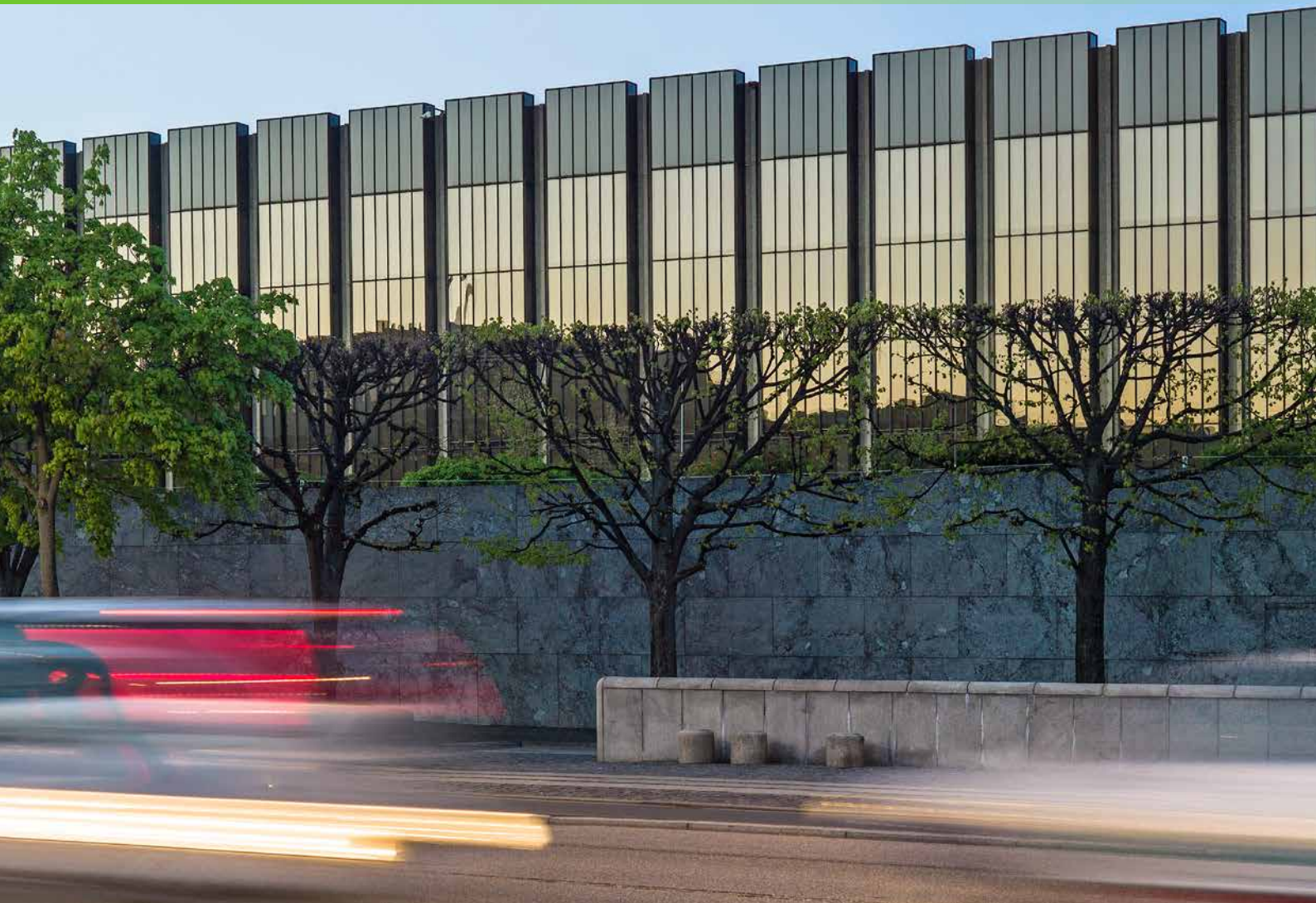


DANMARKS
NATIONALBANK

**KVARTALSOVERSIGT
3. KVARTAL**

2015



DANMARKS
NATIONALBANK

DANMARKS
NATIONALBANK
KVARTALSOVERSIGT
3. KVARTAL
2015

KVARTALSOVERSIGT

3. KVARTAL 2015

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 10. september 2015.

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

39 LEDIG KAPACITET PÅ ARBEJDSMARKEDET

Troels Kromand Danielsen og Casper Winther Jørgensen,
Økonomisk Afdeling

Dansk økonomi er inde i et opsving, og arbejdsmarkedet er i bedring. I takt med at konjunkturerne genoprettes, og beskæftigelsen øges, ventes lønstigningerne at tiltage i de kommende år. Gradvist kan der vise sig stadig flere tegn på mangel på arbejdskraft på dele af arbejdsmarkedet, også uden at der opstår et generelt pres eller er tale om overophedning. Erfaringerne fra midten af 2000'erne viser, at signaler fra fx lønudviklingen kan vise sig sent under en ophedning. Artiklen giver et overblik over indikatorer, der kan belyse situationen på arbejdsmarkedet. De viser, at der endnu er ledige ressourcer til rådighed på arbejdsmarkedet. Set i et længere perspektiv er ledigheden lav i Danmark, og det betyder, at fremgangen i beskæftigelsen skal komme fra personer uden for arbejdsmarkedet. For at undgå, at arbejdsmarkedet igen bliver ophedet, er det derfor vigtigt, at virksomheder fx kan hente arbejdskraft i udlandet, og at vedtagne arbejdsudbudsreformer har den tilsigtede virkning. Rettidig omhu i den økonomiske politik er derfor centralt for et stabilt forløb for dansk økonomi over de kommende år. Kommer der til at mangle arbejdskraft, skærpes kravene til både finans- og strukturpolitikken.

51 SENESTE TENDENSER PÅ BOLIGMARKEDET

Erik Haller Pedersen og Jacob Isaksen, Økonomisk Afdeling

Rentestigningen i foråret synes at have dæmpet omsætningen på boligmarkedet en smule, mens prisstigningstakten på ejerboliger fortsat ligger på et højt niveau, om end priserne på enfamiliehuse er afbøjet i de seneste måneder. De højeste stigninger har været i hovedstadsområdet og i lidt mindre grad andre store byer. Især stigningstakten i boligpriserne i dele af hovedstadsområdet er uholdbar, og der er risiko for dannelse af en lokal boligprisboble. Boligmarkedet har under tidligere opsving været en kilde til makroøkonomisk ustabilitet og overophedning af økonomien, bl.a. som følge af utilstrækkelige automatiske stabilisatorer i boligbeskatningen. Der er stor geografisk spredning i beskatningsniveauet, da de effektive ejendomsværdi- og grundskyldssatser varierer på tværs af landet.

De danske virksomheder opbyggede en betydelig gæld i årene op til finanskrisen og reducerede under krisen deres investeringer kraftigt. Artiklen præsenterer en analyse af sammenhængen mellem de enkelte virksomheders gældskvote før krisen og udviklingen i deres investeringer under krisen. Virksomheder med høje gældskvoter reducerede deres investeringer mere end virksomheder med lavere gældskvoter. Selv om hovedårsagen til faldet i investeringerne er manglende efterspørgsel og ikke gældsopbygning bidrog den kraftige gældsætning i årene op til finanskrisen i et vist omfang til det efterfølgende fald i investeringerne. En svagt kapitaliseret virksomhedssektor kan således bidrage til at forstærke makroøkonomiske udsving. Analysens resultater indikerer endvidere, at kreditbegrænsninger ikke har spillet nogen væsentlig rolle for udviklingen i investeringerne under krisen.

Færøerne gennemgår i disse år et kraftigt økonomisk opsving. Fremgangen er primært drevet af høj vækst i fiskeriet, hvilket skyldes usædvanligt gode vilkår i to af de tre hovedgrene af fiskeindustrien, nemlig opdrætsvirksomhed og det pelagiske fiskeri, især efter makrel. Underskuddet på de offentlige finanser er aftaget. Det skyldes overvejende budgeteffekter af de stærke konjunkturer og fremgang i fiskeriet. Derimod udestår foranstaltninger, der kan forbedre den underliggende stilling på de offentlige finanser, fortsat. De demografiske udfordringer er betydelige, og Det Økonomiske Råd for Færøerne anslår, at der er behov for en varig finanspolitisk forbedring på fem pct. af BNP for at stabilisere den offentlige gæld. Det offentlige forbrug og de offentlige investeringer har set over en årrække været medvirkende til at forstærke konjunkturudsvingene. Omfanget af planlagte offentlige og andre store anlægsinvesteringer over de kommende år ventes at blive betydeligt, og hvis højkonjunktoren fortsætter, kan det medføre risiko for flaskehalse, særligt inden for byggeriet.

AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

SAMMENFATNING

Der er generelt fremgang i de avancerede økonomier. Væksten er lidt højere i USA og Storbritannien end i euroområdet. Aktiviteten understøttes af fremgang på arbejdsmarkedet, lempelig pengepolitik og en lav oliepris. I euroområdet er aktiviteten også positivt påvirket af, at valutakursen er faldet, og finanspolitikken ikke længere hæmmer væksten. De seneste to år har fremgangen i euroområdet været drevet af de nordeuropæiske eurolande samt Spanien og Portugal, mens den økonomiske aktivitet i Frankrig og Italien har været omtrent uændret.

I vækstøkonomierne er fremgangen i aktiviteten aftaget. I Kina er vækstraterne aftaget over de senere år, og de seneste nøgletal kunne tyde på, at nedgangen i væksten er fortsat. Udviklingen afspejler, at Kinas økonomi er i færd med en gradvis omstilling, hvor servicesektorens betydning stiger, og industriens betydning falder. Det kan indebære, at væksten i bruttonationalproduktet, BNP, vil aftage yderligere over de kommende år. Det er forventningen, at omstillingen vil ske gradvist, men de senere års store opbygning af gæld og overinvesteringer i især boliger indebærer en risiko for, at væksten vil falde hurtigere og kraftigere.

De globale aktiemarkeder blev i august ramt af uro. Det skyldes, at bekymringen for Kinas vækstudsigter steg. I euroområdet er aktiekurserne dog samlet set steget 7 pct. fra årsskiftet og frem til begyndelsen af september.

Herhjemme lå BNP i 1. halvår 2015 1,7 pct. over samme periode et år tidligere. Stærke stimuli fra

lave renter, fald i olieprisen og svagere effektiv valutakurs skubber på efterspørgslen. Samtidig fremstår arbejdsmarkedet stærkt med stigende beskæftigelse og faldende ledighed. Skønnet på væksten i år er nedjusteret fra 2,0 pct. til 1,8 pct., hvilket skyldes et svagt 2. kvartal. Det skal i høj grad ses i lyset af udsving i produktion og eksport omkring marts og ændrer ikke ved det generelle konjunkturbillede. I 2016 ventes en vækst på 2,1 pct. faldende til 1,8 pct. i 2017, hvor økonomien når sin normale kapacitet.

Forbrugerpriserne stiger fortsat kun svagt. Fald i olieprisen og dermed energipriserne trækker kraftigt ned, mens prisen på fødevarer og især importerede varer er steget siden årsskiftet. Det sidste har bl.a. baggrund i en svækkelse af den effektive kronekurs. Faldet i olieprisen på mere end 20 pct. siden sidste prognose er endnu ikke fuldt afspejlet i forbrugerpriserne og ventes at give et negativt prispres de kommende måneder og et godt stykke ind i 2016. Den lave stigningstakt i forbrugerpriserne skygger delvis for, at kerneinflationen – opgjort som HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer – langsomt er på vej op. Det samme gælder lønstigningerne i takt med de bedre beskæftigelsesmuligheder.

Der er plads til højere beskæftigelse og lønstigninger i takt med, at økonomien normaliseres. Erfaringer fra tidligere viser imidlertid, at opsving kan komme både hurtigere og mere pludseligt end ventet, og forudsætningerne for det er også til stede i den nuværende situation. Samtidig er der en vis usikkerhed om kapaciteten på arbejdsmarkedet. Det indebærer en risiko for, at der hurtigere kan opstå pres på arbejdsmarkedet og

boligmarkedet i de kommende år. Det vil skærpe kravene til finans- og strukturpolitikken. Det er vigtigt, at den økonomiske politik, herunder en dagpengereform og en eventuel skattereform, har fokus på at øge arbejdsudbuddet.

Kravene til finanspolitikken er skærpet af, at regeringens opgørelse af den strukturelle saldo nu viser et underskud på 0,9 pct. af BNP. Regeringen har tilkendegivet, at det kommende finanslovforslag for 2016 vil indeholde en stramning af finanspolitikken, så det strukturelle underskud ikke overstiger 0,5 pct. af BNP. En sådan stramning er godt tilpasset konjunktursituationen. Det er vigtigt, at den budgetterede finanspolitik holdes, og at der ikke – som i de to foregående år – sker et skred i den strukturelle saldo ud over grænsen i budgetloven efter fremsættelsen af finanslovforslaget. Det afspejler risikoen ved i en længere periode at gå til grænserne i finanspolitikken. Det vil styrke troværdigheden af finanspolitikken, hvis den strukturelle saldo ikke bliver forringet i forhold til det budgetterede.

Rentestigningen i foråret synes at have dæmpet omsætningen på boligmarkedet en smule, mens prisstigningstakten på ejerboliger fortsat ligger på et højt niveau, om end priserne på enfamiliehuse er afbøjet i de seneste måneder. En generel bedring af boligmarkedet er en naturlig del af det igangværende opsving. Men selvforstærkende prisstigninger har før været en kilde til makroøkonomisk ustabilitet. Især stigningstakten

i boligpriserne i dele af hovedstadsområdet er uholdbar, og der er risiko for dannelse af en lokal boligprisboble. Den risiko forstærkes af, at boligbeskatningen ikke dæmper prisudsvingene.

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

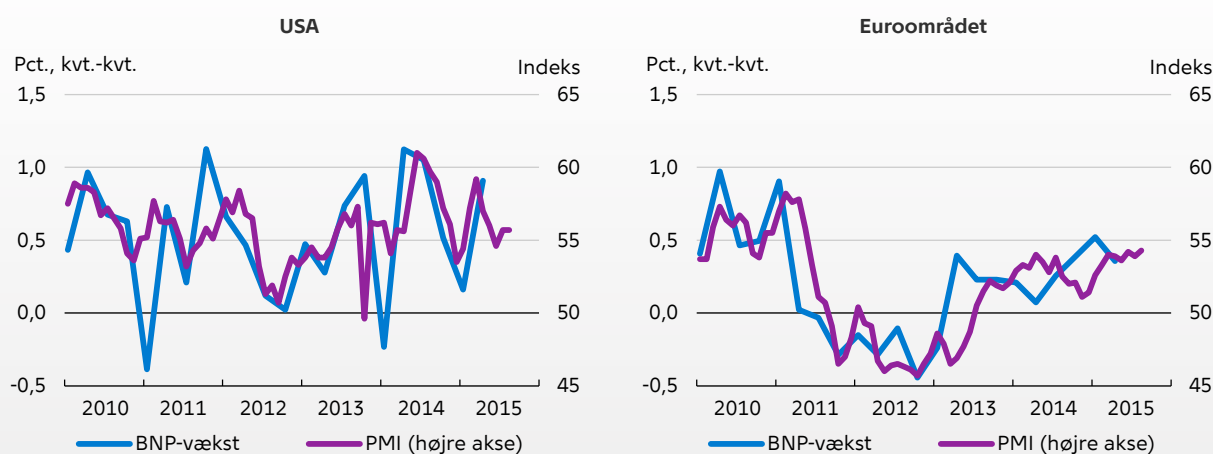
KONJUNKTURUDVIKLING OG VÆKSTUDSIGTER

Der var generelt fremgang i de store avancerede økonomier i 2. kvartal. Væksten var højere i USA end i euroområdet. Det er en generel tendens, jf. figur 1 (venstre og højre), og afspejler bl.a., at befolkningen vokser kraftigere i USA. Målt pr. indbygger har væksten de seneste ti år kun været lidt højere i USA end i euroområdet. Aktiviteten steg 0,4 pct. i euroområdet som helhed, og der var fremgang i alle eurolandene. I Spanien var væksten særlig stærk. Purchasing Managers' Index, PMI, som giver en god indikation af den økonomiske udvikling, peger på fortsat fremgang i både euroområdet og USA i 3. kvartal.

I Storbritannien steg væksten til 0,7 pct. i 2. kvartal. Den pæne stigning i både amerikansk og britisk BNP viser, at den svage aktivitet i 1. kvartal var midlertidig, og at de økonomiske drivkræfter er intakte. Det er især det private forbrug, der vokser, bl.a. som følge af fremgang på arbejdsmarkedet, den lave oliepris og lave renter. Japans

BNP-vækst og PMI i USA og euroområdet

Figur 1



Anm.: Der er vist samlet PMI for service- og industrisektoren (composite output). En værdi over (under) 50 indikerer positiv (negativ) vækst.
Kilde: Thomson Reuters Datastream.

