 pct. i Danmark og 6,9 pct. i udlandet, når energipriserne fordobles. Der er i disse tal taget højde for ikke bare det direkte energiforbrug, men også det indirekte i form af, at der til produktionen er medgået halvfabrikata, der i sig selv har krævet energi at frembringe. Der er også taget hensyn til energiindholdet i importen. Det betyder, at hvis energitilgængelighed flyttes fra Danmark til fx Kina og dernæst importeres i form af halvfabrikata, så belastes det danske energiregnskab. Det sker derimod ikke, hvis importen har form af en færdigvare. Hvis energiintensiv produktion flytter til mindre energieffektive lande, uden at efterspørgslen efter færdigvaren falder, vil den globale energieffektivitet således falde, selv om den isoleret set stiger i Danmark.

Dansk industri producerer mere energieffektivt i næsten alle betydende industrisektorer, selv om billedet er blevet lidt mindre tydeligt i de seneste tal fra 2011. Den høje danske energieffektivitet i industrien skyldes således ikke blot, at virksomheder inden for særligt energitunge brancher er flyttet ud af landet. Dog betyder erhvervsstrukturen også noget for resultatet. Modne økonomier som den danske har typisk en større servicesektor, hvor energiintensiteten er lav. En standardberegning viser, at hvis udlandet havde en erhvervsstruktur som den danske, ville det ikke ændre væsentligt i de beregnede koefficienter for hele økonomien, så længe der sammenvejes med kronekursvægtene. Ser vi isoleret på et land som fx Kina, falder landets samlede energiintensitet dog betragte-

ligt, når den danske erhvervsstruktur anvendes som vægt.

Blandt vore konkurrenter har Kina og de østeuropæiske lande nogle af de højeste følsomheder over for energiprisen, mens Irland har den mindste, jf. tabel 2. Også USA og Storbritannien ligger lavt. De er begge avancerede økonomier, hvor servicesektoren, der har lav energiintensitet, spiller en stor rolle. USA ligger dog også lavt, når man alene fokuserer på industrien, og har i modsætning til de fleste andre lande formået at forbedre sin energieffektivitet over de seneste år. Det kan hænge sammen med, at energipriserne generelt er lavere, bl.a. i kraft af den stadig større produktion af skifergas, jf. nedenfor. Der er således to forhold, der gør sig gældende, dels erhvervsstrukturen, dels energiprisernes niveau.

Energipriserne har været stigende historisk, både nominelt og realt, og stigningen har ofte været større end på andre typer af input. Energiens andel af de samlede udgifter til input er dermed øget, selv om der er sket forbedringer i energieffektiviteten. Samtidig er energipriserne konjunkturfølsomme. Begge dele afspejler sig i de beregnede følsomheder, der siden midten af 1990'erne er steget både herhjemme og i udlandet, såvel i industrien som i den samlede økonomi, jf. figur 3, venstre.

Grundlæggende er den danske produktion, herunder industriproduktionen, mindre energiprisfølsom end udlandets, men forskellen er indsnævret de seneste 15 år, bl.a. fordi USA, Kina og Storbritannien, som vejer tungt i beregningen af den effektive kronekurs, har formået at reducere energiprisfølsomheden. En væsentlig årsag er en "indhentnings-effekt", hvor energieffektiv teknologi spredes globalt. Det er langt billigere at anvende allerede kendt teknologi, end det er at udvikle ny. Især i de seneste par år, hvor Danmark har haft svært ved at komme fri af lavkonjunkturen, er energiandelen i dansk produktion øget. Noget kan skyldes, at investeringerne herhjemme, herunder i energiteknologi, har ligget lavt siden finanskrisen, men hovedårsagen er, at energipriserne er steget siden 2010. Den underliggende energieffektivitet forbedres således stadig herhjemme, jf. figur 3, højre.

3 Jf. Pedersen, Erik Haller og Johanne Dinesen Riishøj (2009), Energieffektivitet og konkurrenceevne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2009.

Direkte og indirekte udgifter til primær energi i produktionen, landeopdelt

Tabel 2

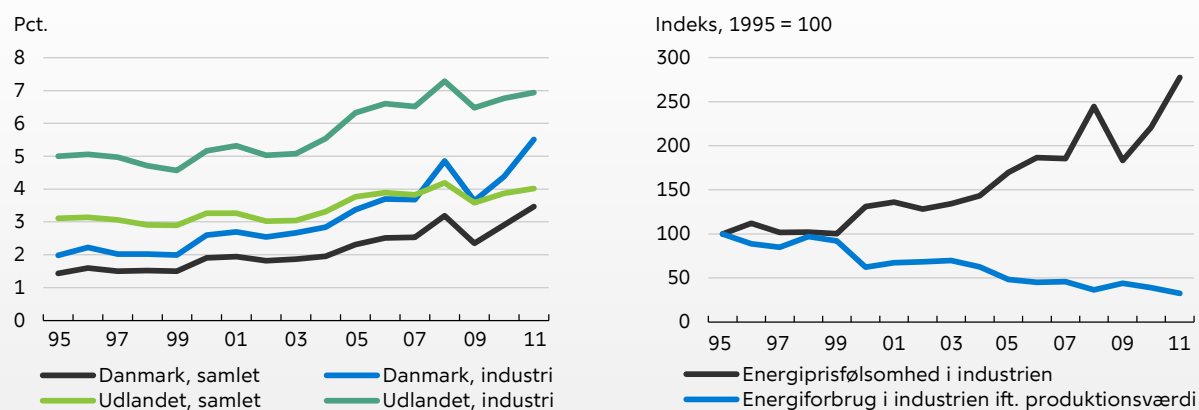
Pct.	Vægt i effektiv kronekurs	Energiudgift i procent af produktionsværdi, dvs. energiprisfølsomhed					
		Hele økonomien			Industrien		
		2000	2005	2011	2000	2005	2011
Tyskland	21,2	2,3	2,7	3,2	4,2	5,2	5,8
Sverige	10,2	2,7	3,2	3,4	3,2	4,1	4,6
USA	9,8	3,2	3,3	2,8	5,3	5,7	4,4
Kina	8,2	8,9	12,1	10,0	11,8	17,3	15,2
Storbritannien	7,3	2,0	2,4	2,1	3,6	5,2	4,9
Frankrig	5,8	2,4	2,5	3,0	4,3	5,0	7,0
Holland	5,5	2,6	3,1	4,2	4,3	5,6	7,5
Italien	5,1	3,1	3,4	4,0	5,9	6,7	8,2
Belgien	4,4	3,9	4,4	5,2	7,2	8,0	10,3
Japan	4,1	4,2	4,7	5,5	6,8	8,0	10,5
Spanien	2,8	4,3	4,7	5,3	7,0	8,4	10,8
Polen	2,8	6,8	6,9	7,9	8,2	8,6	10,1
Finland	2,4	4,1	5,2	6,2	4,5	5,7	7,5
Sydkorea	1,9	7,3	8,1	11,5	10,9	13,0	17,9
Østrig	1,7	3,1	3,6	4,5	3,9	5,2	6,6
Tjekkiet	1,6	7,1	6,7	6,1	8,8	9,0	8,6
Irland	1,4	2,2	2,7	2,8	2,4	3,4	3,2
Ungarn	1,1	6,9	6,7	8,0	10,4	9,8	11,7
Canada	1,0	3,2	3,5	3,4	4,9	5,9	5,5
Portugal	0,6	3,7	4,7	4,5	4,8	6,8	6,7
Australien	0,7	3,3	3,3	3,1	5,1	5,1	4,9
Grækenland	0,4	3,9	4,3	3,7	6,9	8,8	8,7
Udland samlet	100,0	3,3	3,8	4,0	5,2	6,3	6,9
Danmark		1,9	2,3	3,5	2,6	3,4	5,5

Anm.: I vægtberegningen er der taget udgangspunkt i vægtene til den nominelle effektive kronekurs. Der er dog af datamæssige grunde set bort fra Norge, Schweiz, Island, Hongkong og New Zealand. Vægtene er renormeret for at korrigere herfor.

Kilde: World Input-Output Database og egne beregninger.

Energiprisfølsomhed (venstre) og energiforbrug i forhold til produktionsværdi i dansk industri (højre)

Figur 3



Anm.: Venstre: Energiprisfølsomhed bestemmes som udgiften til den energi, der er medgået til produktionen, i forhold til produktionsværdien. Begge dele målt i basispriser, dvs. ekskl. direkte produktionsskatter.
Kilde: World Input-Output Database, Danmarks Statistik og egne beregninger.