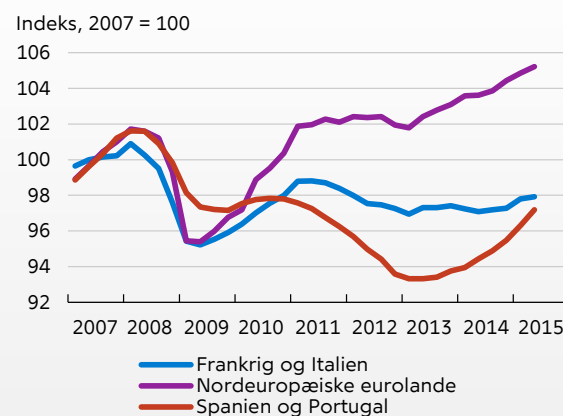
økonomiske fremgang har været mere moderat det seneste år.

I Norge, som er et olieproducerende land, har faldet i olieprisen dæmpet den økonomiske aktivitet mærkbart. BNP steg således 0,2 pct. i 2. kvartal efter at være steget 0,7 pct. i gennemsnit pr. kvartal i 2011-14. I Sverige tiltog væksten til 1 pct. i 2. kvartal.

Udviklingen i Frankrig og Italien, som tilsammen udgør lidt under 40 pct. af euroområdet BNP, er en væsentlig årsag til, at væksten i euroområdet som helhed er behersket. BNP har således ligget omtrent fladt i de to lande siden 2010, jf. figur 2. I de nordeuropæiske eurolande har der derimod været solid økonomisk fremgang siden 2009, og i Tyskland er økonomien tæt på en konjunktural situation. I Spanien og Portugal har væksten været robust siden 2013, og det negative produktionsgab (forskellen mellem faktisk og potentiel produktion) er gradvist blevet reduceret. Freregnet udviklingen i Frankrig og Italien har den økonomiske vækst i euroområdet gennemsnitligt været 0,4 pct. pr. kvartal over de seneste to år, mens de to lande under ét i gennemsnit kun er vokset med 0,1 pct. i samme periode. En væsentlig forudsætning for et bredt funderet økonomisk opsving i euroområdet som helhed vil derfor være, at Frankrig og

Udvikling i realt BNP i udvalgte økonomier

Figur 2



Anm.: Nordeuropæiske eurolande omfatter Belgien, Finland, Holland, Luxembourg, Tyskland og Østrig.
Kilde: Eurostat og egne beregninger.

Italien opnår en robust fremgang i den økonomiske aktivitet.

Siden 2013, hvor euroområdet BNP begyndte at stige igen, har aktiviteten været drevet af den indenlandske efterspørgsel, særligt det private forbrug. Fremover ventes den økonomiske aktivitet også at blive drevet af den indenlandske efterspørgsel. Den understøttes af, at der er

Skøn for real BNP-vækst i udvalgte økonomier

Tabel 1

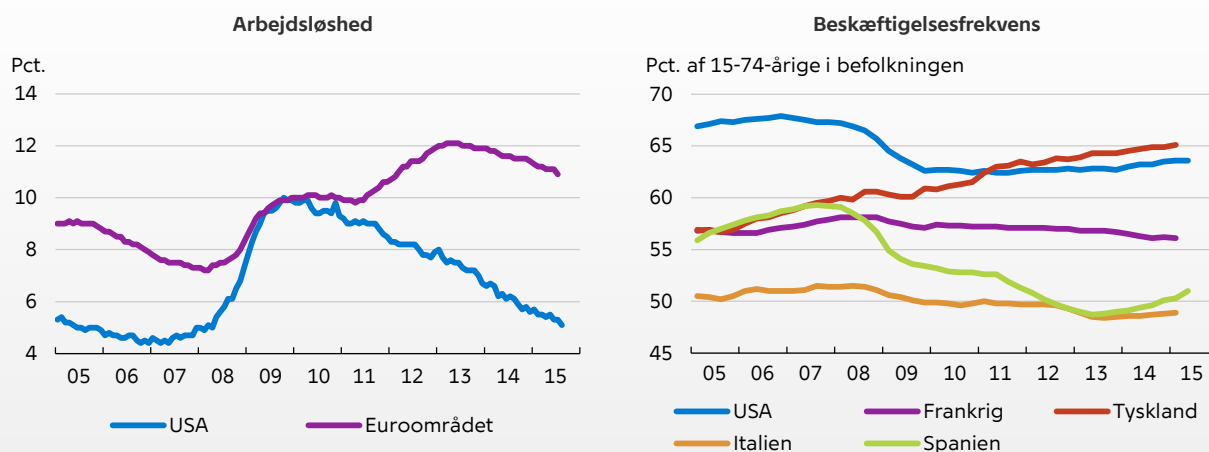
Pct.				Ændring i forhold til april 2015	
	2014	2015	2016	2015	2016
Globalt ¹	2,7	2,6	3,2	-0,3	0,0
USA	2,4	2,5	3,0	-0,6	-0,1
Euroområdet	0,8	1,5	1,7	0,0	0,1
Tyskland	1,6	1,6	1,7	0,0	0,0
Frankrig	0,2	1,2	1,5	0,0	0,0
Italien	-0,4	0,7	1,2	0,2	0,1
Spanien	1,4	3,1	2,5	0,6	0,5
Storbritannien	2,9	2,4	2,2	-0,3	-0,1
Japan	-0,1	0,8	1,2	-0,2	0,0
Kina	7,4	6,8	6,3	0,0	0,0

Kilde: IMF, *World Economic Outlook Update*, juli 2015.

¹. BNP i markedspriser.

Arbejdsløshed og beskæftigelse i euroområdet og USA

Figur 3



Anm.: Venstre figur: Arbejdsløshed i procent af arbejdsstyrken. Højre figur: Andel af 15-74-årige i beskæftigelse.
Kilde: Macrobond og OECD.

fremgang på arbejdsmarkedet, olieprisen er lav, pengepolitikken er lempelig, og kreditvilkårene er blevet lempet. Derudover virker finanspolitikken ikke længere væksthæmmende efter flere år, hvor de offentlige finanser er blevet konsolideret. Eksporten ventes dog også at bidrage positivt til den økonomiske aktivitet, bl.a. fordi den nominelle effektive eurokurs er svækket.

Den Internationale Valutafond, IMF, nedjusterede i juli sit skøn for aktiviteten i den globale økonomi i 2015, jf. tabel 1. Det skyldes især det svage 1. kvartal i USA og Storbritannien. For euroområdet som helhed er skønnet for 2015 uændret, men markant opjusteret for Spanien. Det globale væksts skøn for 2016 er uændret og indebærer, at fremgangen vil tiltage. Væksten ventes generelt at stige i de avancerede økonomier, mens den i Kina forventes at aftage, jf. senere.

ARBEJDSMARKEDER, LØNUDVIKLING OG INFLATION

I USA er ledigheden faldet siden 2009 i takt med den økonomiske fremgang. Den er nu kun lidt over niveauet før krisen, jf. figur 3 (venstre). Faldet i ledigheden skyldes især, at erhvervsfrekvensen er faldet, og i mindre grad at beskæftigelsesfrekvensen er steget. Fra 4. kvartal 2014 til 2. kvartal i år var beskæftigelsesfrekvensen for 15-74-årige stort set uændret, jf. figur 3 (højre), selv om beskæftigelsen steg med ca. 1,3 mio. personer i

årets to første kvartaler. Det afspejler, at befolkningen samtidig er steget.

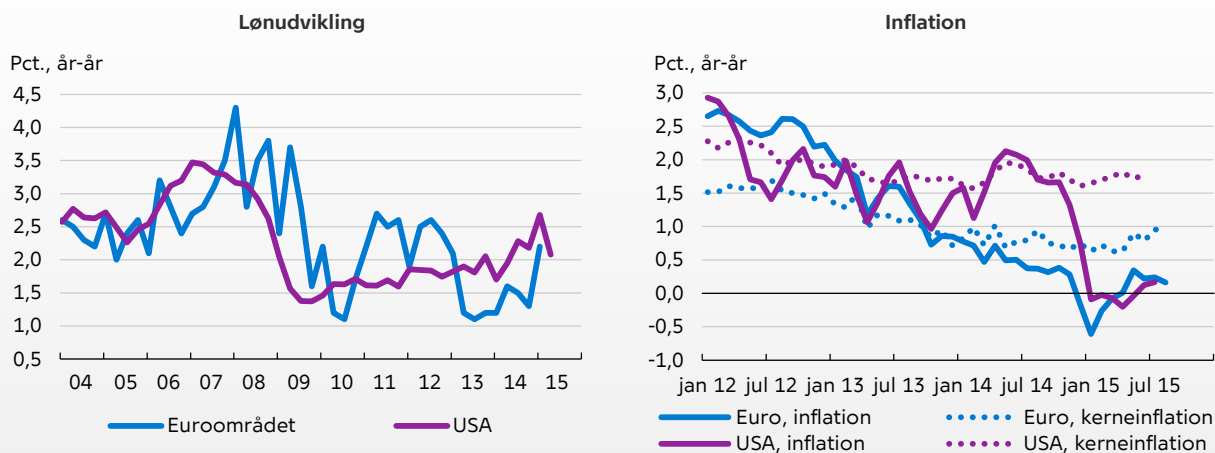
Også i euroområdet er der fremgang på arbejdsmarkedet, hvilket har været tilfældet siden 2013, hvor produktionen begyndte at stige. Andelen af 15-74-årige i beskæftigelse er steget 0,6 procentpoint fra 2. kvartal 2013 til 1. kvartal 2015, og ledigheden er faldet 1,2 procentpoint i forhold til, da den toppede i juni 2013. Der er dog store forskelle mellem eurolandene. Tyskland har haft fremgang på arbejdsmarkedet over en lang årrække og har nu en højere beskæftigelsesfrekvens end USA. Vendingen på arbejdsmarkedet i 2013 er tydelig i Spanien, men beskæftigelsesfrekvensen er fortsat lav. I Italien er der kun beskeden fremgang på arbejdsmarkedet, og i Frankrig er beskæftigelsesfrekvensen faldet siden 2008.

I USA aftog lønstigningstakten til 2,1 pct. år til år i 2. kvartal, jf. figur 4 (venstre), selv om ledigheden var tæt på det strukturelle niveau. Den amerikanske centralbanks, Federal Reserves, pengepolitiske komité, Federal Open Market Committee (FOMC), vurderer således, at den strukturelle ledighed i USA er mellem 5,0 og 5,2 pct.

I euroområdet steg lønstigningstakten markant i 1. kvartal 2015, især i Tyskland, Østrig, Holland og de østeuropæiske eurolande. Lønstigningerne i Tyskland skal bl.a. ses i lyset af, at den lovbestemte mindsteløn trådte i kraft ved årsskiftet. Lønstigningstakterne tiltog også i Frankrig, Italien og Spanien, men ligger ca. 0,5 procentpoint un-

Lønudvikling og inflation

Figur 4



Anm.: Venstre figur: Lønudviklingen er målt som den årlige stigning i lønnen i den private sektor. Data for USA er fra U.S. Bureau of Labor Statistics, mens data for euroområdet er fra Eurostat. Højre figur: For euroområdet, Euro, er vist HICP. For USA er vist CPI.

Kilde: Macrobond og Thomson Reuters Datastream.

der gennemsnittet for euroområdet. Forskellene i lønstigningstakterne afspejler, at omfanget af ledig kapacitet på arbejdsmarkedet varierer mellem eurolandene.

Efter prisfald i årets første måneder er inflationen, målt ved den årlige stigningstakt i forbrugerprisindekset, blevet positiv i både USA og euroområdet, jf. figur 4 (højre). Prisstigningerne er dog meget lave. Det er især faldet i energipriserne fra juni 2014 og frem til januar 2015, der har lagt et nedadgående pres på inflationen. Kerneinflationen, dvs. inflationen rensset for prisseffekter fra energi, fødevarer, alkohol og tobak, er derfor noget højere. I USA har kerneinflationen det seneste år ligget stabilt lidt under 2 pct., mens den i euroområdet er tiltaget lidt hen over sommeren til 1 pct. i august.

Det store fald i olieprisen i anden halvdel af 2014 vil fortsætte med at lægge et nedadgående pres på inflationen resten af året (basiseffekt). I euroområdet vil det delvist blive modgået af udviklingen i valutakursen. Den nominelle effektive eurokurs er således deprecieret ca. 10 pct. fra marts 2014 til begyndelsen af september 2015, hvilket giver et opadrettet pres på inflationen.

I de kommende år ventes inflationen i euroområdet at tiltage gradvist. Det skyldes både, at den svækkede euro trækker priserne op, og at basiseffekterne fra energiprisfaldet falder bort. Derudover ventes også et stigende indenlandsk prispres som følge af, at den økonomiske aktivitet tager til.

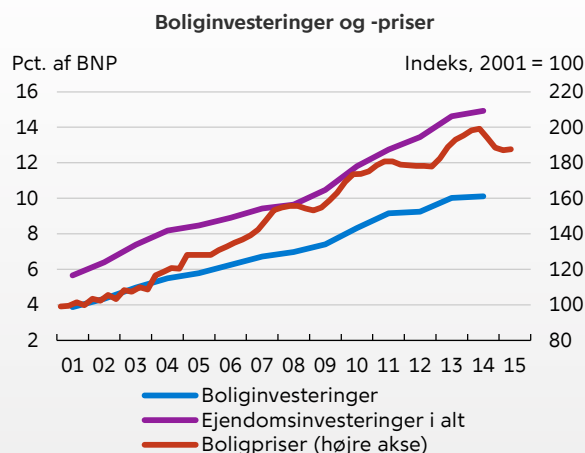
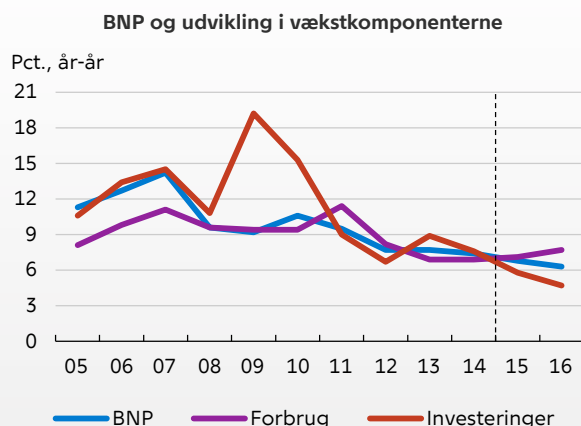
KINA

Væksten i den kinesiske økonomi er aftaget over de seneste år til lidt over 7 pct. i 2014, efter at have ligget på et årligt gennemsnit på 10 pct. i perioden 2000-11. De seneste måneders nøgletal kunne tyde på, at nedgangen i væksten er fortsat. Den lavere vækst skyldes især, at væksten i investeringerne, som udgør ca. 45 pct. af BNP, er aftaget, jf. figur 5 (venstre). Boliginvesteringerne, som udgør en femtedel af de samlede investeringer, steg fra 4 pct. af BNP i 2001 til 10 pct. af BNP i 2013, men lå fladt fra 2013 til 2014, jf. figur 5 (højre).

Væksten i det samlede offentlige og private forbrug er også aftaget, men ventes at tiltage og forblive højere end investeringsvæksten i de kommende år. Det skyldes bl.a., at den kinesiske økonomi er i gang med en gradvis omstilling, hvor servicesektoren stiger i betydning i takt med, at kineserne bliver rigere, og på grund af urbaniseringen. Indkomst fra servicesektoren medvirker til, at fremgangen i det private forbrug kan fortsætte på trods af, at væksten aftager i industrien. Fremgangen i det private forbrug ventes ikke fuldt ud at kunne opveje faldet i investeringsvæksten, og omstillingen vil derfor indebære, at BNP-væksten aftager yderligere over de kommende år. Befolkningsudviklingen trækker i samme retning, idet antallet af personer i den arbejdsdygtige alder ventes at falde fra 2015 efter at være steget med i gennemsnit ca. 1 pct. om året i perioden 2000-14.

Kinas BNP-vækst og boligmarked

Figur 5



Anm.: Venstre figur: Stiplet linje angiver, at det er skøn efter 2014.

Kilde: IMF, OECD, Macrobond, Thomson Reuters Datastream og egne beregninger.

Den stadige vandring fra land til by bidrager dog til, at produktionen stiger. For at skabe grobund for en holdbar økonomisk fremgang er det ifølge de internationale organisationer som IMF og OECD vigtigt, at der bliver gennemført strukturelle reformer, som understøtter omstillingen til en mere åben og markedsbaseret økonomi.

Den kraftige stigning i investeringerne blev finansieret af kredit både i og uden for banksektoren (den såkaldte "skyggebanksektor"). Gælden i den ikke-finansielle private sektor voksede således betydeligt, fra 100 pct. af BNP i 2008 til 150 pct. i 2014. Myndighederne har derfor bl.a. strammet reguleringen af skyggebanksektoren for at begrænse kreditvæksten og styrke den finansielle stabilitet. Det har bidraget til, at kreditvæksten er aftaget siden 2014, men gælden som andel af BNP stiger fortsat. IMF vurderede i sin seneste rapport om Kinas økonomi, at kreditvæksten og gælden bør reduceres for at mindske risikoen for finansiell ustabilitet. Erfaringer fra andre lande viser, at en periode med høj kreditvækst kan ende brat og føre til finansielle kriser og længerevarende perioder med lav vækst i BNP.

Efter flere år med høje boliginvesteringer er der aktuelt et stort overudbud af boliger (målt ved forskellen mellem påbegyndte og solgte kvæ-

dratmetre). Det har bidraget til, at boligpriserne er faldet i store dele af Kina. Overudbuddet peger på, at der er behov for, at boliginvesteringerne falder. Et fald i investeringsvæksten på 5 procentpoint kan isoleret set reducere BNP-væksten med 0,5 procentpoint. OECD vurderer, at en hurtigere end ventet korrektion på boligmarkedet kan føre til sporadisk misligholdelse af gæld, men at de systemiske risici er begrænsede.

Hvis risici fra kreditgivning og boligmarkedet materialiserer sig, og de negative effekter spredes til resten af økonomien, er der risiko for, at Kinas vækst vil falde hurtigere og kraftigere.

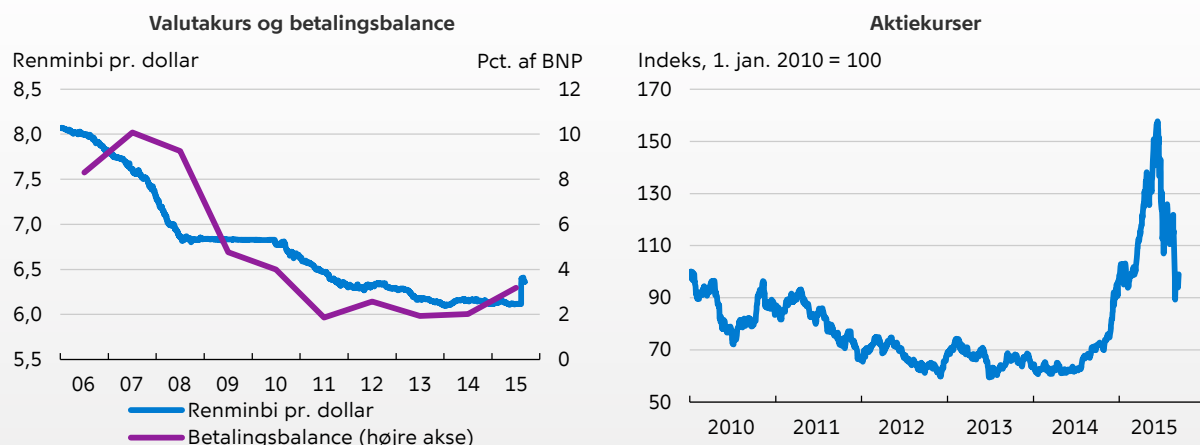
Som et led i den igangværende reformproces annoncerede den kinesiske centralbank den 11. august, at valutakurspolitikken blev ændret, så man bruger en ny metode til at bestemme centralkursen for kinesiske renminbi over for dollar.¹ Centralkursen bliver nu sat med udgangspunkt i lukkekursen på markedet dagen før, og dermed får renminbien i højere grad lov til at flyde frit over for dollar. Ændringen medførte, at centralkursen over for dollar blev svækket med 5 pct. i de efterfølgende dage, jf. figur 6 (venstre).

Over de seneste ti år er renminbi apprecieret med lidt under 25 pct. over for dollar, og den nominelle effektive valutakurs er steget med lidt

1 Den kinesiske renminbi styres ved, at den kinesiske centralbank hver dag sætter en centralkurs over for dollar. Valutaen kan svinge inden for et bånd på +/- 2 pct. omkring centralkursen.

Kinas valutakurs, betalingsbalance og aktiekurser

Figur 6



Anm.: Venstre figur: Data for betalingsbalancen i 2015 er skøn. Højre figur: Der er vist Shanghai Stock Exchange, Composite Index.
Kilde: Macrobond og IMF.

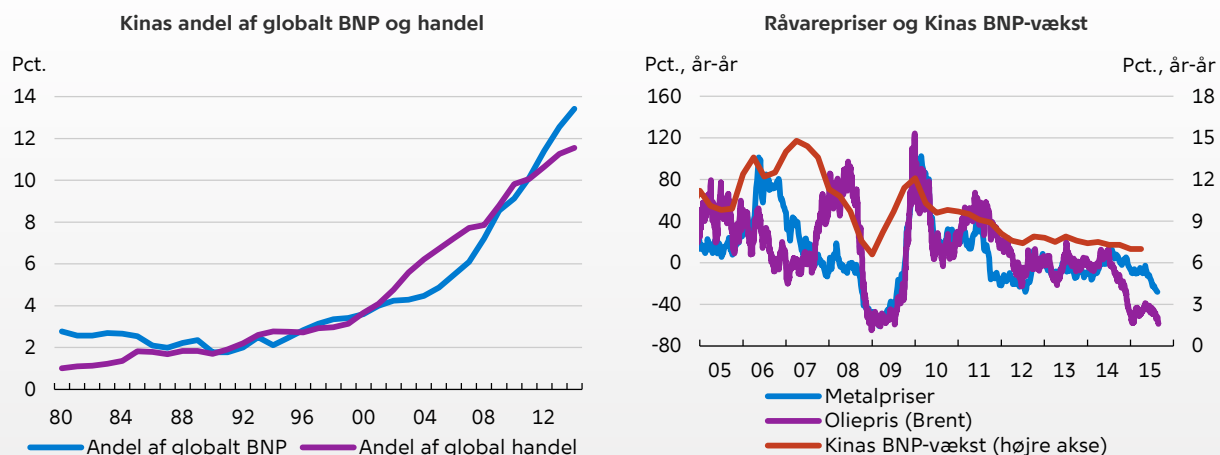
over 40 pct. Det har medvirket til, at Kinas betalingsbalanceoverskud er faldet siden 2007 til 2 pct. af BNP i 2014.

I juni, juli og august var de kinesiske aktiemarkeder ramt af uro med store fald i aktiekurserne, jf. figur 6 (højre). Kurserne var ellers steget kraftigt siden midten af 2014, bl.a. fordi de kinesiske myndigheder i 2014 og begyndelsen af 2015 gennemførte nogle finansielle liberaliseringer. Myndighederne iværksatte i juli og august en række foranstaltninger for at understøtte aktiemarkedet,

bl.a. oprettede de en statslig stabiliseringsfond til at opkøbe aktier, og pensionsfondene fik tilladelse til at investere op mod 30 pct. af deres indre værdi i aktier. Herudover blev handel med visse aktier suspenderet. I juni og august nedsatte den kinesiske centralbank endvidere de pengepolitiske renter. IMF vurderede i juli, at uroen kun vil få en begrænset effekt på realøkonomien, bl.a. fordi kun knap 10 pct. af husholdningerne ejer aktier, og fordi finansielle aktiver kun udgør en lille andel af husholdningernes formue.

Kinas andel af globalt BNP og handel og udviklingen i udvalgte råvarepriser

Figur 7



Anm.: Venstre figur: Handel er samlet import og eksport af varer.
Kilde: IMF og Macrobond.

Kinas betydning i den globale økonomi er steget markant over de seneste årtier, ikke mindst efter at landet blev medlem af World Trade Organization, WTO, i 2001. Kinas andel af globalt BNP i markedspriser vurderes at være 13 pct. i 2014 mod ca. 2 pct. i 1980'erne og 1990'erne, jf. figur 7 (venstre). Kinas andel af den globale handel er steget tilsvarende, og landet er i dag en vigtig handelspartner for mange lande. For EU er Kina det næststørste eksportmarked (kun overgået af USA) med en eksportandel på lidt under 10 pct.

I kraft af Kinas økonomiske betydning og rolle som vigtig handelspartner påvirker nedgangen i væksten den globale økonomi på flere områder. Mange landes, især vækstøkonomiernes, eksportudsigter er svækkede, og det påvirker deres økonomiske vækst. Samtidig har den lavere vækst reduceret den globale efterspørgsel efter råvarer og bidraget til, at råvarepriserne er faldet, jf. figur 7 (højre). De lavere råvarepriser giver et tab for de råvareproducerende lande, mens de er en gevinst for forbrugerne, herunder de avancerede økonomier, der får forbedret bytteforhold og højere disponible realindkomster.

GRÆKENLAND

Grækenland indgik i august en aftale med euro-landene om et låneprogram fra European Stability Mechanism, ESM, på op til 86 mia. euro, som løber over tre år. Det indeholder krav om en række reformer, som skal bidrage til at genoprette den

finanspolitiske holdbarhed, sikre finansiel stabilitet, fremme vækst, konkurrenceevne og investeringer og reformere den offentlige administration.

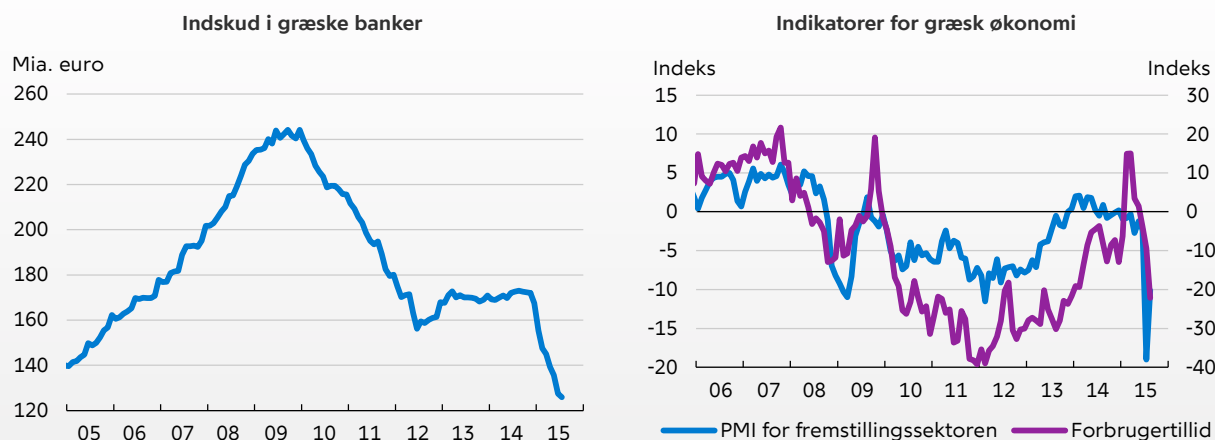
Programmet blev vedtaget, efter at der i flere måneder havde været stor usikkerhed om den græske økonomiske situation. Usikkerheden kom bl.a. til udtryk ved, at renten på græske statsobligationer steg, og indskuddet i de græske banker faldt, jf. figur 8 (venstre), og kulminerede med, at der i slutningen af juni blev udskrevet folkeafstemning. Herefter blev de græske banker lukket frem til 20. juli, og der blev indført kapitalrestriktioner, som siden delvis er blevet ophævet igen eller lempet.

Usikkerheden har i høj grad påvirket den græske økonomi. Europa-Kommissionen skønnede den 10. juli, at væksten vil være på mellem -2 og -4 pct. i 2015 sammenlignet med et skøn på 0,5 pct. i prognosen fra maj. I juli faldt PMI-indikatoren for fremstillingssektoren til et meget lavt niveau, og den lå stadig lavt i august om end lidt højere, jf. figur 8 (højre). Forbrugertilliden er endvidere faldet kraftigt siden begyndelsen af året.

IMF har opjusteret skønnet for Grækenlands offentlige gæld, efter at den økonomiske og finansielle situation blev forværret i slutningen af juni og begyndelsen af juli. Den offentlige gæld ventes nu først at toppe i 2016 eller 2017 på ca. 200 pct. af BNP, hvor den i slutningen af juni blev vurderet til at være toppet på ca. 180 pct. af BNP i 2014, jf. figur 9 (venstre). IMF vurderer, at der er behov for at restrukturere gælden for, at den bliver holdbar,

Indskud i græske banker og indikatorer for græsk økonomi

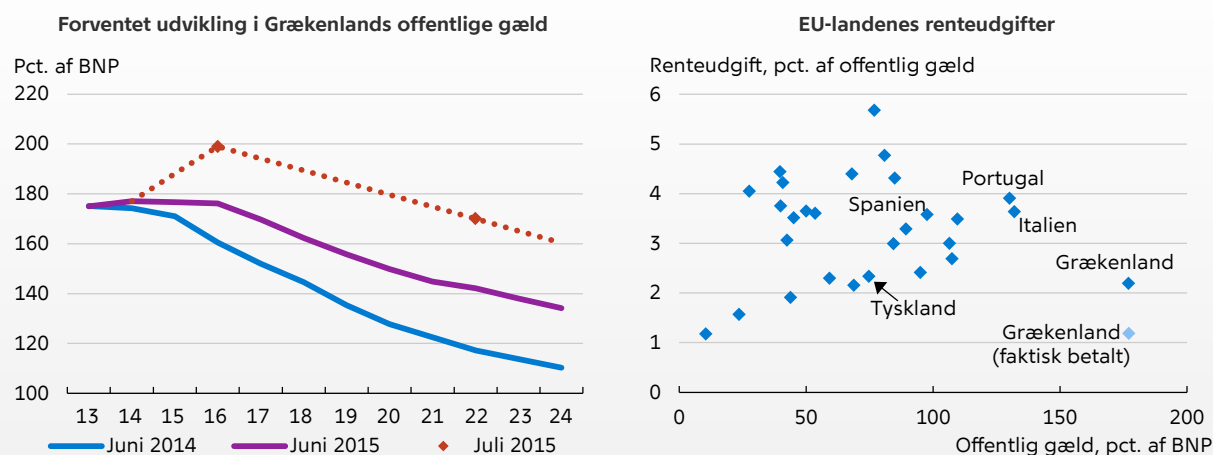
Figur 8



Anm.: Højre figur: Afvigelse fra middelværdien i perioden januar 2000 til august 2015.
Kilde: ECB, Thomson Reuters Datastream og egne beregninger.

Grækenlands offentlige gæld og EU-landenes renteudgifter

Figur 9



Anm.: Venstre figur: IMF har kun angivet det forventede gældsniveau i 2016/17 og 2022 i sin analyse af gældens holdbarhed fra juli. Den stiplede linje er en lige linje mellem punkterne. Højre figur: Data er for 2014 og ekskl. renteindtægter og betalinger i swaps. Grækenland (faktisk betalt) angiver skøn for Grækenlands renteudgifter, når der er taget højde for, at nogle af rentebetalingerne er udskudt, og at Grækenland får tilbageført rentebetalingerne på ECB's og eurolandenes centralbankers beholdning af græske statsobligationer.

Kilde: IMF, Europa-Kommissionen, Bruegel, European Stability Mechanism, European Financial Stability Facility og egne beregninger.

hvilket er en forudsætning for et nyt lån fra IMF. Eurolandene har erklæret sig villige til at overveje at restrukturere Grækenlands gæld ved fx at udskyde tilbagebetalinger. Men de har slået fast, at den pålydende værdi af gælden skal fastholdes. Eurolandene vil dog først tage stilling til, hvordan en eventuel gældslettelse skal udformes, når første programgennemgang, som ventes at finde sted i oktober, er godkendt. Derefter vil IMF tage stilling til, om der skal vedtages et nyt IMF-program til Grækenland.

Selv om Grækenlands offentlige gæld er meget høj, er renteudgifterne lave, jf. figur 9 (højre). Kun Estland, Luxembourg, Sverige og Holland havde i 2014 lavere renteudgifter end Grækenland (målt i procent af offentlig gæld). Grækenlands lave renteudgifter skyldes, at de internationale officielle långivere har ydet stor støtte til landet ved at give lån på meget favorable vilkår. De faktiske rentebetalinger er endnu lavere, bl.a. fordi nogle af betalingerne er udskudt. Grækenland har derfor relativt få omkostninger ved den høje gæld, og nettonutidsværdien af gælden er kun lidt over 90 pct. af BNP.² De lave renter gør desuden, at det er begrænset, hvor meget gælden stiger.

FINANSPOLITIK

I både euroområdet under ét og EU ventes finanspolitikken at være omtrent neutral i 2015 og 2016 (målt ved ændringen i den strukturelle saldo), jf. figur 10 (venstre), efter flere år med nødvendige stramninger, som har påvirket efterspørgslen. Et flertal af EU-landene planlægger dog at fortsætte med at konsolidere de offentlige finanser i de kommende år, men der er store forskelle mellem landene.

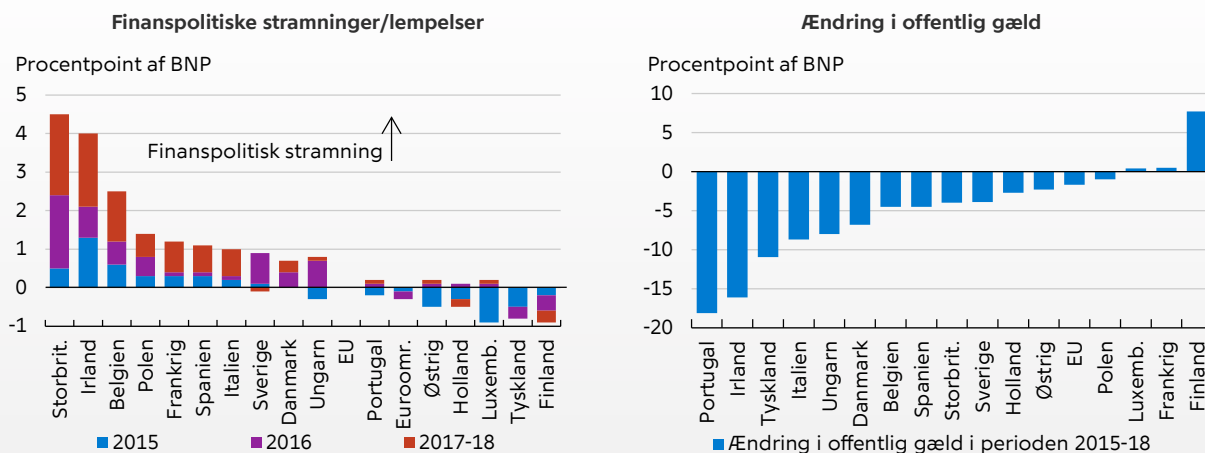
Den fortsatte konsolidering skal bl.a. ses i lyset af, at underskuddene stadig er store i flere lande, og at den offentlige gæld generelt er høj. I EU som helhed udgjorde den offentlige gæld lidt under 90 pct. af BNP i 2014. I langt de fleste EU-lande er den offentlige gæld dog toppet eller forventes at toppe i 2015, og gældskvoten vil således blive reduceret i de kommende år, jf. figur 10 (højre). Både primære overskud, inflation og vækst i BNP vil bidrage til at reducere gældskvoten.