ENERGIEFFEKTIVITET OG KONKURRENCEEVNE

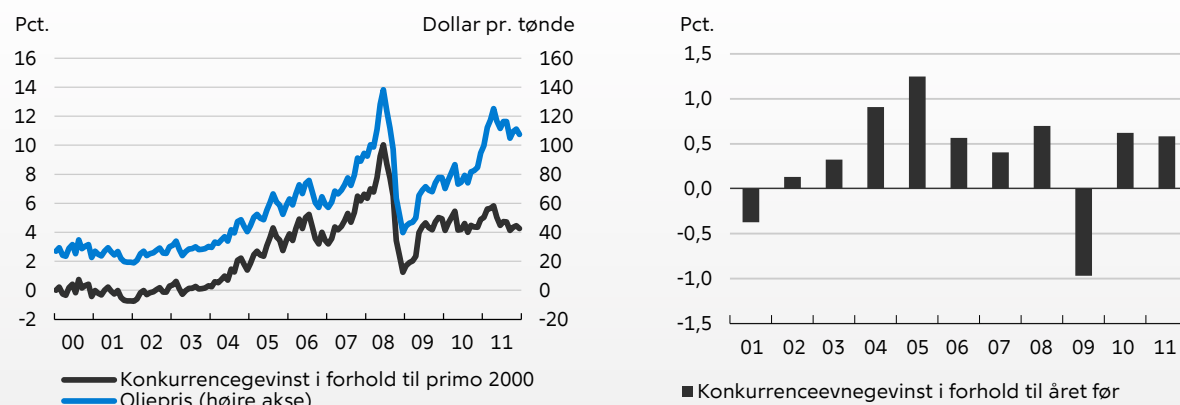
En højere pris på energi slår mindre igennem på færdigvareprisen herhjemme end hos vore konkurrenter som følge af den høje danske energieffektivitet i produktionen. Det betyder, at den danske konkurrenceevne forbedres ved stigende energipriser. Energiindholdet i industriproduktionen var i 2011 5,5 pct. Det vil sige, at virksomhedens omkostninger til input øges med 5,5 pct., hvis energipriserne stiger med 100 pct. Det får færdigvarepriserne til at

stige tilsvarende, når der ses bort fra mængdeeffekter. For vore udenlandske konkurrenter er det tilsvarende tal 6,9 pct. Det betyder, at udenlandske varer stiger med 1,4 pct. (6,9 – 5,5) mere end de danske, når energipriserne fordobles.

Konkurrenceevneeffekten er potentielt mærkbar, jf. figur 4, venstre og højre. Beregnet på ovenstående måde, har der været en forbedring på 4,3 pct. frem til 2011, hvor olieprisen næsten er firedoblet, mens udlandet samtidig har halet ind på den danske energieffektivitet. Løn og profit udgør 48 pct.

Konkurrenceevne og oliepris (venstre) og årlig konkurrenceevnegevinst (højre)

Figur 4



Anm.: "Konkurrenceevnegevinst i forhold til primo 2000" er beregnet ved at multiplicere stigningen i siden januar 2000 med årets forskel i energiprisfølsomheder mellem Danmark og udlandet. I "Konkurrenceevnegevinst i forhold til året før" er det olieprisstigningen over det seneste år multipliceret med forskellen i energiprisfølsomheden.
Kilde: Reuters EcoWin for oliepris og egne beregninger.

af producentprisen i økonomien, mens resten er input af råvarer, halvfabrikata, import og producentskatter. Med timeomkostninger i industrien på 300 kr. kan timelønsbesparelsen for uændret profittkvote udregnes til 27 kr. pr. time ($0,043 \cdot 300 / 0,48$) svarende til en gevinst på 9 pct. på lønkonkurrenceevnen.

Konkurrenceevneeffekten af energiprisstigninger er mindsket de senere år. Det skyldes, at forskellen i energiintensitet mellem Danmark og udlandet er blevet mindre.

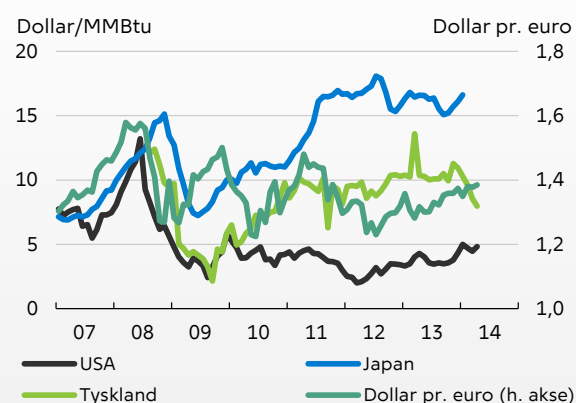
Danmarks eksport af energiteknologi er vokset og udgjorde i 2013 lidt over 60 mia. kr., heraf halvdelen i grøn energiteknologi som fx vedvarende energianlæg⁴. Danmark er det EU-land, hvor eksportvæksten har været kraftigst gennem de sidste 10 år. Dansk industri har således været i stand til at drage nytte af den stigende internationale efterspørgsel på området. Det hører dog med til billedet, at staten har subsidieret området kraftigt.

Inden for de senere år er USA i stor stil begyndt at udnytte en ny energikilde, nemlig skifergas. Dette udbudschock har medført, at gaspriserne i USA er markant lavere end i EU og Japan, jf. figur 5. En af grundene til, at priserne ikke har udlignet sig, er, at der i USA er ganske snærende restriktioner på eksport af energi.

Den ny energiresurse betyder umiddelbart, at velstanden i USA stiger, mens det isoleret set vil forværre landets konkurrenceevne. Der er fare for, at den nye resurse blot giver øget forbrug af billig energi i stedet for at omsætte sig i investeringer, som man mere varigt kan få udbytte af. Der vil være en tendens til, at dollarkursen apprecierer, ikke bare nominelt men også realt, i takt med at købekraften i økonomien øges som følge af skifergassen. Det medfører et strammere arbejdsmarked og dermed højere lønstigninger. En sådan real appreciering vil hæmme andre konkurrenceudsatte erhverv. Det fænomen kaldes også "hollandsk syge" og kendes fra mange resurseøkonomier, bl.a. Norge. Det hører dog med til billedet, at

Gaspriser og dollarens kurs over for euro

Figur 5



Anm.: MMBtu er et energimål. Venstre akse viser således gasprisen i dollar pr. energienhed. Priserne er angivet som spotprisen i slutningen af hver måned. Der er benyttet følgende indeks: USA: Henry Hub, Japan: LNG Japan Corp og Tyskland: NCG Hub. Kilde: Bloomberg.

USA's økonomi er for stor og diversificeret til at kunne betegnes som en resurseøkonomi. Hertil kommer, at dollaren er verdens reservevaluta, hvis kurs hovedsagelig bestemmes af bevægelser på kapitalbalancen og i mindre grad på handelsbalancen. Der kan således være meget "slør" i forholdet mellem energipris og dollarkurs, som kan skjule, at dollaren alt andet lige apprecierer som følge af skifergassen.

Også herhjemme har olieudvinding påvirket økonomien. Olieproduktionen tog for alvor fart i 1990'erne og har bidraget til de store overskud på betalingsbalancen og dermed akkumulering af en udlandsformue. Afkastet af udlandsformuen har bidraget til, at købekraften er vokset i økonomien og medført, at den danske lønstigningstakt i en periode oversteg udlandets med tab af lønkonkurrenceevne til følge.

Energiintensiteten i økonomien har også betydning for, hvor meget en stigning i energiprisen slår igennem på forbrugerpriserne. I Danmark var det direkte og indirekte energiindhold i det private forbrug 5,61 pct. i 2007, der er det seneste offentliggjorte tal⁵. Der regnes i løbene priser inkl. skatter og afgifter. En tredobling af energiprisen svarende til en stigning på 200

4 Jf. Energistyrelsen, www.ens.dk.

5 Jf. Danmarks Statistik (2009), Danish Input-Output Tables and Analyses 2009, s. 126.

pct. vil dermed alt andet lige betyde, at priserne på det private forbrug målt ved forbrugsdeflatoren øges godt 10 pct. (2*5,61). Der er gjort en række antagelser for at komme frem til koefficienten på 5,61, bl.a. at der anvendes samme teknologi i Danmark og udlandet og dermed i importen, dvs. energiandelen i produktionen af en vare er den samme i alle lande.

APPENDIKS

EN INPUT-OUTPUT-PRISMODEL

En input-output-tabel viser branchernes input til produktionen i alle økonomiens brancher, samt hvordan inputtene benyttes til endelig produktion. Ud fra en sådan tabel kan en prismodel opstilles, som viser det direkte og indirekte energiforbrug i branchernes produktion. Modellen tager højde for energiforbrug i fremstillingen af halvfabrikata, som igennem værdikæden bliver til endelig produktion.

I praksis benyttes matrixregning i en model med udgangspunkt i metoden udviklet af Wasily Leontief⁶. I World Input-Output Database er produktionssektoren opdelt i 35 brancher, og input-output-tabellen er derfor en kvadratisk (35x35)-matrix, Z , med $z_{k,j}$ som sektor k 's input til sektor j :

$$Z = \begin{pmatrix} z_{1,1} & \cdots & z_{1,35} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ z_{35,1} & \cdots & z_{35,35} \end{pmatrix} \quad (1)$$

Værdien af den endelige produktion i branche j , x_j , skabes på baggrund af halvfabrikata fra øvrige brancher, herunder af energi, v_j , som udgøres af input fra mineralolie og elektricitet, som er branche 8 og 17 i input-output-tabellen. I beregningerne tages der højde for den energi, der er gået til at producere halvfabrikata. Det opskrives på matrixform, hvor endelig produktion og værditilførsel for alle brancher er samlet i vektorer⁷:

$$x_j = \sum_{k=1}^{35} z_{k,j} + v_j \Rightarrow x' = i'Z + v' \quad (2)$$

I relation (2) er x' en vektor bestående af endeligt output i hver branche, og v' er en vektor med brugen af energiinput i hver branche. Nu indføres den kvadratiske (35x35)-matrix, A , hvor elementerne, $a_{k,j}$, angiver branche k 's input til branche j som andel af branche j 's endelige produktion. Da input til produktionen er en andel af den endelige produktion i hver branche, findes derfor relationen, $Z = A\hat{x}$, hvor \hat{x} er en diagonalmatrix⁸ med branchernes endelige produktion i hoveddiagonalen, og v'_c er en vektor med andele af energiinput i produktionen for hver branche, således at følgende relation opnås:

$$x' = i'Ax + v' \Leftrightarrow x'\hat{x}^{-1} = i'A\hat{x}\hat{x}^{-1} + v'\hat{x}^{-1} \Leftrightarrow \quad (3)$$

$$i' = i'A + v'_c \quad (4)$$

Der skal foretages et teknisk greb for ikke at medregne energisektorernes input til produktionen to gange. I artiklen har vi valgt at antage, at energisektorerne ikke leverer energi til egen produktion. Hermed tages der højde for lande- og årsspecifikke forskelle, hvilket er hovedfokus i artiklen, men der er sandsynlighed for, at en mindre energiandel optræder flere steder, samt at de enkelte energisektorer ikke tildeles det retmæssige energiforbrug af egen produktion.

I relation (4) angiver højre side inputomkostninger pr. enhed af endelig produktion. Det antages, at priserne som udgangspunkt kan normeres, så priserne på den endelige produktion er identiske med de samlede omkostninger ved produktion i de enkelte brancher. Det vil sige, at forholdet mellem færdigvarepriser og inputomkostninger er 1, hvilket benyttes til at danne en vektor med prisindeks for brancherne, så $p' = i'$. Dermed opnås et prisindeks, som viser, hvor meget priserne på den endelige

6 Blair, Peter D. og Ronald E. Miller (2009), *Input-Output Analysis - Foundations and Extensions*, Cambridge University Press.

7 i' er en vektor indeholdende tallet 1 på hvert koordinat.

8 Med dimensionerne (35x35).

produktion i hver branche stiger, når energipriserne og/eller -mængderne stiger:

$$p' = p'A + v'_c \Leftrightarrow p' = v'_c(I - A)^{-1} \quad (5)$$

Tabel 1 og 2 i artiklen viser energifølsomheden i de forskellige brancher i Danmark og udlandet. Således betyder energifølsomheden på 5,5 og 6,9 i industrien i henholdsvis Danmark og udlandet i 2011, at de danske færdigvarepriser på industriprodukter stiger 1,4 pct. mindre⁹ i Danmark end i udlandet, når energipriserne, som i artiklen er approksimeret ved olieprisen, stiger. Det betragtes som en konkurrenceevnegevinst.

Brancherne udgøres i flere tilfælde af flere underbrancher. For at få samlede mål for hovedbrancherne ud fra en definition, som er i overensstemmelse med Danmarks Statistiks opdeling, er hovedbranchernes energifølsomhed et geometrisk gennemsnit af underbranchernes energifølsomhed, hvor underbranchernes andele af bruttoværditilvæksten i hovedbranchen er benyttet som vægte.

Ligeledes er energifølsomheden i udlandet beregnet som et geometrisk gennemsnit af de 27 lande, som indgår i kronekursindekset, hvor de renormerede kronekursvægte¹⁰ er benyttet som vægte. Vægtningen er foretaget for at opnå det bedst sammenlignelige mål for de danske konkurrenceevnegevinster.

9 6,9 minus 5,5.

10 Norge, Schweiz, Island, Hongkong og New Zealand er udeladt af datamæssige årsager.

DANSK LANDBRUG

Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling,
Birgitte Vølund Buchholst, Kapitalmarkedsafdelingen
og Peter Askjær Drejer, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG KONKLUSIONER

Dansk landbrug er kendetegnet ved betydelige strukturelle udfordringer, som er blevet skærpet af, at erhvervet har været igennem en periode med en prisboble på jord, der på mange måder minder om, hvad vi har set på det danske boligmarked. Det har bragt gælds-niveauet meget højt op, og egenkapitalgrundlaget i mange bedrifter er svagt. Næsten al gæld er variabelt forrentet, så en normalisering af renteniveauet vil slå igennem med fuld kraft. Pengeinstitutterne har i kølvandet på denne prisboble haft øgede nedskrivninger og tab på landbruget, og problemerne med at tiltrække tilstrækkelig kapital vanskeliggør det løbende generationsskifte i erhvervet.

Indtjeningsmæssigt befinder dansk landbrug sig for øjeblikket i en gunstigere position end i mange år bl.a. i kraft af historisk lave finansieringsomkostninger og forholdsvis gode priser på landbrugsprodukter. Alligevel har erhvervet set under ét over en årrække kun været i stand til at præstere en gennemsnitlig egenkapitalforrentning på 2-4 pct. pr. år, hvilket ikke står mål med den risiko, der løbes. Der er stor forskel på de enkelte bedrifters indtjenings- og gældssituation.

Erhvervet har været igennem en periode med stærkt stigende jordpriser og efterfølgende prisfald. Perioden med stigende jordpriser blev ikke benyttet til konsolidering, men derimod til yderligere gældsætning, ofte med jordværdierne som pant. Også investeringsniveauet steg

markant, men investeringer i landbrugsdrift modsvarede kun ca. halvdelen af væksten i gælden. En del landmænd trådte ud af erhvervet i perioden med gode jordpriser. Institut for Fødevarer- og Ressourceøkonomi på Københavns Universitet skønner, at 55 mia. kr. er blevet trukket ud af landbrugserhvervet i forbindelse med ejerskifter i perioden 2003-10. En stor del af ejerskifterne var dog familiehandler, hvor kapitalen i et vist omfang forblev i bedriften.

Omkring 7 pct. af penge- og realkreditinstitutternes udlån er til landbrug.¹ Nogle mindre pengeinstitutter og Dansk Landbrugs Realkredit, DLR Kredit, har en forholdsvis stor eksponering over for landbruget. Det gælder ikke for de øvrige store institutter. Nedskrivninger, tidligere kaldt hensættelser, på landbrugslån har i en periode ligget meget klart over gennemsnittet for andre erhverv, når der ses bort fra bygge og anlæg. Det betyder, at der allerede er afsat betydelige beløb til at bære mulige fremtidige tab. De pengeinstitutter, der har bevilget lånene, bør også være dem, der bærer eventuelle tab.

Selveje har hidtil været den helt dominerende ejerform inden for landbruget. Ny lovgivning vil imidlertid åbne op for nye ejerformer, og der er de seneste år taget en række initiativer for at tiltrække ny kapital til erhvervet. Det er positivt, men ændrer ikke ved, at penge- og realkreditinstitutterne også fremover vil være de væsentligste finansieringskilder for land-

1 Branchen omfatter landbrug, jagt- og skovbrug samt fiskeri.

bruget. Det er vigtigt, at långivningen sker ud fra sunde driftsøkonomiske principper til ejere med tilstrækkelig kapital, og ikke ud fra spekulationer om stigende jordpriser.

LANDBRUGETS DRIFTSRESULTATER

Dansk landbrug befinder sig lige for øjeblikket i en gunstigere position end i mange år især i kraft af historisk lave finansieringsomkostninger, mens forholdet mellem landbrugets salgspriser og priserne på input i produktionen har været stigende, dvs. der har været en forbedring af sektorbytteforholdet.

Indkomstskabelsen i erhvervet, målt ved bruttofaktorindkomsten, skønnes i 2013 at have været omkring 40 mia. kr., jf. tabel 1, svarende til 2,5 pct. af værdiskabelsen i den samlede økonomi. Indkomsten efter aflønning af ansatte, afskrivninger og finansielle poster var 13 mia. kr. Det er det beløb, landmanden har tilbage som løn for egen arbejdsindsats og forrentning af egenkapitalen. Med en normal løn til landmanden efterlader det 5-6 mia. kr. til forrentning af egenkapitalen på ca. 190 mia. kr., svarende til en forrentning på 2-4 pct. I tallet

indgår deltidslandbrug, og de trækker forrentningsprocenten ned, men uden at det ændrer det overordnede billede, når der ses over en årrække. Selv i forholdsvis gunstige år rent driftsmæssigt står egenkapitalforrentningen i landbruget set under ét ikke i rimeligt forhold til den risiko, der løbes, når man sammenholder med afkastkrav i andre dele af økonomien. Den høje risiko giver sig bl.a. udtryk i store udsving i driftsresultatet over tid.

Der er stor spredning i regnskabsresultaterne mellem de forskellige driftsformer, hvor især producenter af minkskind de senere år har skilt sig ud med en meget høj indtjening. Nu er minkpriserne imidlertid faldet noget. Også inden for samme driftsform er der stor forskel på de bedst og de dårligst præsterende bedrifter, jf. tabel 2. Ejere af de 10 pct. mest gældsatte bedrifter var teknisk insolvente ved udgangen af 2012.