Malta og Polen fik i forbindelse med Ecofin-Rådets møde i juni ophævet deres henstillinger om at bringe deres offentlige underskud ned under 3 pct. af BNP inden en given frist. For Polens vedkommende var det et år før fristen. Storbritannien

² Centre for Economic Policy Research, CEPR, har i juli beregnet nettonutidsværdien af Grækenlands offentlige gæld til 93 pct. af BNP.

Finanspolitik og offentlig gæld i udvalgte EU-lande

Figur 10



Anm.: Data for Danmark er fra Økonomisk Redegørelse, august 2015 og Danmarks Konvergensprogram 2015. Data for EU og euroområdet (Euroomr.) er fra Europa-Kommissionens prognose fra maj 2015, som kun har skøn til og med 2016. Venstre figur: Ændring i den strukturelle saldo i forhold til året før. Der er anvendt Kommissionens beregning af den strukturelle saldo på baggrund af oplysningerne i stabilitets- og konvergensprogrammerne fra 2015. Højre figur: Ændring i offentlig gæld fra 2014 til 2018.

Kilde: Europa-Kommissionen, Finansministeriet, Økonomisk Redegørelse, august 2015 og Regeringen, Konvergensprogram Danmark, marts 2015.

fik ved samme lejlighed en ny henstilling. Dermed er der aktuelt ni EU-lande i proceduren for uforholdsmæssigt store underskud, hvoraf to – Grækenland og Cypern – har låneprogrammer.

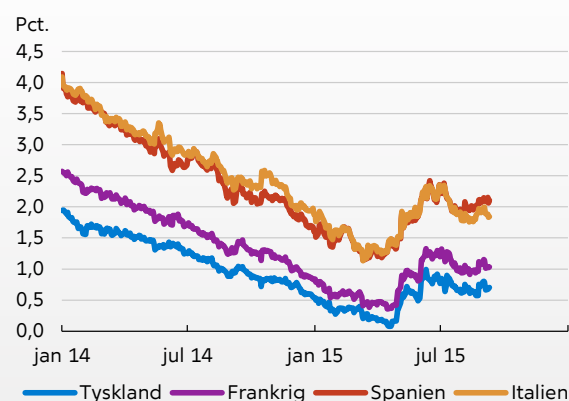
I USA strammes finanspolitikken i 2015 (målt ved ændringen i den strukturelle saldo), men konsolideringen sker ikke så hurtigt som tidligere. I 2016 ventes finanspolitikken at være omtrent neutral. Kongressen skal inden udgangen af september, hvor det nye finansår begynder, vedtage en ny budgetlov for at undgå, at dele af den offentlige sektor lukker ned, som det var tilfældet i efteråret 2013. I slutningen af året skal Kongressen endvidere vedtage en ny forhøjelse af loftet for USA's føderale bruttogæld. Loftet på 18.113 mia. dollar (lidt over 100 pct. af BNP) blev nået i marts 2015, men det amerikanske finansministerium har hidtil kunnet finansiere de føderale udgifter via ekstraordinære tiltag og højere skatteindtægter end ventet.

FINANSIELLE FORHOLD

Renterne på 10-årige statsobligationer er faldet hen over sommeren og frem til begyndelsen af september, jf. figur 11. Dermed er rentestigningerne fra april til midten af juni delvist reverseret. Udviklingen afspejler bl.a., at inflationsforventningerne er faldet lidt. Rentespændene mellem Tyskland

Rente på 10-årige statsobligationer i udvalgte eurolande

Figur 11



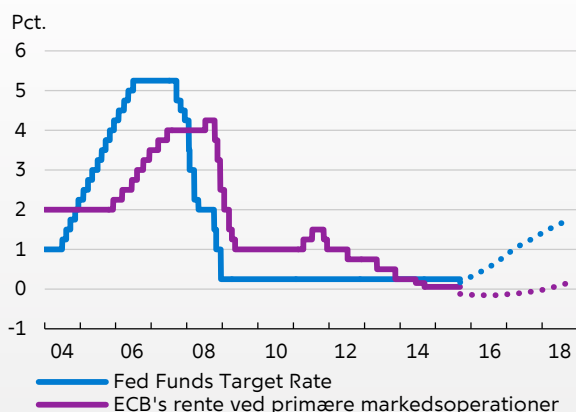
Kilde: Thomson Reuters Datastream.

og de sydeuropæiske eurolande blev udvidet en smule, da det i slutningen af juni og begyndelsen af juli var usikkert, hvordan situationen i Grækenland udviklede sig. Spændene blev dog indsnævret igen, efter at der i midten af juli blev indgået en aftale om at indlede forhandlinger om et nyt låneprogram.

De europæiske aktiemarkeder var også påvirkede af situationen i Grækenland og faldt med 13 pct. fra april frem til primo juli. De globale

Markedsforventninger til de pengepolitiske renter i USA og euroområdet

Figur 12



Anm.: Forwardrenterne i USA er beregnet ud fra Fed Funds Futures. Forwardrenterne i euroområdet er beregnet ud fra Eonia-swap-rentekurven.

Kilde: Macrobond, Nordea Analytics og egne beregninger.

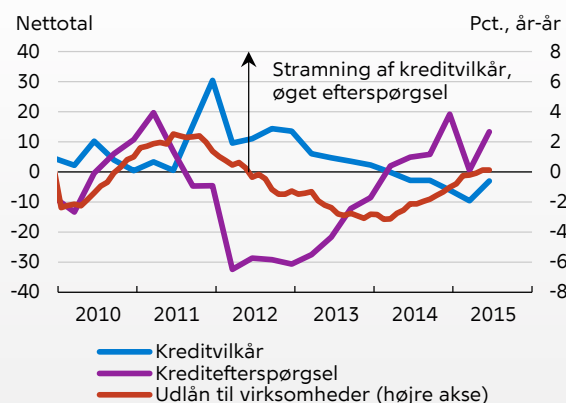
aktiemarkeder blev endvidere ramt af uro i august efter stigende bekymringer for Kinas vækstudsigter. I euroområdet faldt aktiekurserne med 15 pct. i midten af august. Samlet set er aktiekurserne i euroområdet dog steget med 7 pct. fra årsskiftet og frem til begyndelsen af september, mens de i USA er faldet med 6 pct.

Federal Reserve holdt renten uændret i forbindelse med det seneste møde i FOMC 29. juli. FOMC vurderede dog, at situationen på arbejdsmarkedet var forbedret. Baseret på forwardrenterne venter markedsdeltagerne aktuelt, at den pengepolitiske rente vil blive forhøjet inden udgangen af året, jf. figur 12. I Storbritannien venter markedsdeltagerne, at de pengepolitiske renter bliver forhøjet primo 2016, mens de i euroområdet ifølge de implicite markedsforventninger først ventes sat op i 2018.

Den årlige vækst i bankernes udlån til virksomhederne i euroområdet var svagt positiv i maj og juni efter at have været negativ siden midten af 2012, jf. figur 13. Det afspejler bl.a., at kreditvilkårene i euroområdet er blevet lempet siden begyndelsen af 2014, og at virksomhedernes efterspørgsel efter kredit er steget, jf. Den Europæiske Centralbanks, ECB's, udlånsundersøgelse fra juli. Stigningen i kreditefterspørgslen skyldes især, at renteniveauet generelt er lavt, og at investeringerne er steget. Udviklingen er – ifølge både ECB og

Kreditvilkår og -efterspørgsel samt udlånsvækst i euroområdet

Figur 13



Anm.: Kreditvilkår og -efterspørgsel er fra ECB's udlånsundersøgelse. Vækst i bankernes samlede udlån (justeret for salg og securitisering) til ikke-finansielle virksomheder.

Kilde: Thomson Reuters Datastream.

bankerne – bl.a. en konsekvens af ECB's pengepolitiske tiltag.

Sveriges Riksbank satte den pengepolitiske rente, reporenten, ned til -0,35 pct. i begyndelsen af juli. Det var den tredje rentenedsættelse i år. Samtidig udvidede den opkøbet af statsobligationer med 45 mia. svenske kroner til i alt 125-135 mia. (lidt over 3 pct. af BNP). Riksbanken begrundede beslutningen om at lempe pengepolitikken yderligere med, at der var behov for at modvirke effekterne af en styrket valutakurs på inflationen. Den årlige stigningstakt i det svenske forbrugerprisindeks faldt til -0,2 pct. i august fra -0,1 pct. i juli.

I slutningen af juni besluttede det svenske finanstilsyn, Finansinspektionen, at forhøje den modcykliske kapitalbuffer for Sverige til 1,5 pct. med virkning fra 27. juni 2016. Finansinspektionen begrundede beslutningen med, at de systemiske risici relateret til finansielle ubalancer var steget.

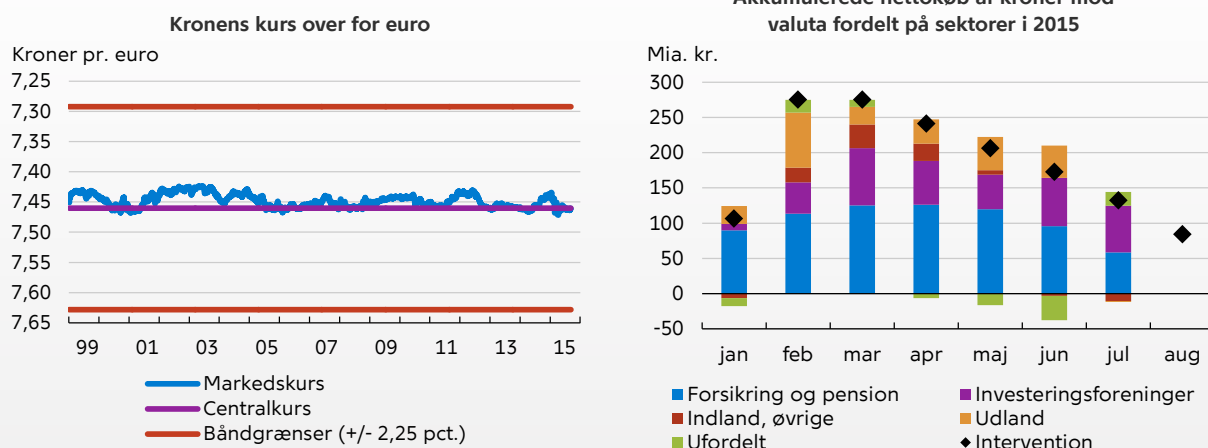
PENGE- OG VALUTAFORHOLD

PENGE- OG VALUTAMARKEDET

Kronen har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen på et niveau meget tæt på centralkursen i ERM2, jf. figur 14 (venstre). Nettokøbene af kroner, der var betydelige i årets første måneder –

Kronens kurs over for euro og nettokøb af kroner mod valuta fordelt på sektorer

Figur 14



Anm.: Venstre figur: Kronekursen er vist på omvendt skala. Seneste observation er 9. september 2015. Højre figur: "Ufordelt" indeholder bl.a. MFI'ernes køb og salg af valuta. Desuden indeholder den statens transaktioner i valuta. Interventioner er Nationalbankens nettointerventionskøb af valuta.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

som følge af, at schweizerfrancens minimumskurs over for euro blev fjernet, og at ECB annoncerede en udvidelse af sit opkøbsprogram – ophørte i marts og vendte i april til nettosalg. Således har der i de seneste måneder været en udstrømning af valuta. I begyndelsen af året var købene især drevet af forsikringselskaber og pensionskasser samt udenlandske investorer. Generelt har de sektorer, der købte kroner i årets første måneder, solgt kroner i de følgende måneder. Tallene for kronekøbene i juli indikerer, at de udenlandske

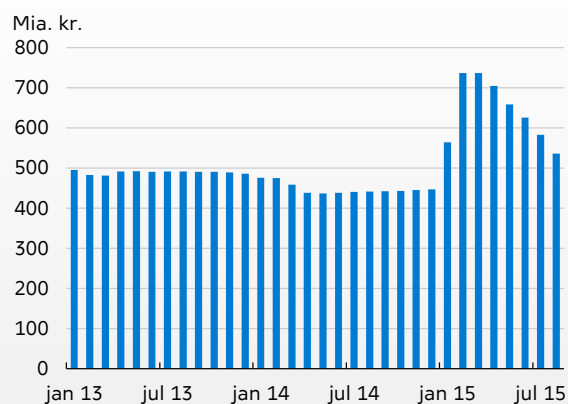
investorer under ét er tilbage på omtrent samme position som ved årsskiftet, jf. figur 14 (højre).

For at stabilisere kronekursen solgte Nationalbanken netto valuta for 122 mia. kr. i juni, juli og august i forbindelse med interventioner. Det samlede interventionssalg i de seneste fem måneder udgjorde dermed 191 mia. kr. Det modsvarer mere end to tredjedele af Nationalbankens valutakøb i årets første måneder. Valutareseven udgjorde ved udgangen af august 536 mia. kr., jf. figur 15.

I begyndelsen af året tog Nationalbanken en række væsentlige pengepolitiske skridt i forbindelse med den kraftige valutaendring. Nationalbanken annoncerede 26. august, at der med baggrund i de seneste måneders betydelige interventionssalg ikke længere var behov for de tiltag. Efter indstilling fra Nationalbanken genoptager Finansministeriet dermed statsobligationsudstedelserne fra oktober 2015, og pr. 28. august 2015 reducerede Nationalbanken foliorammen, dvs. den samlede ramme for de pengepolitiske modparters folioindestående, fra 174 til 63 mia. kr. Den samlede folioramme er fordelt på individuelle foliorammer for de enkelte pengepolitiske modparters. Ved udgangen af det pengepolitiske døgn må det samlede folioindestående ikke overstige den samlede folioramme. Først hvis den overskrides, er de individuelle rammer bindende.

Nationalbankens valutareserve

Figur 15



Anm.: Seneste observation er august 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Størrelsen af de individuelle rammer bestemmes af modparternes størrelse og behov for betalingsafvikling. Det måles på baggrund af deres indlån. Derudover kan modparterne få et tillæg til rammen baseret på deres aktivitet i pengemarkedet, da det bidrager til en smidig likviditetsudveksling og dermed et velfungerende pengemarked. Pengemarkedsaktiviteten vurderes på baggrund af indberetning til Nationalbanken om dag til dag-udlån i pengemarkedet.

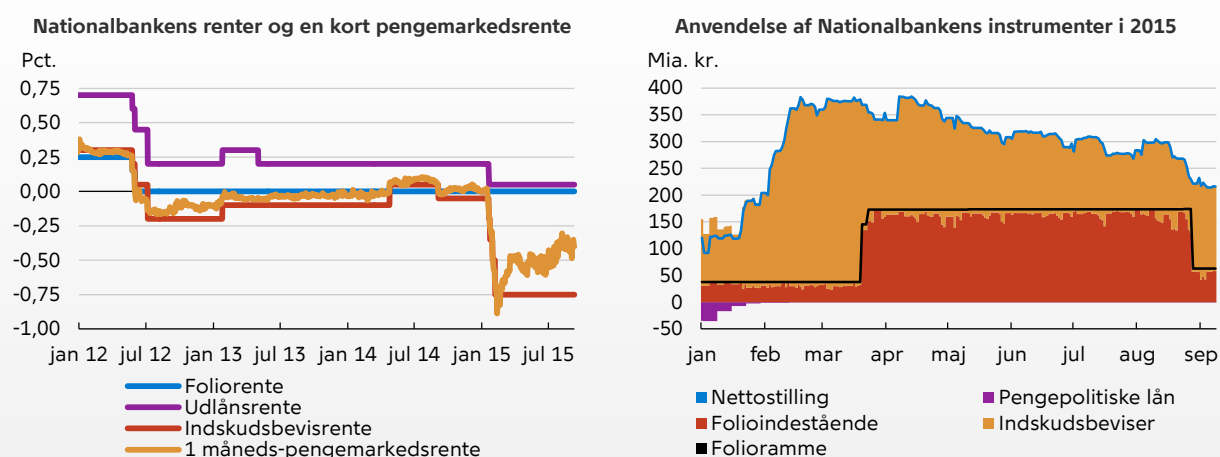
Efter at have været stort set uændrede fra medio marts til udgangen af juni steg de korte pengemarkedsrenter svagt i juli og den første halvdel af august, jf. figur 16 (venstre). Dermed blev rentespændet mellem Danmark og euroområdet indsnævret yderligere, så 1 månedsspændet var -0,2 procentpoint i begyndelsen af september mod -0,8 procentpoint medio februar 2015. 1 måneds Cita-swaprenten var i begyndelsen af september -0,4 pct. Den har været lidt højere end indskudsbevisrenten, siden det opadgående pres på kronen aftog i den sidste del af februar. Det er afgørende, at de pengepolitiske modparter placering i indskudsbeviser er tilstrækkelig til at sikre, at Nationalbankens indskudsbevisrente er bestemmende for det generelle renteniveau på penge- og kapitalmarkederne. Reduktionen af foliorammerne i slutningen af august sikrer, at det fortsat er tilfældet.

Nettostillingen, der er modparternes samlede nettomellemværender i kroner med Nationalbanken i pengepolitisk øjemed, steg – især som følge af interventionskøb af valuta – med 240 mia. kr. i januar og februar til 360 mia. kr. Siden er nettostillingen, drevet af valutaudstrømning og interventionsalg af valuta, reduceret og var i begyndelsen af september 217 mia. kr., jf. figur 16 (højre). Da Nationalbankens indskudsbevisrente er betydeligt lavere end renten på folioindestående, giver det alt andet lige de pengepolitiske modparter et incitament til at placere likviditet på foliokonti frem for i indskudsbeviser. Foliorammen er blevet overskredet 38 gange siden 20. januar, hvor rentespændet blev udvidet første gang i år. Nationalbanken har dermed konverteret folioindestående til indskudsbeviser oftere end i de foregående år.

Markedsdeltagernes forventning til de fremtidige korte pengemarkedsrenter kan udledes fra de aktuelle renter med længere løbetider. I forventningerne udledt 9. september ligger den danske dag til dag-rente lidt højere godt et år frem i tid og herefter lidt lavere end i de tilsvarende forventninger udledt medio juni, jf. figur 17 (venstre). Det svarer til, at de korte renter steg lidt og de lange faldt i perioden. Førstnævnte kan afspejle, at markedsforventningerne til en pengepolitisk renteforhøjelse i Danmark rykkede tættere på. Markedsdeltagerne forventede i sep-

Nationalbankens renter og anvendelse af de pengepolitiske instrumenter

Figur 16



Anm.: Venstre figur: Pengemarkedsrenten er en 1 måneds-Cita-swaprente. Seneste observation er 9. september 2015. Højre figur: Nettostillingen betegner de pengepolitiske modparter samlet nettomellemværende i kroner med Nationalbanken i pengepolitisk øjemed. Den er defineret som modparternes beholdning af indskudsbeviser og indskud på folio fratrukket de pengepolitiske lån. Seneste observation er 8. september 2015.

Kilde: Thomson Reuters Datastream og Danmarks Nationalbank.

tember fortsat, at renten først bliver positiv om halvandet års tid. Forventningerne til den europæiske dag til dag-pengemarkedsrente er faldet de seneste måneder. Således forventer markedsdeltagerne, at det korte rentespænd mellem Danmark og euroområdet bliver indsnævret lidt

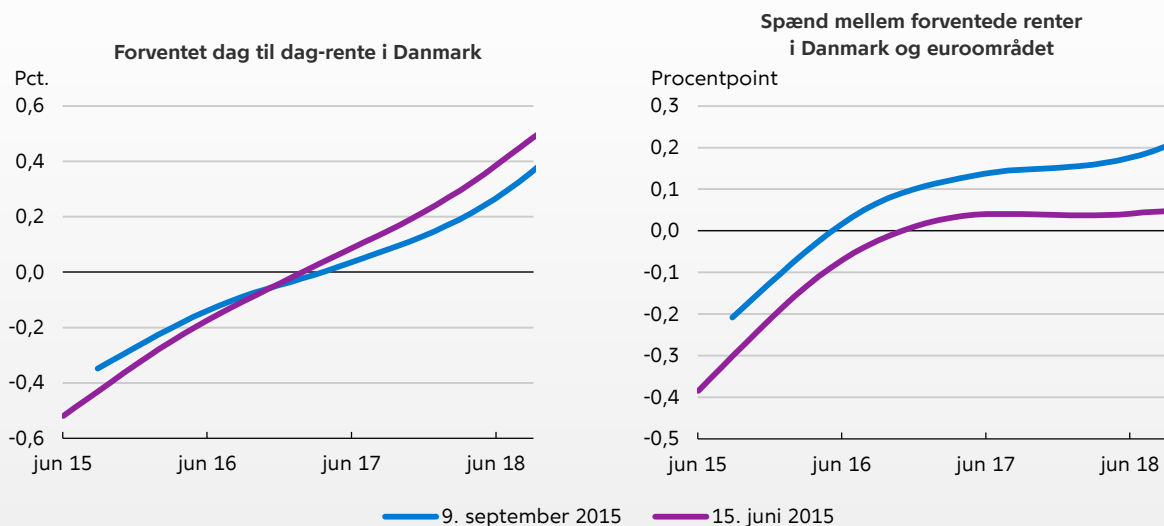
hurtigere og bliver positivt om mindre end et år, jf. figur 17 (højre).

UDVIKLINGEN PÅ KAPITALMARKEDET

Det seneste halve år har været præget af markante udsving i de danske statsobligationsren-

Markedets forventninger til pengemarkedsrenterne og til spændet mellem Danmark og euroområdet

Figur 17

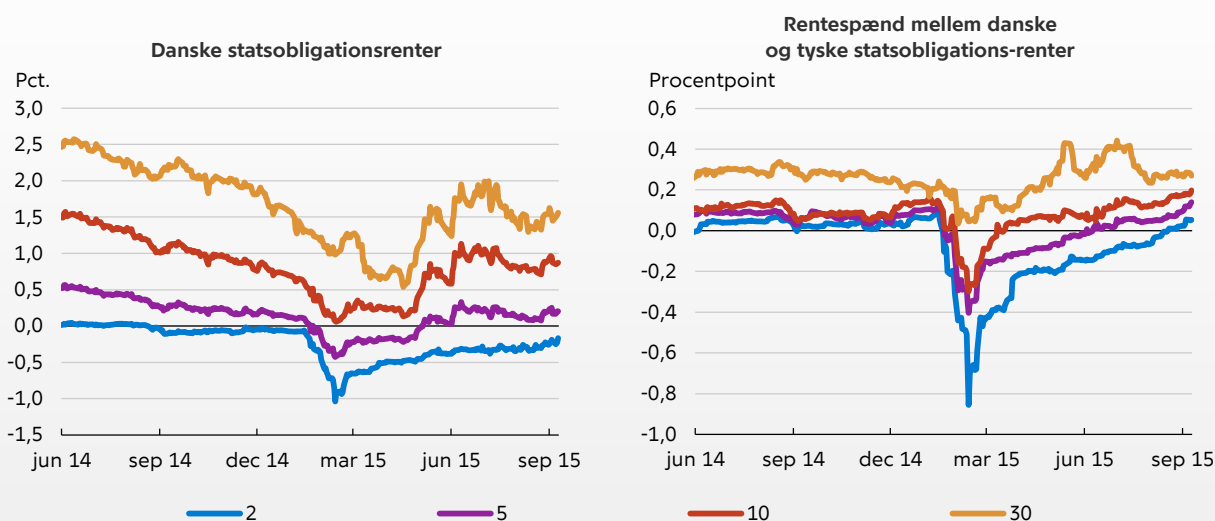


Anm.: Kurverne er forwardrenter baseret på henholdsvis Cita- og Eonia-renteswaps. En forwardkurve angiver, hvad dag til dag-renten på et givet tidspunkt i fremtiden forventes at være, når man ser bort fra eventuelle risikopræmier.

Kilde: Scanrate Rio.

Danske statsobligationsrenter fordelt på løbetiderne 2, 5, 10 og 30 år samt spændet mellem tilsvarende danske og tyske renter

Figur 18



Anm.: Nulkupon- og parrenter, dvs. beregnede renter, hvor løbetiden er præcis 2, 5, 10 og 30 år. Seneste observation er 9. september 2015.

Kilde: Scanrate Rio og Nordea Analytics.

ter. Siden slutningen af april har hovedsageligt renterne på obligationer med længere løbetider fluktueret, jf. figur 18 (venstre). Oven på de kraftige rentestigninger fra medio april til udgangen af juni er de længere renter faldet noget tilbage. Det afspejler til dels udviklingen i de tilsvarende tyske renter, der i begyndelsen af juli var påvirket af usikkerheden om udviklingen i Grækenland, og sidenhen faldet i de langsigtede inflationsforventninger, jf. afsnittet om international økonomi og finansielle markeder.

De 2- til 10-årige rentespænd mellem Danmark og Tyskland, der blev betydeligt negative i begyndelsen af året som følge af Nationalbankens rentenedsættelser og udstedelsesstoppet for statsobligationer, er gradvist steget. Det 5- og 10-årige spænd var i begyndelsen af september tilbage på henholdsvis 0,1 og 0,2 procentpoint ca. svarende til niveauerne ved årsskiftet, jf. figur 18 (højre).

Ved auktioner over skatkammerbeviser fra slutningen af juni til ultimo august var de tildelte mængder fortsat forholdsvis lave. Skæringsrenten på papiret med udløb i december 2015 steg en smule og var ultimo august -0,5 pct.

Genoptagelsen af statsobligationsudstedelser følger en strategi, hvor sigtepunktet for det samlede salg af statsobligationer i resten af 2015 og i

2016 er 100 mia. kr. Det svarer til en gennemsnitlig udstedelse på omkring 3,5 mia. kr. pr. auktion, hvilket er på niveau med de foregående år. Den første auktion afholdes 7. oktober 2015.

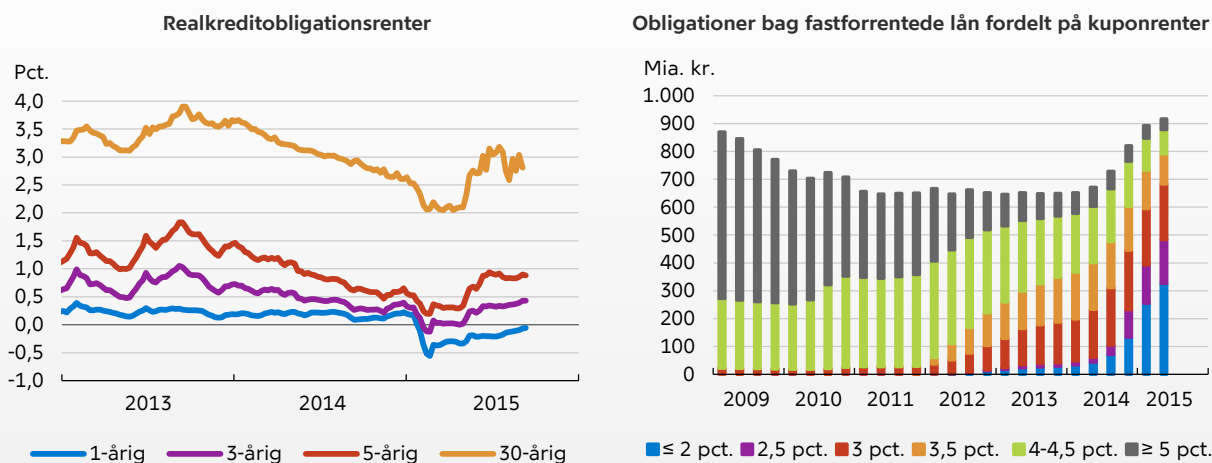
De lange renter på realkreditobligationer har de seneste måneder stort set fulgt udviklingen i renterne på danske statsobligationer, jf. figur 19 (venstre). Renterne på de lange konverterbare realkreditobligationer steg markant fra slutningen af april. Den 30-årige rente steg omtrent 1 procentpoint på lidt under tre måneder. Siden er renten faldet lidt tilbage.

Udsvingene har været noget mindre for realkreditobligationer med kortere løbetid. Renten på de helt korte, 1-årige, obligationer bag rentetilpasningslån har været støt stigende siden slutningen af februar, men var stadig svagt negativ i begyndelsen af september. Renterne på obligationer bag især de 5-årige rentetilpasningslån er steget mere end de tilsvarende statsobligationsrenter, hvorved spændet er øget betragteligt.

Realkreditinstitutterne afholdt rentetilpasningsauktioner fra medio august til begyndelsen af september. På linje med de seneste auktioner blev der igen udbudt færre af især de 1-årige obligationer. Det var på trods af, at renteforskellen til de 3- og 5-årige obligationer var steget henholdsvis

Realkreditobligationsrenter og kuponfordelingen på obligationer bag fastforrentede realkreditlån

Figur 19



Anm.: Venstre figur: Den 1-, 3- og 5-årige rente er baseret på obligationer bag rentetilpasningslån. Den 30-årige rente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på fastforrentede konverterbare realkreditobligationer. Ugentlige data. Seneste observation for de korte renter er uge 37 2015 og for den lange rente uge 36 2015. Højre figur: Nominel værdi af ikke-indekserede realkreditobligationer bag fastforrentede lån ultimo kvartalet. I opgørelsen kan den samlede udestående værdi ved lånekonvertering blive overvurderet lidt, fordi man ikke kan tage højde for de førtidige indfrielse til terminen i juli.

Kilde: Nordea Analytics, Realkreditrådet og Danmarks Nationalbank.

0,4 og 0,6 procentpoint i månederne forinden. Den generelt lave refinansierungsgrad for 1- til 5-årige rentetilpasningsobligationer afspejlede formentlig, at variabelt forrentede lån fx knyttet til Cita-swaprenten stadig vinder frem, og at konverteringerne til fastforrentede lån var ekstraordinært store i årets første terminer. Påvirket af rentestigningerne fra april til juni var konverteringsomfanget ved oktoberterminen kun ca. 10 mia. kr. mod 85-102 mia. kr. ved hver af de tre foregående terminer i 2015.

Konverteringerne i begyndelsen af året medførte, at kuponrenterne på de fastforrentede obligationer er blevet markant lavere, jf. figur 19 (højre). Obligationer med kuponrente på 2,5 pct. eller derunder udgjorde ved udgangen af 2. kvartal 2014 9 pct. af den samlede udestående mængde af lange obligationer. Et år senere var andelen steget til 53 pct. Andelen af afdragsfrie lån, der ellers har været nogenlunde stabil omkring 55 pct. over de seneste år, er faldet et par procentpoint siden årsskiftet. Det er de fastforrentede lån, der i stigende grad bliver afdraget på.

UDLÅN, INDLÅN OG DETAILRENTER

Pengeinstitutternes ud- og indlånsrenter over for husholdninger og erhverv er i de seneste

måneder fortsat med at falde. Renten på udestående udlån faldt således med 0,3 procentpoint fra ultimo marts til udgangen af juli, hvor den for erhverv var 3,3 pct. og for husholdninger 4,7 pct.

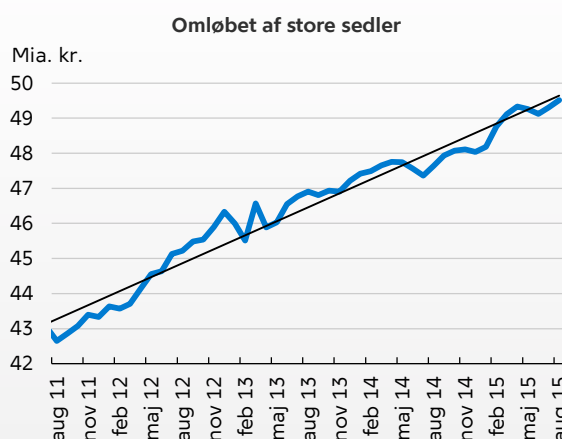
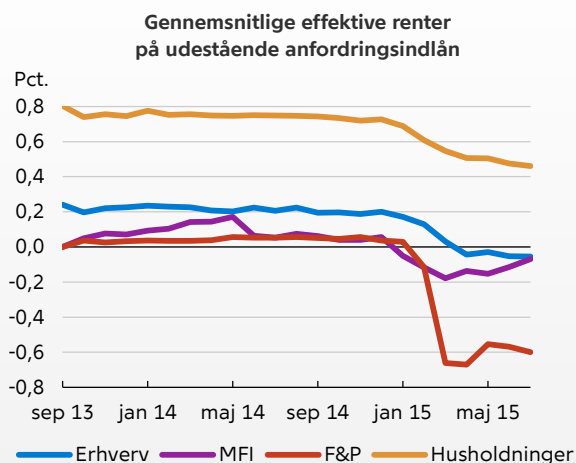
Pengeinstitutternes indlånsrenter faldt omkring 0,1 procentpoint over for begge sektorer. Det blev især drevet af et fald i renten på anfordringsindlån. Det er stadig hovedsageligt indlån på penge-markedslignende vilkår, dvs. fra monetære finansielle institutioner (MFI'er) og forsikringselskaber og pensionskasser (F&P'er), der bliver forrentet negativt, jf. figur 20 (venstre). Renten på indlån fra disse sektorer har også fulgt pengemarkedsrenterne og er steget lidt over de senere måneder.

Seddel- og møntomløbet er steget knap 3 pct. siden årsskiftet. Der er ikke tegn på, at de sektorer, hvis indlån forrentes negativt, har øget deres kontantbeholdning i særlig grad. Sammenlignet med trendvæksten er der heller ikke tale om en unormalt stor efterspørgsel efter kontanter, jf. figur 20 (højre).