Når sektorbytteforhold og renteniveau normaliseres vil indtjeningen i landbruget komme under pres. Historisk er sektorbytteforholdet faldet med i gennemsnit 1,6 pct. pr. år over de seneste årtier. Den eneste måde at neutralisere effekten heraf på indtjeningen er ved at øge produktiviteten, dvs. en mere effektiv udnyttel-

Hovedtal fra landbrugets regnskaber

Tabel 1

Mio. kr.	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*
Bruttofaktorindkomst	25.523	24.097	27.090	31.837	37.505	39.288	40.881
- Afskrivninger	8.241	7.675	8.157	8.198	8.158	8.192	8.235
- Lønnet arbejdskraft	5.809	6.004	6.307	6.194	6.348	6.437	6.540
= Nettoestindkomst	11.473	10.418	12.626	17.445	22.999	24.658	26.106
- Forpagtningsafgift	3.132	2.952	3.219	3.092	3.401	3.398	3.411
- Ordinære renteudgifter, netto	13.538	12.310	8.419	8.843	8.337	7.956	8.334
- Realiseret nettotab fra finansielle instrumenter	4.589	-65	3.796	1.506	776	0	0
= Indkomst efter finansielle poster	-9.786	-4.779	-2.808	4.004	10.485	13.305	14.361
Nøgletal:							
Totalfaktorproduktivitet. Indeks 2005 = 100	106,2	111,3	106,6	109,2	112,3	114,9	116,1
Sektorbytteforhold. Indeks 2005 = 100	92,3	86,6	94,4	98,2	101,9	101,9	103,4

Anm.: Alle landbrug, dvs. inklusive deltidsbedrifter. Tallene for 2013 og 2014 er Institut for Fødevarer- og Ressourceøkonomi skøn. Prognosen er udarbejdet, inden det markante fald i prisen på minkskind i 2013. "Sektorbytteforhold" viser udviklingen i landbrugets salgspriser i forhold til priserne på input i produktionen. "Totalfaktorproduktiviteten" er den del af arbejdskraftproduktiviteten, som ikke kan forklares af øget indsats af arbejdskraft eller kapital.

Kilde: Landbrugets Økonomi 2013, Institut for Fødevarer- og Ressourceøkonomi, Københavns Universitet, december 2013.

Driftsresultat og gæld for heltidsbedrifter i 2012, deciler efter gældsprocent

Tabel 2

Pr. bedrift, 1.000 kr.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Gældsprocent ¹	16	32	41	49	57	64	72	79	88	111
Driftsresultat før renter	856	1.241	1.534	891	1.464	1.206	1.450	1.460	1.553	1.403
Finansieringsudgifter	171	262	435	605	794	929	1.109	1.338	1.710	1.964
Driftstilskud	296	237	384	374	423	447	476	513	590	533
Driftsresultat efter renter	981	1.216	1.483	660	1.093	724	817	635	433	-28
Gæld i alt	5.308	7.117	13.224	15.600	19.769	23.415	30.319	30.698	40.489	40.893
Realkreditgæld	3.789	5.773	10.723	12.814	15.142	18.035	22.238	21.884	27.212	24.159
Bankgæld mv.	1.358	1.253	2.344	2.418	4.445	5.136	7.886	8.687	12.952	16.573

Anm.: En decil indeholder en tiendedel af alle heltidsbedrifter.

Kilde: Danmarks Statistik (individdata) og egne beregninger.

¹ Gældsprocent viser bedriftens gæld i forhold til aktiver i alt.

se af produktionsfaktorerne. Potentialet herfor er ganske stort, da produktiviteten i den mest produktive tredjedel af bedrifterne er markant højere end i den laveste tredjedel ifølge Institut for Fødevarer- og Ressourceøkonomi.

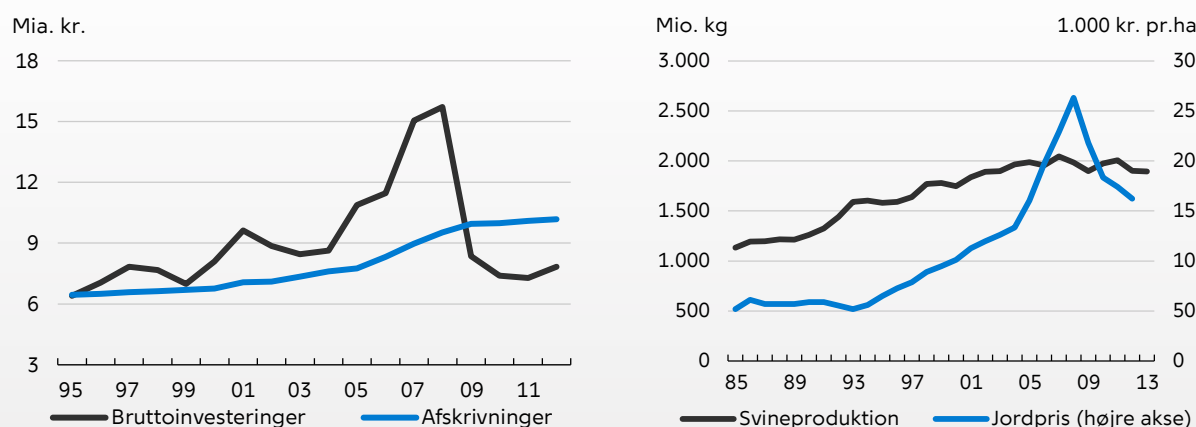
Den høje vækst i produktiviteten i landbruget historisk har presset priserne på landbrugsprodukter ned set i forhold til det almindelige prisniveau og har dermed været en medvirkende årsag til tab i sektorbytteforholdet. Såfremt væksten i produktiviteten bliver lavere fremad-

rettet, vil det lægge mindre nedadrettet pres på priserne på landbrugsprodukter.

Noget af de senere års forbedring i produktiviteten skal formentlig ses i lyset af de store investeringer under højkonjunkturen, jf. figur 1, venstre, men i forhold til nye investeringer er erhvervet hæmmet af lavere kreditværdighed, fordi gælden allerede er høj, jf. nedenfor. Investeringerne i landbruget har de senere år ligget under afskrivningerne, så der sker en udhuling af kapitalapparatet.

Landbrugets investeringer og afskrivninger (venstre) samt jordpriser og svineproduktion (højre)

Figur 1



Anm.: Jordprisen er inkl. bygninger.

Kilde: Danmarks Statistik.

Fra 2003 til 2008 mere end fordobledes jordpriserne i nominelle termer, dvs. stigningen var endnu kraftigere end huspriserne, jf. figur 1, højre. Det står i dag klart, at der var tale om en "jordprisboble", hvor hektarpriserne kom ud af trit med, hvad jorden kunne give i afkast ved at dyrke den. En del af den store prisstigning på jord og landbrugsejendomme skyldtes sammen med miljøregulering, at svineproduktionen blev udbygget i disse år. Siden 2010 er udviklingen i svineproduktionen imidlertid fladet ud, og jordpriserne er faldet noget igen, men de ligger stadig betydeligt over niveauet i begyndelsen af 2000'erne. Jordpriserne forekommer fortsat vel høje set i forhold til, at egenkapitalforrentningen kun er på 2-4 pct., et niveau der vil blive presset yderligere ved en normalisering af renteniveauet. Hertil kommer, at EU-støtten bliver nedsat i den reform af landbrugsstøtten, som allerede er vedtaget, og som især vil ramme de store bedrifter. Vurderingen af, hvor meget jorden forventes at kunne forrente, er meget følsom over for, hvor store fremtidige kapitalgevinster der antages at komme.

LANDBRUGETS FINANSIERING

De stærkt stigende jordpriser fra 2003 blev i vid udstrækning brugt som pant for yderligere gældsætning. Landbrugets gæld til penge- og

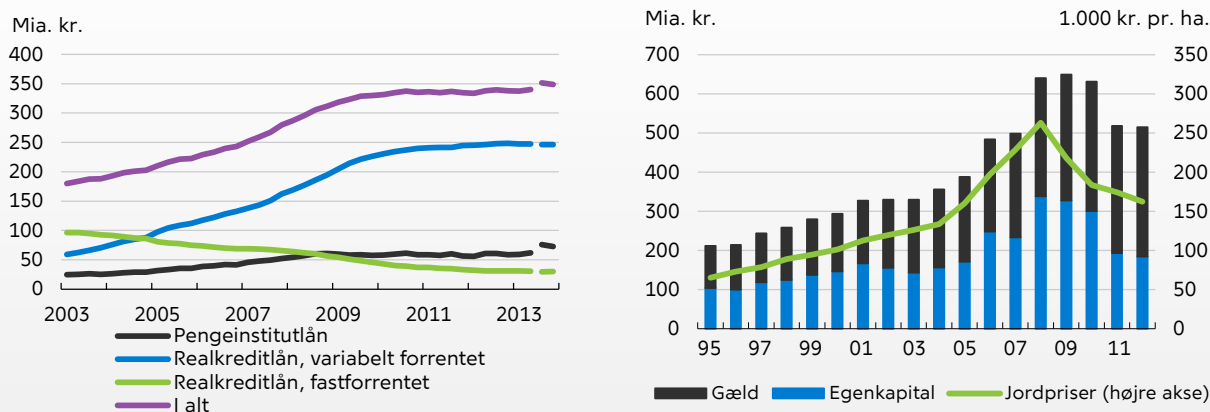
reakreditinstitutter steg ca. 150 mia. kr. fra 2003 til 2010, hvilket svarede til næsten en fordobling. I de efterfølgende år har gælden ligget nogenlunde konstant og udgjorde ved udgangen af 2013 omkring 350 mia. kr., jf. figur 2, venstre. Heraf var ca. 70 mia. kr. i deltidsbrug. Gældsprocenten i landbruget steg fra 54 pct. i 2008, da jordpriserne toppede, til 64 pct. i 2012, jf. figur 2, højre. Tallene er gennemsnitstal, og der er stor spredning imellem de enkelte bedrifter.