Penge- og realkreditinstitutternes samlede udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber steg 17 mia. kr. fra marts til juli, jf. figur 21. Det meste af stigningen kan tilskrives realkreditinstitutternes udlån til husholdninger. Omlægningerne af realkreditlån i begyndelsen af året kan have

Pengeinstitutternes renter på anfordringsindlån og omløbet af store sedler

Figur 20



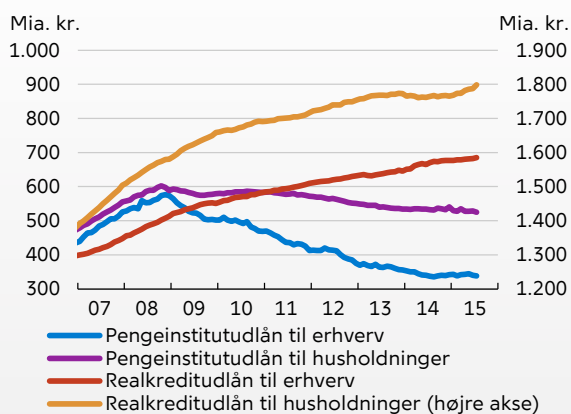
Anm.: Venstre figur: Korrigeres husholdningernes rente for indlånskonti tilknyttet prioritetslignende lån, er renten omkring 0,3 procentpoint lavere. Dertil kommer, at aktionærkonti og andre konti med særlige vilkår også trækker husholdningernes indlånsrenter opad. Langt størstedelen af almindelige lønkonti forrentes med 0 pct. Seneste observation er juli 2015. Højre figur: Sæsonkorregeret omløb af 500- og 1000-kronesedler. Omløbet indeholder både MFI'er og ikke-MFI'ers beholdning. Den sorte streg viser den lineære tendenslinje. Data er måneds ultimo.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

medvirket til at mindske husholdningernes lån i pengeinstitutterne, i det omfang realkreditlånene er blevet forhøjet, og husholdningerne har indfriet prioritetslignende lån.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv

Figur 21



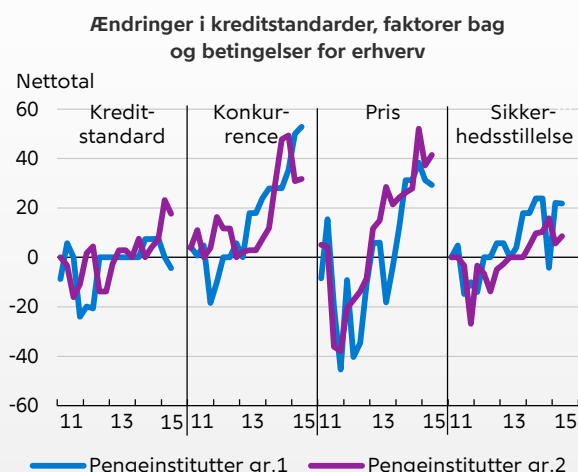
Anm.: Udlånet er opgjort til nominel værdi og er sæsonkorrigeret. Der er korrigeret for bruddet som følge af overgangen til ny MFI-statistik i september 2013. Seneste observation er juli 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

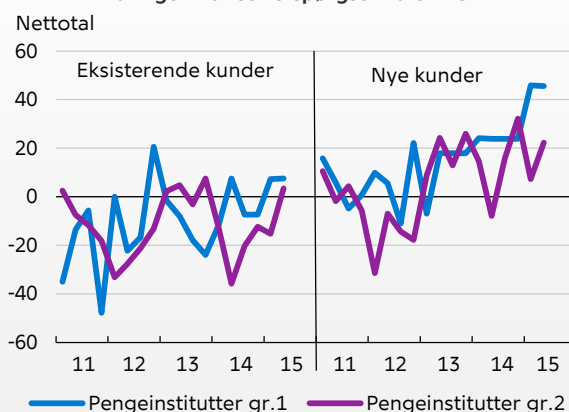
Nationalbankens udlånsundersøgelse for 2. kvartal viser, at de mellemstore pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 2 har lempet kreditstandarden over for erhverv lidt. Sammenlignet med de store pengeinstitutter i gruppe 1 har de mellemstores risikovurdering bidraget til lempelser. Det kan fx dække over positive forventninger til den økonomiske udvikling og forbedrede branchespecifikke udsigter. Både de store og de mellemstore institutter vurderer, at konkurrencen fra andre institutter bidrager til en mere lempelig kreditpolitik. Konkurrencen om erhvervskunderne kommer til udtryk i pengeinstitutternes priser og øvrige vilkår, som fx krav til sikkerhedsstillelse, jf. figur 22 (venstre). Institutterne oplevede også stigende konkurrence om privatkunderne, men det kom i mindre grad til udtryk i priser og vilkår. Låneefterspørgslen fra eksisterende erhvervskunder er stadig afdæmpet, mens efterspørgslen fra nye kunder er steget, jf. figur 22 (højre). Det afspejler formentlig også den øgede konkurrence, hvor kunderne i stigende grad skifter pengeinstitut. Blandt privatkunderne var det både eksisterende og nye kunder, der øgede deres låneefterspørgsel i 2. kvartal.

Ændringer i kreditstandarder, faktorer bag og lånebetingelser for erhverv samt ændringer i låneefterspørgslen

Figur 22



Ændringer i låneefterspørgsel fra erhverv



Anm.: Tallene er fra Nationalbankens udlånsundersøgelser, der er en kvalitativ statistik baseret på spørgeskemabesvarelser fra kreditcheferne i de største penge- og realkreditinstitutter. Nettotallet kan ligge mellem -100 og 100. Et positivt nettotal betyder, at kreditcheferne samlet set, dvs. udlånsvægtet, har angivet lempelser i kreditforholdene i forhold til kvartalet før. Omvendt betyder et negativt nettotal stramminger. Pengeinstitutterne er opdelt i gruppe 1 og 2, der følger Finanstilsynets størrelsesgruppering i 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

INDENLANDSK AKTIVITET

BNP steg ifølge den foreløbige opgørelse med 0,2 pct. i 2. kvartal, når der korrigeres for prisudvikling og sæsonudsving, jf. figur 23 (venstre). Det dækker over tilbagegang i både den samlede efterspørgsel og importen. Særlig eksporten trak ned i efterspørgslen, men også forbruget i både den private og offentlige sektor var lidt mindre end i 1. kvartal. Kun de private investeringer steg i 2. kvartal, jf. tabel 2.

Den svage fremgang i 2. kvartal skal i høj grad ses i lyset af udsving i produktion og eksport omkring marts. Det ændrer ikke grundlæggende ved det generelle konjunkturbillede af, at dansk økonomi er inde i et opsving. BNP lå i 1. halvår 2015 1,7 pct. over samme periode et år tidligere. Stærke stimuli fra lave renter, fald i olieprisen og den effektive kronekurs skubber på efterspørgslen. Samtidig fremstår arbejdsmarkedet fortsat stærkt med stigende beskæftigelse og faldende ledighed.

Der ventes en BNP-vækst på 1,8 pct. i år. Vækstskønnet er nedjusteret fra 2,0 pct., hvilket skyldes et svagt 2. kvartal. De fremadrettede forudsætninger for prognosen er imidlertid uændrede. I 2016 ventes en vækst på 2,1 pct., som i 2017 aftager til 1,8 pct. i takt med, at konjunkturerne normaliseres, og økonomien når sin normale kapacitet.

Produktionsgab, der måler, hvor langt der er til en normal kapacitetssituation, skønnes at være -1,3 pct. af BNP i 2015. Gabet ventes lukket i 2017.

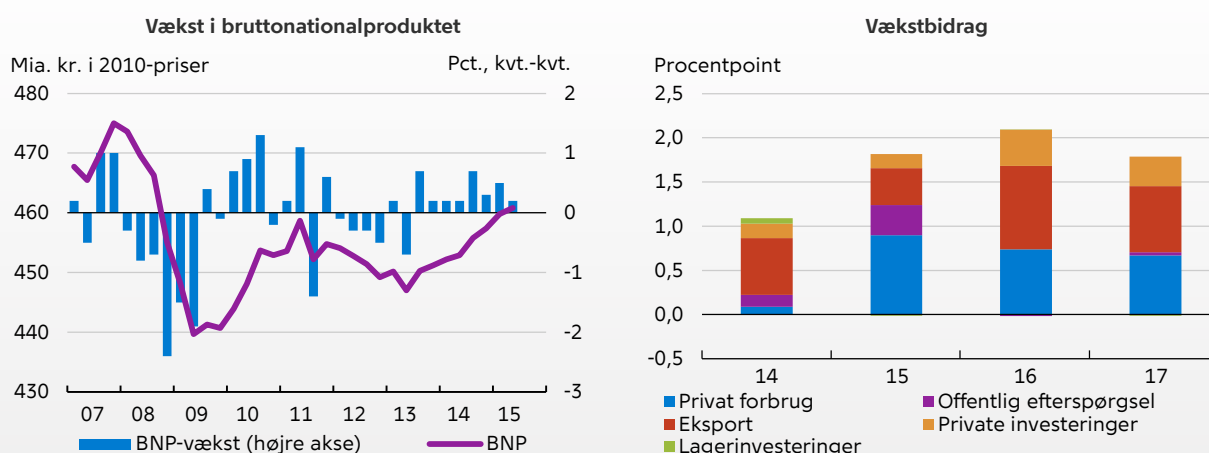
Fremgangen de kommende år bæres især af det private forbrug og eksporten, jf. figur 23 (højre). Også de private investeringer trækker økonomien frem, mens den offentlige sektors forbrug og investeringer tilsammen kun bidrager behersket til væksten. Den stigende produktion ventes at medføre en forøgelse i beskæftigelsen på 97.000 personer og en reduktion i bruttoredigheden på lidt over 25.000 personer fra 2014 til 2017. Det betyder, at ledighedsgabet, der angiver, hvor meget ledigheden kan falde, inden den når sit konjunkturmæssigt neutrale niveau, lukkes i løbet af 2017. Med den begrænsede mængde arbejdskraft, som er til rådighed, kan der hurtigt opstå pres i økonomien, jf. artiklen "Presset på det danske arbejdsmarked" i denne Kvartalsoversigt.

Eksporten vil bidrage til væksten de kommende år. Væksten i år forudsiges at være 1,1 pct. og 3-4 pct. pr. år i 2016 og 2017. Det afspejler pæn fremgang på eksportmarkederne. Især industrieksporten skønnes at stige.

Der er fortsat grund til positive forventninger til det private forbrug, som årligt ventes at stige med omkring 2 pct. i 2015 og de kommende to år. Husholdningernes disponible indkomster skønnes at stige omkring 2-3 pct. pr. år bl.a. som følge af øget realløn og udsigten til stigende beskæftigelse og lavere ledighed. Forbruget er i et længere

Vækst i realt BNP og vækstbidrag

Figur 23



Anm.: Venstre figur: Sæsonkorrigeret. Højre figur: Importkorrigerede vækstbidrag.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 2

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2014/2015						
	2014	2015	2016	2017	4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.
BNP	1,1	1,8	2,1	1,8	0,3	0,5	0,2
Privat forbrug ¹	0,7	1,8	2,2	2,1	1,4	0,6	-0,5
Offentligt forbrug	0,2	1,2	0,1	0,5	-0,1	1,2	-0,2
Boliginvesteringer	6,8	-0,7	4,9	4,0	-1,6	-1,6	0,3
Offentlige investeringer	7,8	-0,1	-1,0	-1,0	10,8	-8,0	-0,4
Erhvervsinvesteringer	1,7	1,4	6,5	5,2	0,7	-1,8	1,3
Lagerinvesteringer mv. ²	0,4	-0,3	0,1	0,0	-0,5	-0,6	-0,1
Eksport	2,6	1,1	3,6	3,2	-0,5	1,8	-2,2
Industrieksport	1,1	4,3	4,5	4,0	1,1	3,1	-0,5
Import	3,8	-0,5	4,0	3,8	-0,1	-0,2	-3,4
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.770	2.799	2.830	2.867	2.780	2.786	2.793
Ledighed, brutto, 1.000 personer	135	123	114	109	131	128	126
Betalingsbalance, pct. af BNP	6,3	6,3	6,6	6,4	6,8	7,6	5,3
Offentlig saldo, pct. af BNP	1,8	-2,4	-2,3	-1,6	2,9	-1,8	-2,8
Kontantpriser, pct. år-år	3,4	6,0	3,7	3,2	3,5	5,4	5,8
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,3	0,3	1,5	1,9	0,1	0,0	0,4
Timeløn, pct. år-år	1,3	1,9	2,6	2,8	1,2	1,3	1,9

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

2. Bidrag til BNP-vækst (posten omfatter lagerinvesteringer, værdigenstande og statistisk diskrepans).

perspektiv lavt set i forhold til husholdningernes indkomst. I prognosen stiger forbrugskvoten lidt frem mod 2017 fra et lavt niveau. Der er vækst i husholdningernes formue som følge af stigningerne i boligpriserne. Omvendt er aktiebeholdningen blevet lidt mindre værd som følge af det globale fald i aktiekurserne den seneste måned. Stigende boligformue øger erfaringsmæssigt det private forbrug, mens aktiegevinster og -tab kun spiller en mindre rolle for forbruget.

Boliginvesteringerne faldt i årets 1. halvår 2015, hovedsagelig trukket af nedgang i nybyggeriet, mens det gik bedre inden for reparation og vedligeholdelse. De kommende år ventes de stigende boligpriser i forhold til byggeomkostningerne at give vækst i nybyggeriet. Vedligeholdelses- og renovationsopgaver vil vokse i takt med den stigende aktivitet på boligmarkedet, og der skubbes yderligere på med bolig-job-ordningens

genindførelse. Ordningen ventes dog isoleret set kun at få begrænset aktivitetseffekt ud over, hvad der genereres af den generelt øgede aktivitet på boligmarkedet.

Erhvervsinvesteringerne stiger gennem prognosen som følge af tiltagende aktivitet, et lavt renteniveau og stigende kapacitetsudnyttelse. Både materiel- og bygge- og anlægsinvesteringerne vokser lidt hurtigere end værditilvæksten, hvilket bidrager til at løfte investeringskvoten frem mod 2017 fra et lavt niveau. Det underbygges af, at de ikke-finansielle virksomheder har et stort opsparringsoverskud.

Der er opadrettede risici i prognosen. Erfaringer fra tidligere viser, at et opsving kan komme både hurtigere og mere pludseligt end det aktuelle forløb i prognosen, og forudsætningerne for en hurtigere og stærkere fremgang er til stede i den nuværende situation. Stigning i de dispo-

nible indkomster og den forbrugsbestemmende formue udgør sammen med den lave rente en solid basis for vækst i det private forbrug. Hvis normaliseringen af den forholdsvis lave forbrugs-kvotient samtidig sker hurtigere end skønnet, er der potentiale for en endnu stærkere fremgang i det private forbrug end indeholdt i prognosen. Samtidig giver et stort opsparingsoverskud i virksomhederne et potentiale til et endnu større løft i erhvervsinvesteringerne, som ligger på et lavt niveau, end skønnet. Da den ledige kapacitet samtidig vurderes at være begrænset, kan et stort løft i efterspørgslen hurtigt give pres i økonomien, herunder på arbejdsmarkedet.

Den seneste måned har været præget af uro på aktiemarkederne med udspring i Kina, hvor økonomien synes på vej ned i tempo. Nationalbankens prognose har som udgangspunkt, at uroen er midlertidig, men der er en risiko for, at afdæmpningen kan blive kraftigere og få længe-revarende konsekvenser og dæmpe de globale vækstudsigter, og således også væksten i Danmark.

BOLIGMARKED

Boligmarkedet under ét er fortsat i fremgang. Rentestigningen i foråret synes at have dæmpet omsætningen på boligmarkedet en smule, mens prisstigningstakten på ejerboliger fortsat ligger på et højt niveau, om end priserne på enfamiliehuse er afbøjet i de seneste måneder. De forholdsvis store udsving i især den lange boligrente i den

forløbne del af 2015 gør det dog usikkert, om der er tale om mere end en midlertidig opbremsning. Den årlige prisstigningstakt for huse i landet som helhed var knap 6 pct. i 2. kvartal, og godt 10 pct. for ejerlejligheder, jf. figur 24. Antallet af tinglyste salg lå i 2. kvartal 25 pct. højere for huse og 40 pct. højere for ejerlejligheder end for et år siden.

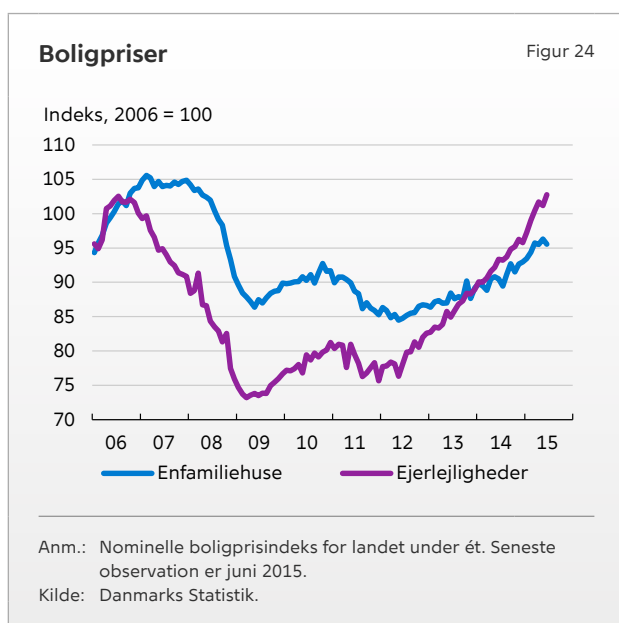
Udviklingen på det danske boligmarked dækker over betydelige regionale forskelle. I flere dele af landet er aktiviteten lav, og udbuddet af huse til salg er stort. Omvendt har høj aktivitet og lavt udbud presset priserne i de store byer op, jf. artiklen "Seneste tendenser på boligmarkedet" i denne Kvartalsoversigt.