En stor andel af gælden er til heltidsbedrifter med et lavt egenkapitalgrundlag og dermed lav soliditet, jf. figur 3. Af disse har en stor del ydermere et negativt driftsresultat. Hvis renten stiger fx 2 procentpoint, vil andelen af den samlede gæld til heltidsbedrifter med lav soliditet og negativt resultat stige 13 procentpoint. Det afspejler erhvervets høje rentefølsomhed, da næsten al gæld i dag er variabelt forrentet. En rentestigning vil derfor ramme med fuld styrke.

Hvis den gennemsnitlige gældsprocent skal bringes ned på niveauet, fra før jordpriserne steg så stærkt, og fx reduceres med 10 procentpoint, skal gælden nedbringes med omkring 55 mia. kr. forudsat uændrede ejendomsværdier og jordpriser. Det skal holdes op mod, at restbeløbet til at forrente landbrugets egenkapital var 5 mia. kr. i 2013, og at renteniveauet er meget lavt. Det vil således kræve, at en væsentlig del af indtjeningen i en lang række år fremover

Landbrugets gæld til penge- og realkreditinstitutter (venstre) samt landbrugets finansieringsstruktur og jordpriser (højre)

Figur 2

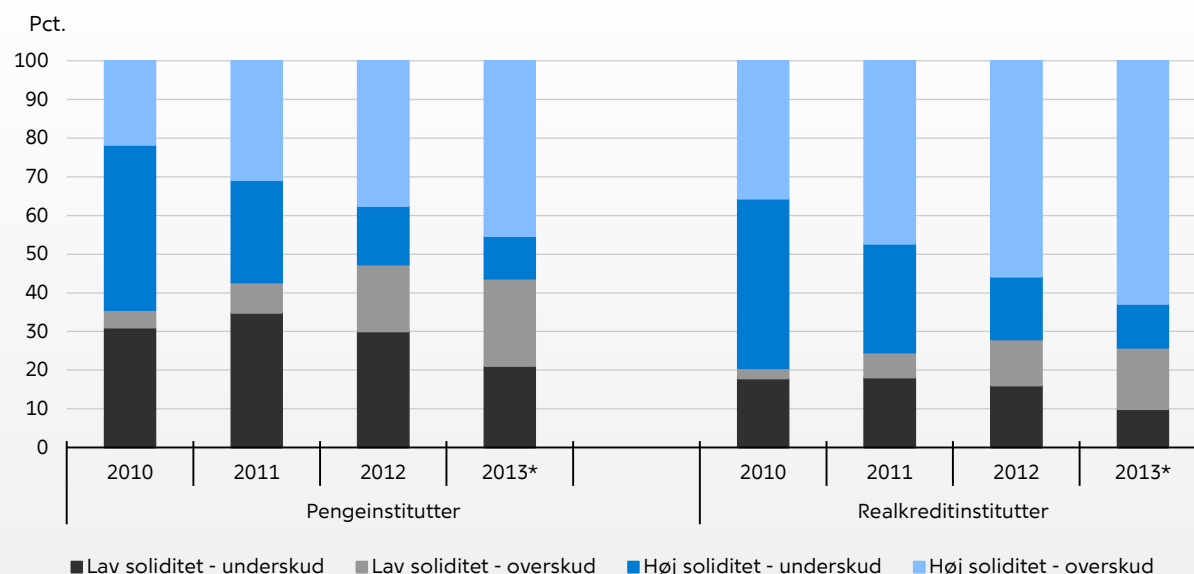


Anm.: Tal for 3. og 4. kvartal 2013 i figur til venstre er baseret på ny statistik for penge- og realkreditinstitutter. Tallene er inklusive deltidsbrug, hvis bruttogæld ultimo 2012 var 70 mia. kr.

Kilde: Danmarks Nationalbank (venstre) og Danmarks Statistik, regnskabstal (højre).

Landbrugets gæld til penge- og realkreditinstitutter fordelt på soliditet og driftsresultat

Figur 3



Anm.: Heltidsbedrifter. Lav soliditet er defineret som bedrifter med en egenkapital på mindre end 15 pct. af aktiverne. 2013 er estimeret med udgangspunkt i den stikprøve af bedriftsregnskaber fra 2012, der ligger til grund for Danmarks Statistiks seneste Regnskabsstatistik for landbrug.
Kilde: Danmarks Statistik (individdata) og egne beregninger.

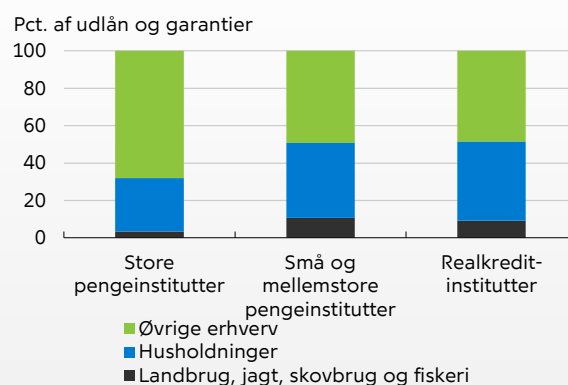
anvendes til at nedbringe den oparbejdede gæld, og der vil derfor være færre midler til selv at finansiere investeringer, som er nødvendige, hvis produktiviteten og egenkapitalforrentningen skal øges. Jordprisboblen og den medfølgende store låntagning har bragt landbrugserhvervet i en svær situation. Ved at realisere tabene nu og få gælden ned ville muligheden for fremover at finansiere investeringerne ud af den løbende indtægt blive forbedret.

Bruttoinvesteringerne modsvarede i perioden 2003-10 ca. halvdelen af den bruttogæld, der blev opbygget i perioden. En del landmænd solgte deres bedrift i perioden med høje jordpriser. Institut for Fødevare- og Ressourceøkonomi skønner, at der blev trukket ca. 55 mia. kr. ud af landbrugserhvervet i forbindelse med ejerskifter, hvoraf en del var familiehandlert. Hertil kommer, at en del af stigningen i jord- og ejendomspriserne blev brugt som pant for at låne til at købe andre materielle og finansielle aktiver end landbrugsejendomme, inventar eller løsøre.

En del af lånene i perioden var i schweizerfranc. Det var i en del år tilsyneladende en god forretning, da renten var lavere i schweizerfranc

Penge- og realkreditinstitutternes branchefordelte udlån ultimo 2013

Figur 4



Anm.: Store pengeinstitutter svarer til pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 1, mens små og mellemstore pengeinstitutter svarer til pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 2 og 3.
Kilde: Finanstilsynet, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

end i kroner, og valutakursen var nogenlunde uændret, men låntager påtog sig en valutakursrisiko i og med, at finansieringsudgifterne var i schweizerfranc og driftsindtægterne i danske kroner. Da schweizerfrancen i kølvandet på finanskrisen begyndte at appreciere, led låntager et kurstab. Hertil kom, at mange landmænd indgik andre typer af finansielle kontrakter som

fx swaps. Danske landmænd har i perioden 2008-12 tabt over 10 mia. kr. på sådanne transaktioner, jf. tabel 1.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES EKSPONERING OVER FOR LANDBRUGSERHVERVET

Omkring 7 pct. af penge- og realkreditinstitutternes udlån er til landbrug, jf. figur 4. For de store pengeinstitutter er andelen noget lavere og udgør blot 3 pct. af institutternes samlede udlån og garantier. Nogle mindre pengeinstitutter og DLR Kredit er betydeligt mere eksponeret.

Nedskrivningsprocenten på pengeinstitutternes udlån til landbrug var 3 pct. i 2013. Det er lidt lavere end i de forudgående år og afspejler, at den driftsmæssige situation er blevet gunstigere. Niveaue for institutternes nedskrivninger på udlån til landbrug er dog stadig betydeligt højere end nedskrivningerne på institutternes samlede udlån, som udgjorde 0,8 pct. i 2013. Samlet set er 13 pct. af pengeinstitutternes udlån til landbrug nedskrevet svarende til 12,4 mia. kr. Selv om tabene på pengeinstitutternes lån til landbrug har været støt stigende fra 0,5 mia. kr. i 2010 til 1,4 mia. kr. i 2013 er de akkumulerede nedskrivninger væsentligt højere end de hidtil realiserede tab. Eventuelle yderligere tab på allerede nedskrevne udlån vil dermed ikke belaste pengeinstitutternes kapital, så længe de ikke overstiger de akkumulerede nedskrivninger.

Blandt realkreditinstitutterne er DLR Kredit specialiseret i udlån til landbrug. Ved udgangen af 2013 udgjorde lån til landbrugsejendomme 64 pct. af instituttets samlede udlån på 134 mia. kr. Disse er imidlertid omfattet af en garantiagtale med instituttets samarbejdende pengeinstitutter, typisk mindre pengeinstitutter. Aftalen reducerer DLR Kredits tabsrisiko ved at overføre en del af denne risiko til de samarbejdende pengeinstitutter. For de øvrige realkreditinstitutter udgør lån til landbrug en langt mindre del af deres samlede udlån.

Som følge af landbrugets udfordringer med

ejerskifte, jf. nedenfor, kan det være vanskeligt at finde købere til mindre produktive eller nødlidende landbrug. Det kan betyde, at institutterne ikke kan realisere pantet til det nedskrevne beløb, men må nedskrive mere, og dermed vil realiseringen tære yderligere på instituttets kapital. Det giver et uheldigt incitament til at holde hånden under landbrug, der ikke er driftsøkonomisk sunde, og understøtter samtidig behovet for at overveje alternative finansieringsmodeller for landbrugserhvervet. For at sikre en samfundsmæssig bedre resurseanvendelse og styrke indtjeningen i landbruget er det nødvendigt, at institutterne realiserer tabene og lukker bedrifter med uholdbar driftsøkonomi.

NY KAPITAL SOM KATALYSATOR FOR EJERSKIFTER I LANDBRUGET

Der er et stort behov for ejerskifte i landbruget. Ifølge Landbrugsavisen er der i dag syv gange så mange landmænd over 65 år som under 35 år. Den mest udbredte ejerform er stadig selveje, der betyder, at yngre landmænd skal stille med en stor kapital for at kunne overtage en bedrift. Det vanskeliggør ejerskifter. Op mod halvdelen af alle handler med ejendomme over 100 ha er familieoverdragelser, mens andelen for mindre ejendomme er lavere. Der er behov for tiltag, der kan forbedre mulighederne for enten at beholde eksisterende kapital eller tiltrække ny kapital.

Der er politisk fokus på landbrugets finansieringssituation, hvilket har ledt til at Landbrugets Finansieringsbank, LFB, er blevet etableret. Hertil kommer, at nogle pensionskasser er begyndt at interessere sig for investeringer i landbrugsbedrifter. Alt i alt kan de hidtidige tiltag dog kun forventes at give et mindre bidrag til landbrugets finansiering.

At selveje er den helt dominerende ejerform i landbruget hænger sammen med, at den hidtidige landbrugslov indeholdt ejerskabsrestriktioner. En afvikling eller opblødning af disse restriktioner vil kunne introducere nye former for ejerskab og medvirke til at tiltrække nye investorer til erhvervet. I foråret 2014 blev

aftalen om Vækstplan for Fødevarer indgået. Planen indeholder en afskaffelse af en stor del af ejerskabsrestriktionerne. Et af elementerne er, at der ikke længere vil blive stillet krav om, at én bestemt person skal have bestemte indflydelse i selskabet. Danske landmænd har med succes etableret sig i selskabsform i Østeuropa, og det ville være positivt, hvis nye former for ejerskab også blev introduceret i Danmark. Det ville tiltrække nye investorer og derved lette ejerskifter.

Den måde, landbruget bliver finansieret på i dag, betyder, at det er kreditinstituttet, der påtager sig tabsrisikoen, mens ejeren har gevinstpotentialer. Skal der sikres ny kapital til erhvervet, kan det være nødvendigt at se på modeller, hvor tab og gevinstpotentiale fordeles på ejer og eksterne investorer.

Selv om der således sker en del for at sikre landbruget den nødvendige kapital, vil den væsentligste finansieringskilde fortsat være penge- og realkreditinstitutterne. Det er derfor afgørende, at långivningen fremover sker ud fra sunde driftsøkonomiske principper til ejere med tilstrækkelig kapital og ikke ud fra spekulationer om stigende jordpriser.

AKTUELLE TENDENSER I DEN GRØNLANDSKE ØKONOMI

Anders Møller Christensen og
Carina Moselund Jensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Grønland står over for betydelige økonomiske problemer. Aktiviteten er for nedadgående, efter nogle indikatorer at dømme endda ganske kraftigt. Fiskeriet, som er det altdominerende eksporterhverv, har vigende fangster af rejer, formentlig klimatisk betinget, og andet traditionelt fiskeri har ikke kunnet kompensere herfor. Der er ikke mange forhold i fiskeriet, der peger på vækst, men forsøgsfiskeri efter makrel kan vise sig at få stor betydning.

Bygge- og anlægsvirksomheden er i tilbagegang efter nogle år med et højt aktivitetsniveau, og aktiviteten ved udvinding og efterforskning af råstoffer er faldet kraftigt. Der er aktuelt ingen miner i drift.

Udviklingen har betydet, at arbejdsløsheden stiger, og folketallet falder, da fraflytningen er større end fødselsoverskuddet.

Takket være gunstige priser på fisk og skaldyr er økonomien i store dele af fiskeriet god, og det har bidraget til, at der har været små overskud på landskasseregnskaberne i 2012 og 2013. Den offentlige gæld er derfor fortsat beskeden. Bruttogælden udgør ca. 5 pct. af bruttonationalproduktet, BNP. Gælden i de selvstyrejede aktieselskaber indgår ikke i det tal.

NATIONALREGNSKAB OG HANDELSBALANCE

Den økonomiske aktivitet har været for nedadgående i 2012 og 2013, og der er en del

tegn på, at tilbagegangen fortsætter ind i 2014.

Tilbagegangen kommer efter en årrække med stærk vækst, jf. tabel 1. Fra 2003 til 2011 steg aktiviteten i gennemsnit med lidt over 3 pct. om året, primært som følge af stærkt stigende investeringer. I 2012, det seneste år dækket af nationalregnskabsoplysninger, faldt investeringerne imidlertid kraftigt. Faldet var særlig kraftigt, over 60 pct., for investeringerne i mineral- og olieefterforskning, men også de traditionelle investeringer i bygninger og anlæg faldt markant. Faldet i investeringerne havde overvejende sit modstykke i faldende import, men har også påvirket aktiviteten, ikke mindst i bygge- og anlægssektoren, negativt.

I 2013 og 2014 vurderes investeringsfaldet at fortsætte. Efterforskningsaktiviteten er dro-slet yderligere ned, jf. afsnittet om råstoffer, ligesom bygge- og anlægsinvesteringerne går tilbage.

I de seneste år har både det offentlige og det private forbrug været stagnerende og eksporten vigende, men til stigende priser på eksporten af fisk- og skaldyr, jf. figur 1. Værdimæssigt bestod over 90 pct. af den samlede vareeksport i 2013 af fisk og skaldyr.

Den gunstige prisudvikling på fisk har betydet, at den grønlandske handelsbalance er blevet forbedret fra et underskud på 2,7 mia. kr. i 2011 til et underskud på 1,9 mia. kr. i 2013, og at indtjeningen har været god i store dele af fiskeriet. Det har afbødet de værste konsekvenser for indkomster og skatter af den mængdemæssige tilbagegang.

Forsyningsbalancen, realvækst

Tabel 1

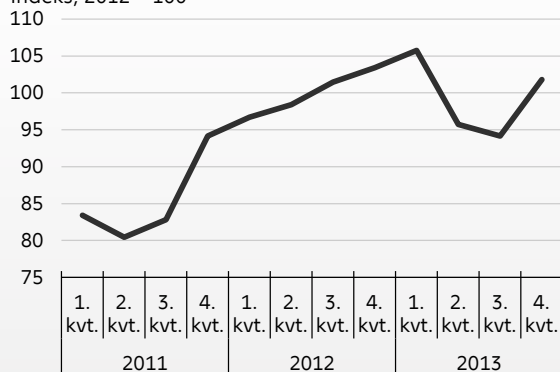
Pct.	Andel af BNP i 2012	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Privat forbrug	45,8	0,7	0,8	-0,9	-0,4	1,8	1,5	-0,2
Offentligt forbrug	51,5	3,4	8,3	2,2	3,7	-1,4	-1,0	-2,2
Bruttoinvesteringer i alt	37,6	-0,6	30,8	46,0	-23,7	75,2	31,0	-42,0
Ekskl. investeringer i råstof- efterforskning	23,9	1,6	17,7	37,2	-23,4	4,2	20,2	-13,3
Eksport af varer og tjenester	29,7	-0,5	-3,3	8,1	-11,3	12,5	-5,8	-3,7
Endelig anvendelse lig samlet tilgang	164,7	1,1	6,5	10,1	-6,7	16,5	7,9	-15,7
Import af varer og tjenester	64,7	-5,4	11,9	22,7	-14,6	37,6	12,3	-31,1
Bruttonationalprodukt	100,0	5,4	3,4	2,1	-0,7	2,5	4,0	-0,9

Kilde: Grønlands Statistik.

Eksportpriser for fisk og skaldyr

Figur 1

Indeks, 2012 = 100



Anm.: Sammenvejning af prisindeks for eksporten af torsk, hellefisk og rejer med arternes eksportværdi i 2012 som vægte.

Kilde: Grønlands Statistik.

Den generelle inflation opgjort som årsvæksten i forbrugerprisindekset er senest opgjort for januar 2014, hvor den var 1,3 pct. og dermed en anelse højere end den danske, som var 1,0 pct. opgjort på samme måde.

SENESTE KONJUNKTURTENDENSER

Et af tegnene på yderligere tilbagegang i aktiviteten er, at fragtmængderne såvel til som fra Grønland med Royal Arctic Line, RAL, fortsat falder betragteligt, jf. figur 2. Det antyder, at både den indenlandske efterspørgsel og eksporten

Fakta om Grønland

Folketal (antal, primo 2014)	56.282
Heraf i Nuuk (hovedstad)	16.818
Befolkning 18-66 år	38.364
Beskæftigelse ¹ (2012)	25.501
Ledighed ² (2012)	2.655
Bruttonationalprodukt (mia. kr., 2012)	13,8
Pr. capita (1.000 kr.)	243,8
Disponibel bruttonationalindkomst (mia. kr., 2012)	17,7
Pr. capita ³ (1.000 kr.)	313,1

Kilde: Grønlands Statistik og egne beregninger.

1. Antal hovedbeskæftigede, gennemsnit af månedstal.

2. Tilnærmet ILO-definition, gennemsnit af månedstal.

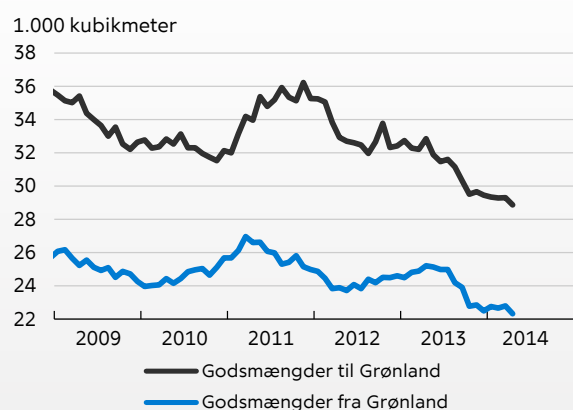
3. Til sammenligning var den disponible BNI pr. capita i Danmark ca. 329.500 kr. i 2012. Den disponible BNI var ca. 0,9 pct. større end BNP.

er vigende. Det bemærkes, at hovedparten af varerne i den indenlandske efterspørgsel med olie som den vigtigste undtagelse importeres og fragtes med RAL, som også står for så godt som hele eksporten af fisk og skaldyr. I den seneste 12-måneders periode er både de indad- og de udadgående fragtmængder i størrelsesordenen 10 pct. lavere end i den forudgående 12-måneders periode.

Provenuet af indførselsafgifter tyder på, at det private forbrug stagnerer eller falder, jf.

Frugt til og fra Grønland med Royal Arctic Line

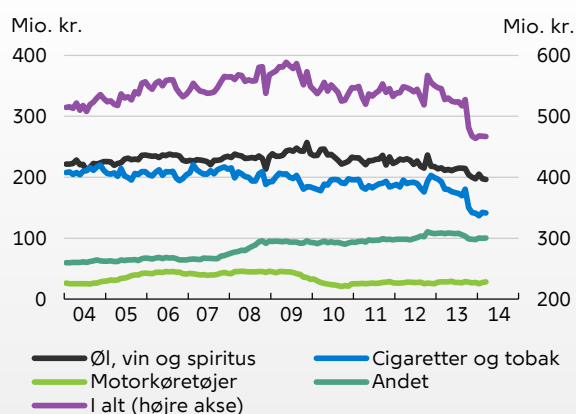
Figur 2



Anm.: Gennemsnit af 12 måneder. Seneste observation er april 2014.
Kilde: Royal Arctic Line.

Indførselsafgifter

Figur 3



Anm.: 12 måneders sum. Seneste observation er april 2014.
Kilde: Grønlands Selvstyre.

figur 3. Det samlede afgiftsprovener er faldet med ca. 10 pct. det seneste år. Det skyldes især et fald i provenuet af tobaks- og alkoholafgifter, mens de øvrige importafgifter ligger forholdsvis fladt.

Der findes ikke en løbende statistik over udviklingen i arbejdsløsheden, men der er en månedlig opgørelse af antallet af registrerede arbejdssøgende. Det er en optælling af de personer, der i løbet af en måned mindst én gang har henvendt sig til kommunen med ledighed som problem. Opgørelsen viser i de første fire måneder af 2014, at antallet af arbejdssøgende har været væsentligt større end i de tilsvarende måneder sidste år, hvilket passer med billedet

af en svag konjunktur. Opgørelsen har dog vist sig vanskelig at fortolke, da den bl.a. påvirkes af den administrative praksis i kommunerne.

OFFENTLIGE FINANSER

Hovedposterne i Landskassens regnskab fremgår af tabel 2.

Siden 2010 har der været overskud på drifts- og anlægsbudgettet, og det gælder også i 2012 og 2013 trods den svage konjunktursituation. En vigtig årsag hertil er, at den vigtigste indtægtskilde, bloktilskuddet fra den danske stat, ikke påvirkes af den økonomiske udvikling i Grønland, men reguleres årligt med stigningen i det generelle pris- og lønindeks på den danske finanslov. Indtægterne fra partnerskabs- og fiskeriaftaler med EU er heller ikke konjunkturafhængige.

Anlægsudgifterne faldt kraftigt i 2013, og det mere end opvejede stigninger i de fleste øvrige udgiftsposter. Ved vurdering af de offentlige finansers aktivitetsvirkning er det dog også nødvendigt at inddrage Anlægs- og renoveringsfonden. Når en anlægsudgift vedtages, bliver den udgiftsført på anlægsbudgettet, og beløbet overføres til fonden. Når anlægsarbejdet rent faktisk udføres og betales, ofte i efterfølgende år, finansieres det ved træk på fonden. I 2013 var der en nedgang i fondens midler på 198 mio. kr., så aktiviteten var næsten 200 mio. kr. højere end anlægsudgifterne på 597 mio. kr. Der er dog fortsat tale om et stort fald i anlægsaktiviteten fra 2012 til 2013.

Finansloven for 2014 og budgetoverslagene for årene frem til 2017 rummer omtrentlig balance på drifts- og anlægsbudgettet. Det forudsætter, at de samlede udgifter realt holdes i ro, hvilket vil kræve en meget fast styring. Niveaueet for de offentlige udgifter i Grønland er dog så højt, at det må anses for muligt.

På lidt længere sigt får Grønland en udfordring, når de store fødselsårgange fra 1960'erne og 70'erne nærmer sig eller når pensionsalderen. Økonomisk Råd har beregnet en finansindikator, som viser, at der er behov for en fastholdt opstramning af finanspolitikken med ca. 1 mia. kr., hvis den offentlige gæld som

Landskassens hovedposter

Tabel 2

Mio. kr.	2007 R ¹	2008 R ¹	2009 R ¹	2010 R ¹	2011 R ¹	2012 R ¹	2013 R ¹	2014 FL ²
1. Driftsudgifter	2.604	2.787	2.870	2.984	2.685	2.735	2.720	2694
2. Lovbundne udgifter	788	837	850	852	870	879	984	1.043
3. Tilskud	1.530	1.592	2.330	1.634	1.897	2.009	2.150	2.242
4. Anlægsudgifter	1.003	930	808	719	1.095	969	597	779
5. Udgifter i alt	5.925	6.144	6.859	6.189	6.547	6.591	6.452	6.757
6. Aftalte indtægter ³	3.555	3.661	3.799	3.828	3.864	3.922	3.976	3.980
7. Direkte skatter	850	876	828	1.019	1.135	1.143	1.051	1.035
8. Indirekte skatter	740	792	776	772	800	860	824	1.013
9. Andre indtægter	514	498	509	567	593	601	672	776
10. Indtægter i alt	5.659	5.827	5.913	6.187	6.392	6.526	6.523	6.803
11. Faktisk DAU-saldo: (10)-(5)	-267	-317	-946	-2	-156	-65	71	47
12. DA-saldo	-28	-93	-511	203	54	150	78	21
13. Stigning i uforbrugte midler i Anlægs- og renoveringsfonden	146	88	87	214	148	-82	-198	-100
14. DAU-saldo korrigeret (11)+(13)	-121	-229	-859	212	-8	-147	-127	-53

Anm.: I 2011 blev kommunernes bloktilskud forhøjet med 302,6 mio. kr. som følge af udlægningen af handicapområdet. Dette beløb rykkes derfor fra Selvstyrets driftsudgifter til udgifter til tilskud.

Kilde: Landskassens regnskaber og finanslov for 2014.

1. Regnskabstal.

2. Finanslov 2014.

3. Aftalte indtægter består overvejende af den danske stats bloktilskud (3.624 mio. kr. i 2013), af partnerskabs- og fiskeriaftaler med EU (226 mio. kr. i 2013) og af salg af fiskerirettigheder (109 mio. kr. i 2013).

andel af BNP ikke skal stige frem til 2040. Det er samme størrelsesorden som Selvstyrets provenu fra direkte skatter. Skal opstramningen ske på indtægtssiden, vil det kræve et bredere erhvervsgrundlag end det nuværende, fx knyttet til råstofudvinding.

Grønland har et gunstigt udgangspunkt, da den offentlige bruttogæld er beskeden, 600 mio. kr. eller ca. 5 pct. af BNP. Det hører dog med, at erhvervsdrivende aktieselskaber ejet af Selvstyret har en bruttogæld på ca. 3 mia. kr., et tal der vil stige i de kommende år, bl.a. som følge af modernisering af flåden i Royal Arctic Line og bygning af en ny containerhavn i Nuuk.

FISKERI

Mulighederne for at udvide fiskeriet på en bæredygtig måde er begrænsede.

Den vigtigste art i fiskeriet er rejer. Fiskeriet følger den biologiske rådgivning og er certificeret som bæredygtigt. Alligevel har kvoterne været faldende i de senere år. Hovedårsagen er formentlig klimaændringer, da rejerne fiskes stadig længere mod nord.

Fiskeriet af hellefisk er steget svagt i de senere år, hvilket især afspejler større fangster i det indenskærs fiskeri i fjorde og tæt på kysten. Biologerne udtrykker bekymring for, om dette fiskeri er bæredygtigt.

Der er stigende forekomst af torsk i farvandede ved Vestgrønland, men biologerne tilråder forsigtighed med direkte fiskeri herpå, så der kan opbygges en gydebestand i de grønlandske farvande.

Mulighederne for at udvide det samlede fiskeri efter de traditionelle arter må alt i alt anses for begrænsede, men der vil til stadighed ske forskydninger mellem fiskeriet af de enkelte arter. Selv om de grønlandske farvande er

vidtstrakte, kender biologerne i alle væsentlige hovedtræk forekomsterne af fisk og skaldyr.

Klimaændringerne har imidlertid betydet, at makrel, og muligvis også andre stimefisk, i en periode om sommeren kan findes i stort tal i grønlandsk farvand. I 2013 var der et forsøgsfiskeri på ca. 60.000 tons makrel, og i 2014 er kvoten for dette fiskeri øget til 100.000 tons. Fiskeriet er ensidigt fastlagt fra grønlandsk side med henblik på at blive anerkendt som kyststat og dermed få del af den fælles kvote for makrel i Nordatlanten.

Denne kvote deles fra og med 2014 mellem EU, Norge og Færøerne. Omfanget af forsøgsfiskeriet har fået de nuværende kvotelande til at forbyde landenes fartøjer at tage del i fiskeriet af makrel ved Grønland. Det er uklart, hvordan problemet bliver løst. Der er en risiko for, at makrellen bliver overfisket, da kvoten i forbindelse med aftalen med Færøerne blev sat op og overstiger den biologiske rådgivning uanset størrelsen af det grønlandske fiskeri.

Såfremt konflikten om makrel finder en løsning, der indebærer en grønlandsk kvoteandel, har makrelfiskeriet mulighed for at give et solidt vækstbidrag til den grønlandske økonomi. Makrelfiskeriet er i 2014 pålagt en afgift, som på finansloven med senere ændringer er indtægtsført med 95 mio. kr. Hvis indtægtsmålet ikke bliver nået, vil det bidrage til at skabe et underskud på de offentlige finanser i 2014.

RÅSTOFUDVINDING

Udvinning af råstoffer er den mest realistiske mulighed for at udvide det grønlandske erhvervsgrundlag. Et højt omkostningsniveau, i overkanten af det danske, en geografisk meget spredt befolkning med dertil hørende smådriftsulempen, høje transportomkostninger og ikke mindst et lavt uddannelsesniveau gør det vanskeligt at udvikle internationalt konkurrencedygtige traditionelle erhverv.

Uddannelsesniveauet er lavt, men stigende. I 2012 havde mere end halvdelen af befolkningen mellem 25 og 59 år ingen formel uddannelse ud over folkeskolen. Det er uden tvivl det største strukturproblem i Grønland. En mulig-

hed for beskæftigelse ved råstofaktiviteter kan give et vigtigt bidrag til at højne uddannelsesniveauet.

I 2010 og 2011 var der en betydelig efterforskning af olie og andre kulbrinter i farvandet ved Vestgrønland. Efterforskningsomkostningerne udgjorde ca. 5 mia. kr., som indgår som en del af investeringerne i olie- og mineralefterforskning i nationalregnskabet. Der blev fundet spor af kulbrinter, men utilstrækkeligt til kommerciel udnyttelse. Siden er der ikke udført efterforskningsboringer i grønlandsk farvand, men selskaberne har dog ikke opgivet deres licenser. I stedet er aktiviteten sat på vågeblus. Udvinning af kulbrinter fra tjæresand og fra undergrunden via fracking har mindsket selskabernes interesse for kulbrinter fra områder med meget høje efterforsknings- og udvindingsomkostninger, som det er tilfældet ved en miljømæssig forsvarlig udvinning i de grønlandske farvande.

Der er aktuelt ikke minedrift i Grønland. I 2013 lukkede den eneste aktive mine, en guldmine i Sydgrønland med ca. 80 ansatte, efter nogle års drift med underskud det meste af tiden.

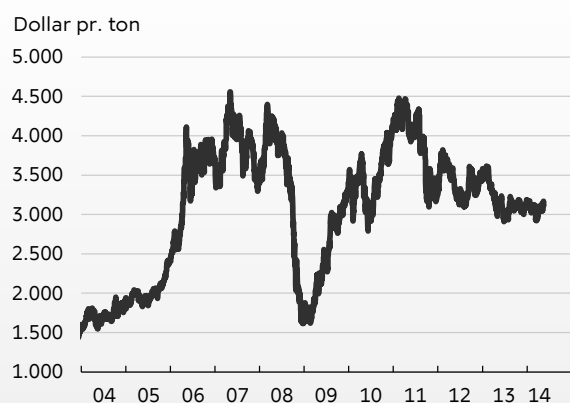
For de mineralske råstoffer har der imidlertid været en betydelig efterforskningsaktivitet i en årrække, og i forlængelse af efterforskningen har Grønland givet udvinningstilladelser til to projekter, dels et stort jernprojekt ved Nuukfjorden, dels et mindre rubinprojekt. Det betyder dog ikke, at projekterne er på skinner. Der mangler at blive færdiggjort såkaldte Impact Benefit Agreements, IBA-aftaler, og ikke mindst leder selskaber med udvinningstilladelser efter investorer til at finansiere projekterne.

Der er yderligere et selskab, der har indgivet en ansøgning om tilladelse til at udvinde såkaldt sjældne jordarter i Sydgrønland.

Generelt er efterforskningsaktiviteten trappet ned i de seneste par år. Hovedårsagen er formentlig, at mange råstofpriser er faldet fra et meget højt niveau i 2010-11, jf. figur 4, og at nye miner er igangsat, eller ved at blive det, helt andre steder i verden. Det har hos nogle iagttagere ført til en bekymring for, om vinduet for etablering af nye miner er ved at blive lukket for en tid.

Metalpriser på metalbørsen i London

Figur 4



Anm.: Sammenvejning af priserne på aluminium, kobber, bly, nikkel, tin og zink.

Kilde: Reuters Datastream.

I den forbindelse nævnes det stadig oftere, at det kan blive nødvendigt at nedsætte investorerens risiko ved de pågældende projekter, fx via offentlige investeringer i infrastruktur, som ikke har nævneværdig nytte, når den pågældende mine er tømt. Set med investorøjne er det selvfølgelig attraktivt, hvis Selvstyret eller den danske stat påtager sig noget af risikoen ved et projekt uden at få andet end en marginal del i det forventede afkast.

I februar 2014 offentliggjorde et udvalg nedsat af Københavns Universitet og Universitet i Nuuk med Minik Rosing som formand rapporten Til gavn for Grønland. Den påpeger bl.a., at udvinding af mineralske råstoffer ikke vil kunne sikre, at Grønland bliver økonomisk uafhængigt af Danmark. Selvstyreloven indebærer, at halvdelen af de årlige grønlandske indtægter i form af selskabsskatter og royalties fra udvinding af råstoffer ud over en bagatelgrænse skal modregnes i bloktilskuddet.

Rapporten har vakt betydelig opsigt i Grønland, men resultatet kan næppe anfægtes. Den meget omtalte planlagte jernmine i bunden af Nuukfjorden var oprindeligt af selskabet beregnet at give 28 mia. kr. til Selvstyret i selskabsskatter og royalties over en periode på 15 år, dvs. 2 mia. kr. årligt i gennemsnit. Dette provenu vil derfor nedbringe bloktilskuddet med ca. 1 mia. kr. årligt. Skønnet forudsætter vel at mærke, at der ikke opstår ubehagelige overraskelser i forbindelse med projektet. Der

skal derfor permanent være en række sådanne storskalaprojekter i gang, før bloktilskuddet går i nul. Den nuværende lave efterforskningsaktivitet er i den forbindelse et dårligt tegn for fremtiden.

Udvinding af mineralske råstoffer vil kunne mindske den økonomiske afhængighed af Danmark, men indtægter, der indebærer ophør af det danske bloktilskud er ikke sandsynlige uden udvinding af olie og gas.