Boligpriserne skønnes at stige med 6 pct. i år, hvor en stor del af stigningen allerede har fundet sted. De kommende år ventes en stigning på 3-4 pct. pr. år. De fortsat stigende priser skal først og fremmest ses i lyset af det lave renteniveau, men også af den generelle bedring af økonomien samt de positive forventninger til udviklingen på boligmarkedet. Boligbyrden, dvs. finansieringsomkostningerne ved at købe en bolig som andel af husholdningernes gennemsnitlige disponible indkomst, ligger klart under sit gennemsnit over de seneste par årtier. Det indikerer, at det lave renteniveau ikke er fuldt indpriset i boligpriserne.

UDENRIGSHANDEL OG BETALINGSBALANCE

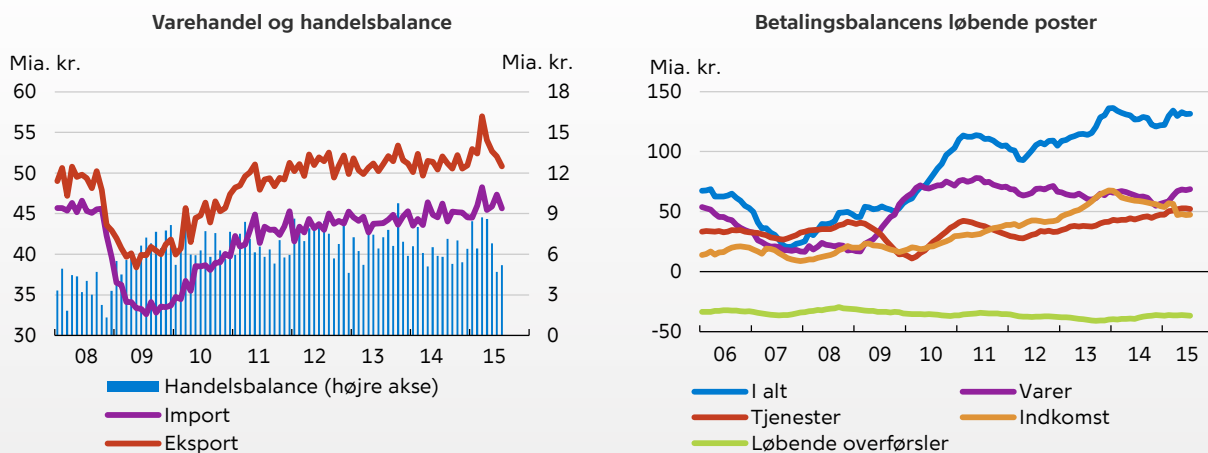
Efter en kraftig stigning i første del af året faldt værdien af eksporten af varer med knap 2,2 pct. i 2. kvartal, når der ses bort fra skibe og fly mv., og når der korrigeres for normale sæsonudsving, jf. figur 25 (venstre). Faldet fortsatte i juli. Udviklingen var atypisk omkring marts, hvor eksporten og i mindre grad importen steg voldsomt, uden at der synes at være nogen entydig forklaring, da stigningen var bredt fordelt på lande og varegrupper. I forhold til samme periode sidste år lå eksporten i 2. kvartal 3,6 pct. højere, mens importen i værdi lå 2,1 pct. over niveauet for et år siden.

Set over de seneste 3 måneder frem til og med juli faldt eksporten med knap 5 pct., mens importen lå stort set uændret. Eksporten af maskiner faldt 12 pct. især som følge af fald i salg af vindmølledele til Tyskland. Også salget af lægemidler til USA gik tilbage. Det månedlige sæsonkorrigerede overskud på handelsbalancen lå i juni og juli lavere end i de forudgående måneder, men har i 1. halvår 2015 ligget over niveauet i 2014.



Handels- og betalingsbalance

Figur 25



Anm.: Løbende priser. Seneste observation er juli 2015. Højre figur: 12 måneders sum. Seneste observation er juli 2015.
Kilde: Danmarks Statistik.

Eksporten af tjenester faldt med 3,2 pct. i 2. kvartal efter en stort set ubrudt stigning de senere år. Faldet må bl.a. ses i lyset af faldende fragtrater i søtransporten. Tjenesteeksporten til Kina faldt med en tredjedel, hovedsagelig som følge af nedgang i eksporten af søtransport. Afmatningen i kinesisk økonomi er således slået markant igennem på den danske tjenesteeksport. Tjenesteimporten var samlet set stort set uændret i 2. kvartal. Der var et overskud på 12 mia. kr. på tjenestebalancen, hvilket er noget mindre end i kvartalet før.

Fremadrettet skønnes vareeksporten, især industrieksporten, at rette sig. For tjenesteeksporten er forventningerne mere afdæmpede, bl.a. som følge af opbremsningen i verdenshandlen, der mindsker efterspørgslen efter søtransport. Væksten på Danmarks eksportmarkeder ventes at tiltage til omkring 5 pct. de kommende år, jf. appendiks 1.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster opgjort som summen af de seneste 12 måneder var 132 mia. kr. i juli, svarende til knap 7 pct. af BNP, jf. figur 25 (højre). Overskuddet lå i de første 7 måneder af 2015 10 mia. kr. højere end i samme periode sidste år, fordi overskuddet på handlen med varer og tjenester steg, mens overskuddet på indkomst fra udlandet netto faldt med 7 mia. kr.

I prognosen skønnes overskuddet på betalingsbalancens løbende poster i år at blive lidt mere end 6 pct. af BNP, hvilket er på niveau med

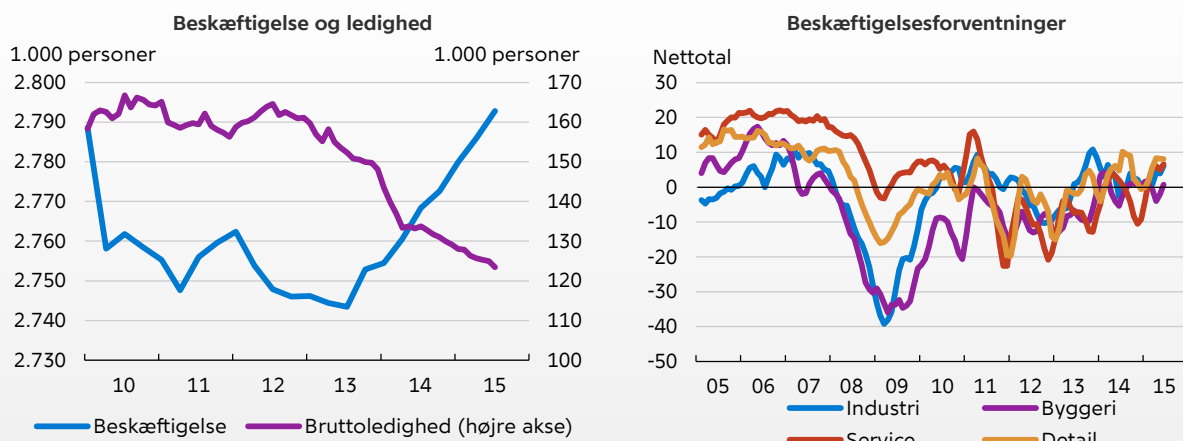
2014. Niveauet forventes fastholdt de kommende år bl.a. som følge af formueafkastet på Danmarks udlandsformue, der de seneste år har været i størrelsesordenen 3 pct. af BNP. Det globale fald i aktiekurserne har reduceret værdien af danske investorers beholdning af udenlandske aktier, men samtidig er værdien af udlændinges beholdning af danske aktier faldet. Netto er effekten på udlandsformuen stort set neutral.

ARBEJDSMARKED OG KAPACITET

Fremgangen i beskæftigelsen er fortsat ind i 2. kvartal. Den steg ifølge nationalregnskabet med knap 7.000 personer, mens bruttoledigheden faldt til 4,6 pct. i juli. Beskæftigelsen er steget otte kvartaler i træk med samlet 50.000 personer, jf. figur 26 (venstre). Fremgangen er sket i den private sektor og har været bredt funderet, hvor kun beskæftigelsen i den finansielle sektor har udvist nævneværdigt fald. Den største beskæftigelsesfremgang har været i handels- og serviceerhvervene, men også industrien og byggeriet har oplevet en stigning. Forventningerne til den fremtidige beskæftigelse inden for industri, byggeri, service og detailområdet er positive og lå i juli over deres gennemsnit siden 2005, jf. figur 26 (højre). Bruttoværditilvæksten i de private byerhverv er over de sidste to år steget hurtigere end beskæftigelsen, og timeproduktiviteten er vokset 1,3 pct. pr. år, hvilket er på niveau med den gennemsnitlige årlige stigning over de seneste 20 år.

Beskæftigelse, ledighed og beskæftigelsesforventninger

Figur 26



Anm.: Venstre figur: Beskæftigelse i antal personer ifølge nationalregnskabet. Højre figur: Sæsonkorrigerede serier undtagen for detailhandel. 3 måneders glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik.

I takt med aktivitetsstigningen skønnes fremgangen i beskæftigelsen at fortsætte. Fra 2014 til 2017 ventes beskæftigelsen at stige med 97.000 personer. Knap halvdelen kommer fra en normalisering af konjunkturerne, mens resten kommer fra øget strukturel beskæftigelse, hvilket har baggrund i tilbagetrækningsreformen, der øger den strukturelle erhvervsfrekvens samt øget indvandring. Herudover bidrager indvandring af arbejdskraft udefra til fremgangen i beskæftigelsen. Arbejdsmarkedsgabet, der er et mål for, hvor meget beskæftigelsen ligger under sit strukturelle niveau, skønnes at være ca. 35.000 personer i 2015. Gabet lukkes frem mod 2017. Beskæftigelsen stiger mere end svarende til arbejdsmarkedsgabet, hvilket afspejler, at også det strukturelle niveau løfter sig.

Den øgede beskæftigelse er kun i begrænset omfang kommet fra ledighedskøen. Bruttoledigheden faldt med 1.400 personer i juli til 126.000 personer. Det er ikke langt over det strukturelle niveau, der er estimeret til omkring 110.000 personer. Ved udgangen af 2017 ventes en bruttoledighed på 110.000 personer og dermed en lukning af ledighedsgabet.

LØN

I 2. kvartal 2015 var lønningerne på det private arbejdsmarked ifølge Danmarks Statistik 1,5 pct. højere end for et år siden. Stigningen har været stærkest i de indenlandsk orienterede erhverv især

byggeriet med en stigning på 2,7 pct. Også inden for dele af serviceerhvervene har der været pæne lønstigninger. Det afspejler bl.a., at disse brancher har haft en betydelig beskæftigelsesfremgang i det seneste år. Selv om beskæftigelsen også er steget for fremstillingsvirksomheder, ligger årsstigningstakten her lavere, men er dog gået frem fra 1,3 pct. i 1. kvartal til 1,9 pct. i 2. kvartal.

Meget tyder på, at væksten i industrilønningerne nåede en bund i 2014 og nu er på vej op. I takt med det gradvist strammere arbejdsmarked skønnes industrilønningerne at stige med 2,6 pct. til næste år og 2,8 pct. i 2017. Med de aktuelle udsigter for stigningstakten i forbrugerpriserne er der således udsigt til pæn vækst i reallønnen. Forløbet for industrilønningerne indebærer, at der ikke herfra er bidrag til en fremadrettet forbedring af lønkonkurrenceevnen.

Lønudviklingen i den offentlige sektor var kraftigere end i den private sektor i årene efter finanskrisen i 2008. Med de gældende overenskomster er der udsigt til en reversering af denne udvikling frem mod 2018. Det betyder relativt lave offentlige lønstigninger i de kommende år. Det afspejler, at de offentlige lønninger reguleres i forhold til de private, så udviklingen er parallel på sigt. Stigningstakten i kommuner og regioner ventes at ligge i intervallet 1,5-2,0 pct. pr. år gennem 2015 og 2016. På statens område vil stigningen være 1,0-1,5 pct. pr. år. Den lavere stigningstakt afspejler bl.a., at en væsentlig del af de aftalte lønstigninger

Forbrugerpriser

Tabel 3

Pct., år-år	Vægte ¹	2014	2015	2016	2017	2015					
						2. kv.	3. kv.	4. kv.	aug	sep	okt
HICP		0,3	0,3	1,5	1,9	0,4	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3
Nettoprisindeks	100,0	0,7	0,7	1,5	1,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
Eksogene:											
Energi	7,8	-2,8	-9,7	-2,6	2,2	-8,5	-10,1	-9,8	-10,6	-11,0	-10,7
Fødevarer	4,6	-1,5	2,2	1,8	1,7	3,3	2,4	1,8	2,4	1,9	1,2
Adm. priser	4,2	1,4	1,0	2,3	3,0	0,2	1,4	2,3	2,0	2,0	2,3
Husleje	26,1	2,5	2,0	1,9	2,1	2,1	2,0	1,6	2,0	1,8	1,7
Ekskl. eksogene:	57,3	0,7	1,4	1,7	1,8	1,3	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6
Import	18,1	-0,9	2,5	1,7	1,3	2,7	3,3	3,3	3,2	3,2	3,3
IMI	39,2	1,2	1,0	1,7	1,9	0,9	0,9	0,9	0,7	0,9	0,8

Anm.: Seneste faktiske tal er august 2015.

1. Vægt i nettoprisindekset, procent. Vægtene er fra januar 2015.

er placeret sidst i overenskomstperioden, dvs. ved udgangen af 2017. Også for de offentligt ansatte er der således udsigt til forbedret realløn.

PRISER

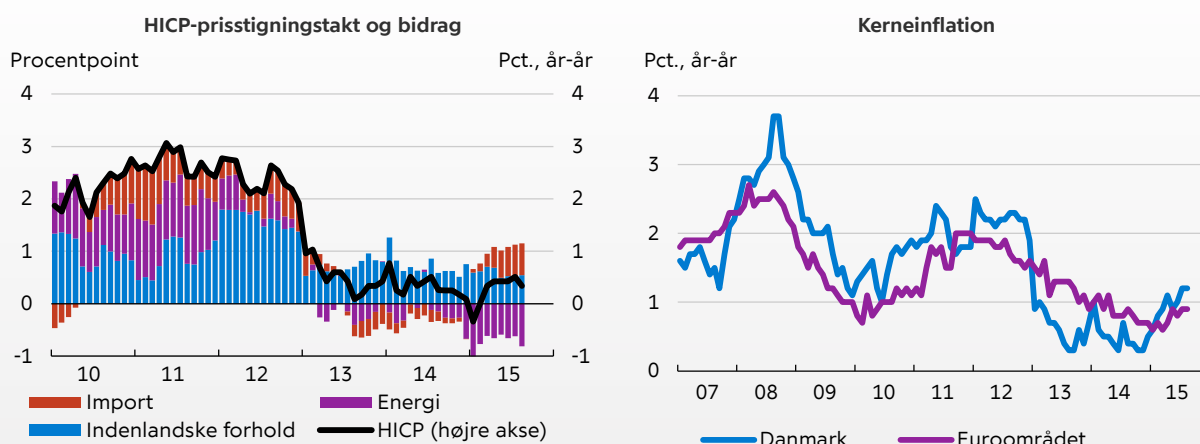
Forbrugerpriserne stiger fortsat kun svagt, jf. tabel 3. Årsstigningstakten i det EU-harmoniserede

forbrugerprisindeks, HICP, har ligget lavt i den forløbne del af året og var 0,3 pct. i august, jf. figur 27 (venstre). Lavere energipriser trækker kraftigt ned, mens prisen på fødevarer og især importerede varer er steget siden årsskiftet.

Den lave stigningstakt i forbrugerpriserne skygges delvis for, at kerneinflationen – opgjort som

Prisstigningstakt og kerneinflation

Figur 27



Anm.: Venstre figur: HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks. Bidragene summer til HICP-inflationen. Højre figur: Kerneinflation er HICP eksklusive energi og uforarbejdede fødevarer.

Kilde: Danmarks Statistik.

HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer – langsomt er på vej op, jf. figur 27 (højre). Den lå med 1,2 pct. i august på det højeste niveau siden 2012. Det skyldes bl.a. højere priser på importerede forbrugsvarer som følge af en svagere effektiv kronekurs. Modsat bidrager den lave oliepris fortsat med et nedadrettet prispres, efterhånden som lavere energiomkostninger forplanter sig i prisen på en lang række forbrugsvarer og tjenester.

Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, var 0,6 pct. i august. Det er lidt lavere end i begyndelsen af året. På længere sigt er IMI bestemt af omkostningsudviklingen, men på kort sigt er den bestemt af ændrede avancer. Det afspejler, at virksomhederne typisk fastholder den pris, de tager af forbrugerne, og dermed absorberer inputprisernes udsving i bruttoavancen. Udviklingen i IMI indikerer derfor, at virksomhederne igennem første del af 2015 har haft vanskeligt ved at overvælte stigende importpriser til forbrugerne. Siden 2010 spores en let stigende tendens i IMI som følge af langsomt tiltagende lønninger, men fra et meget lavt niveau.

Prisindekset for indenlandsk vareforsyning ligger på samme niveau som et år tidligere, så det samlede prispres fra engrosleddet er fortsat svagt. Renset for energi lå engrospriserne i juli imidlertid 2,6 pct. højere end for et år siden. Det skyldes, at importpriserne er steget i takt med

faldet i den effektive kronekurs. Prisen på importvarer ekskl. energi var i juli næsten 4 pct. højere end for et år siden.

De danske forbrugerpriser følger udviklingen i euroområdet tæt. I de seneste måneder har såvel HICP-inflationen som den underliggende inflation ligget lidt højere end i euroområdet.

Faldet i olieprisen på mere end 20 pct. siden sidste prognose er endnu ikke fuldt afspejlet i forbrugerpriserne og ventes at give et negativt prispres de kommende måneder og et godt stykke ind i 2016. På den baggrund skønnes i år en stigning i forbrugerpriserne på 0,3 pct. Det ventes at stige til 1,5 pct. i 2016, hvor effekten af faldet i olieprisen delvist bortfalder, og 1,9 pct. i 2017.

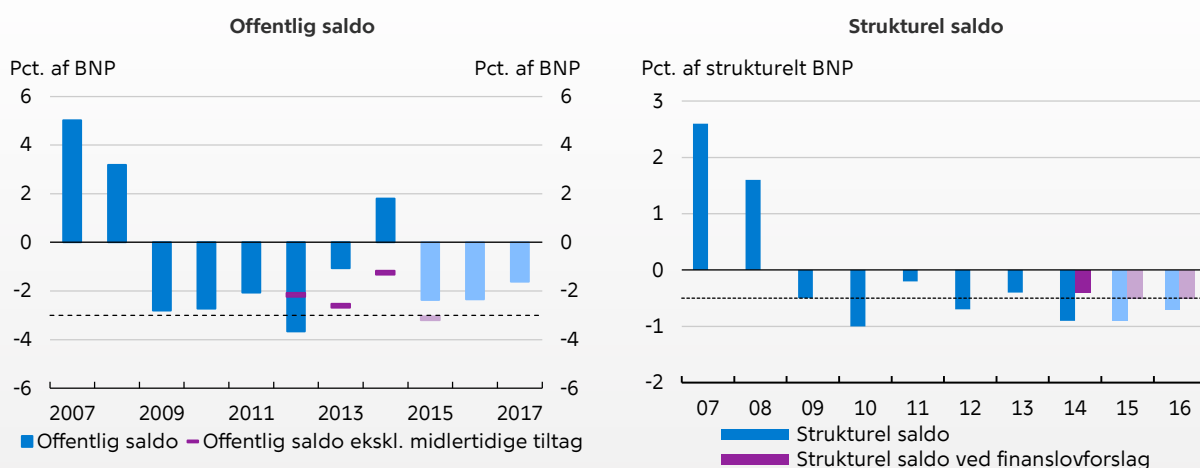
OFFENTLIGE FINANSER

Det offentlige forbrug ventes i år at stige 1,2 pct. realt. I de kommende to år dæmpes væksten, bl.a. som følge af en afdæmpet offentlig beskæftigelsesudvikling. Det har i flere år været planlagt at reducere de offentlige investeringer fra et højt niveau, men det har vist sig svært. I prognosen ventes et vist fald i det offentlige investeringsniveau de kommende år.

Nationalbanken venter, at den faktiske offentlige saldo vil holde sig inden for de fastlagte rammer frem mod 2017, jf. figur 28 (venstre). I år skønnes underskuddet på den offentlige saldo

Offentlig saldo og strukturel saldo

Figur 28



Anm.: Venstre figur: De midlertidige tiltag udgøres af udbetaling af efterlønsbidrag i 2012 og indtægterne fra omlægningen af kapitalpensioner i 2013 og 2014. I 2015 er der korrigeret for de midlertidige indtægter som følge af pensionspakken. Højre figur: Den strukturelle saldo ifølge Finansministeriets seneste opgørelse viser saldoen på de offentlige finanser, når der renses for konjunktur og særlige poster, herunder midlertidige indtægter.

Kilde: Finansministeriet.

at blive 2,4 pct. af BNP. Det er en forværring i forhold til sidste prognose fra juni, hovedsagelig fordi provenuet fra pensionsafkastskatten ventes at blive markant lavere. Den offentlige saldo påvirkes i 2015 som i de forudgående år positivt af engangsindtægter fra muligheden for at fremrykke beskatningen af kapitalpensioner og skatterabat på udbetaling af midler i Lønmodtagernes Dyrtdsfond. Korrigeret herfor ville underskuddet være meget tæt på 3 pct.-grænsen. Der er de sidste tre år fremrykket engangsindtægter for ca. 110 mia. kr., heraf 15 mia. kr. i 2015.

Næste år skønnes den offentlige saldo at få et underskud på 2,3 pct. af BNP. Til trods for ophøret af de midlertidige indtægter fra omlægning af kapitalpensioner mv. sker der kun en mindre forværring af den offentlige saldo. Det afspejler bl.a. konjunkturfremgang og en planlagt afdæmpet offentlig forbrugsvækst. I 2017 skønnes et underskud på 1,6 pct. af BNP. Den gradvise forhøjelse af efterlønsalderen, der blev påbegyndt i 2014, bidrager til at understøtte de offentlige finanser.

Finansministeriets opgørelse af den strukturelle saldo tegner et billede af en finanspolitik, som har svært ved at overholde grænsen i budgetloven om et strukturelt underskud på maksimalt 0,5 pct. af BNP. Regeringen venter et underskud på den strukturelle saldo på 0,9 pct. af BNP i år og 0,5 pct. af BNP i 2016, jf. figur 28 (højre). Det efterlader ikke noget råderum til ikke-finansierede tiltag. Der skal tværtimod findes finansiering til genindførelsen af bolig-job-ordningen, som i lovforslaget skønnes at medføre et umiddelbart mindre provenu på 1,6 mia. kr. i 2015.

ØKONOMISK POLITIK

På baggrund af kraftig valutaindstømning i begyndelsen af året, som resulterede i et stærkt opadgående pres på kronen, tog Nationalbanken en række væsentlige pengepolitiske skridt. De omfattede en betydelig negativ rente på indskudsbeviser og en forhøjelse af rammen for, hvor meget de pengepolitiske modparter samlet kan have stående på deres foliokonti i Nationalbanken. Finansministeriet besluttede desuden efter indstilling fra Nationalbanken et midlertidigt stop for udstedelser af statsobligationer, og Nationalbankens interventioner i valutamarkedet førte til en betydelig forøgelse af valutareserven.

Situationen på valutamarkedet er siden vendt. De seneste måneder har Nationalbanken solgt va-

luta i markedet for et betydeligt beløb. Nationalbanken nedsatte på den baggrund den samlede folioramme fra 174 mia. kr. til 63 mia. kr. med virkning fra 28. august 2015. Det er afgørende, at de pengepolitiske modparter placeret i indskudsbeviser er tilstrækkelig til at sikre, at Nationalbankens indskudsbevisrente er bestemmende for det generelle renteniveau på penge- og kapitalmarkederne. Nedsættelsen af foliorammerne sikrer, at det fortsat er tilfældet.

Efter indstilling fra Nationalbanken har Finansministeriet endvidere besluttet at genoptage udstedelserne af statsobligationer fra oktober 2015.

I et forløb som i denne prognose, hvor konjunkturerne normaliseres frem mod 2017, bør finanspolitikken gradvist tilpasses fra aktuelt at stimulere aktiviteten til at virke neutralt på økonomien. Stramningen af finanspolitikken kan ikke afvente, at konjunkturerne er fuldt normaliserede.

Kravene til finanspolitikken er skærpet af, at regeringens opgørelse af den strukturelle saldo nu viser et underskud på 0,9 pct. af BNP i år. Regeringen har tilkendegivet, at det kommende finanslovsforslag for 2016 vil indeholde en stramning af finanspolitikken, så det strukturelle underskud ikke overstiger 0,5 pct. af BNP. En sådan stramning er godt tilpasset konjunktursituationen. Det er vigtigt, at den budgetterede finanspolitik holdes, og at der ikke – som i de to foregående år – sker et skred i den strukturelle saldo ud over grænsen i budgetloven efter fremsættelsen af finanslovsforslaget. Det afspejler risikoen ved i en længere periode at gå til grænserne i finanspolitikken. Det vil styrke troværdigheden af finanspolitikken, hvis den strukturelle saldo ikke bliver forringet i forhold til det budgetterede.

Der er plads til højere beskæftigelse og lønstigninger i takt med, at økonomien normaliseres. Erfaringer fra tidligere viser imidlertid, at opsving kan komme både hurtigere og mere pludseligt end ventet, og forudsætningerne for det er også til stede i den nuværende situation. Samtidig er der en vis usikkerhed om kapaciteten på arbejdsmarkedet. Det indebærer en risiko for, at der hurtigere kan opstå pres på arbejdsmarkedet og boligmarkedet i de kommende år. Det vil skærpe kravene til finans- og strukturpolitikken. Det er vigtigt, at den økonomiske politik, herunder en dagpengereform og en eventuel skattereform, har fokus på at øge arbejdsudbuddet.

Rentestigningen i foråret synes at have dæmpet omsætningen på boligmarkedet en smule, mens prisstigningstakten på ejerboliger fortsat ligger på et højt niveau, om end priserne på enfamiliehuse er afbøjet i de seneste måneder. En generel bedring af boligmarkedet er en naturlig del af det igangværende opsving. Selvforstærkende prisstigninger har dog før været en kilde til makroøkonomisk ustabilitet, og der er grund til skærpet opsyn med den aktuelle udvikling på boligmarkedet. Især stigningstakten i boligpriserne i dele af hovedstadsområdet er uholdbar, og der er risiko for dannelse af en lokal boligprisboble. Den risiko forstærkes af, at boligbeskatningen ikke dæmper prisudsvingene. Den nuværende boligbeskatning har desuden affødt store regionale forskelle i de effektive ejendomsværdi- og grundskyldssatser som følge af forskellig regional udvikling i ejendomspriserne. Boligbeskatningen bør snarest muligt ændres, så den virker stabiliserende på boligmarkedet, og der er samtidig grund til ekstra påpasselighed i finanspolitikken og i kreditgivningen til boligformål. I mange tilfælde vil det være fornuftigt, hvis bankerne kræver en væsentligt større udbetaling end de 5 pct. af købesummen, som fra 1. november vil indgå i reglerne om god skik for finansielle virksomheder.

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 2. kvartal 2015. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

INTERNATIONAL ØKONOMI

Der er fremgang i den internationale økonomi og hos de fleste af Danmarks samhandelspartnere. I euroområdet har der generelt set været en pæn BNP-vækst, og fremgangen er bredt funderet.

De internationale vækstudsigter understøttes af en lav oliepris og de lave renter. Især Sverige og Storbritannien har robust fremgang i første halvdel af 2015. USA er tilbage med pæne vækstrater efter et svagt 1. kvartal. Samlet set forventes væksten på markederne for den danske industrieksport at vokse med 4,3 pct. i år og med henholdsvis 5,4 og 4,7 pct. i 2016 og 2017, jf. tabel 4. Bag disse vækstrater ligger en antagelse om, at uroen på aktiemarkederne som følge af den kinesiske opbremsning er midlertidig.

De udenlandske lønstigninger forventes trods pæn vækst i prognoseperioden at være moderate som følge af fortsat svage arbejdsmarkeder. Faldet i olieprisen holder inflationen nede hos de fleste af Danmarks vigtigste samhandelspartnere. Alt i alt ventes i år faldende priser på eksportmarkederne og på de markeder, Danmark importerer fra. I 2016 og 2017 ventes beherskede udenlandske prisstigninger.

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. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten var i begyndelsen af september 2015 negativ og lidt under -0,2 pct. og ventes at stige til knap 0,3 pct. frem mod slutningen af 2017.

Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den lå i begyndelsen af september på 1,1 pct. og forudsættes at stige til 1,7 pct. i slutningen af 2017.

Den effektive kronekurs faldt i begyndelsen af året og er frem til juni steget til et niveau, som forventes uændret i prognoseperioden. I fremskrivningen antages dollarkursen at holde sig konstant på nuværende niveau.

Prisen på olie faldt markant fra sommeren 2014 og frem til januar 2015 er siden steget for at falde tilbage til omkring 50 dollar pr. tønde i begyndelsen af september. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurespriserne og stiger dermed til godt 60 dollar mod slutningen af 2017.

FINANSPOLITISKE FORUDSÆTNINGER

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i den tilrettelagte finanspolitik i Økonomisk Redegørelse fra august 2015, herunder Kasseeftersyn fra august 2015, samt aftalen om finansloven for 2015 og de kommunale og regionale budgetter samt Opdateret 2020-forløb fra august 2015.

I 2015 skønnes et provenu på 15 mia. kr. fra regeringens pensionspakke, som udover kapitalpensioner giver mulighed for skatterabat på udbetaling af pensioner fra Lønmodtagernes Dyrtidsfond.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 1,2 pct., jf. tabel 5. I 2016 og 2017 forventes forbrugsvæksten at blive henholdsvis 0,1 og 0,5 pct. De offentlige investeringer ventes at falde 0,1 pct. i år og med 1,0 pct. i både 2016 og 2017.

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

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 4

	2014	2015	2016	2017
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	3,7	4,3	5,4	4,7
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	-0,6	-1,0	1,8	1,5
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	-0,6	-1,0	1,8	1,5
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,2	2,0	2,3	2,5
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,0	-0,4	-0,1	0,1
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	1,3	1,0	1,3	1,6
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,3	99,3	99,6	99,6
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,6	6,7	6,7	6,7
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	99,0	54,2	55,0	59,5
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,2	1,2	0,1	0,5
Offentlige investeringer, pct. år-år	7,8	-0,1	-1,0	-1,0
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	817	817	817	819

1. Sammenvejlet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

2. Sammenvejlet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Vækstbilledet for Danmark er overodnet set uændret, dog nedjusteres skønnet for BNP-væksten til 1,8 pct. i år og fastholdes til henholdsvis 2,1 og 1,8 pct. i 2016 og 2017. Nedjusteringen i 2015 skyldes et svagt 2. kvartal.

Væksten på Danmarks eksportmarkeder forudsættes i år højere end det ventet i juni, og den effektive kronekurs er opjusteret en smule. Dette tenderer isoleret set at trække BNP lidt ned.

I gennemsnit ligger renterne stort set som forudsat i juni, og den effektive obligationsrente,

der indgår i prognosen, er uændret i forhold til forrige prognose. Dette dækker dog over, at den 30-årige obligationsrente frem mod 2017 stiger mere, mens de korte renter stiger mindre. Olieprisen er nedjusteret gennem hele perioden, hvilket isoleret set tenderer at trække BNP lidt op.

Skønnet for stigningstakten i HICP er på grund af de faldende oliepriser nedjusteret i forhold til juni-prognosen. I 2015 modsvares dette delvist af en stærkere udvikling i de indenlandske priser, hvilket bl.a. skyldes højere bankgebyrer.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 5

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Prognose fra juni 2015	2,0	2,1	1,8	0,5	1,8	1,9
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Oliepriser	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,4	0,0
Andre faktorer	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Denne prognose	1,8	2,1	1,8	0,3	1,5	1,9

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

ARTIKLER

LEDIG KAPACITET PÅ ARBEJDSMARKEDET

Troels Kromand Danielsen
og Casper Winther Jørgensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Dansk økonomi er inde i et opsving. Arbejdsmarkedet er i bedring, og den private beskæftigelse er steget med over 53.000 personer siden 2. kvartal 2013. Fremgangen er stadig moderat, og der er endnu ledige ressourcer på det danske arbejdsmarked.

I Nationalbankens prognose vurderes arbejdsmarkedet – og økonomien som helhed – at nå sin normale kapacitet omkring udgangen af 2017. Lønstigningerne forventes på den baggrund at tiltage inden for de næste par år, som en naturlig del af konjunkturgenopretningen, og der kan gradvist vise sig stadig flere tegn på arbejdskraftmangel i dele af økonomien, uden at der opstår et generelt pres på arbejdsmarkedet eller er tale om overophedning.

Det vurderes, at beskæftigelsen samlet set kan stige med knap 100.000 personer fra 2014 til 2017, før generelle kapacitetsbegrænsninger og et egentligt lønpres sætter ind. Over de seneste 25 år er den strukturelle ledighed reduceret betydeligt. Det har øget beskæftigelsen og velstanden. Det betyder imidlertid også, at ledigheden nu er lav, og det stiller krav til, at arbejdsstyrken kan udvides, hvis beskæftigelsen skal stige, når opsvinget tager til. Opgørelsen af de ledige ressourcer både i og uden for arbejdsstyrken er behæftet med en vis usikkerhed. Det gælder især hvor meget yderligere arbejdskraft, der kan komme til i de kommende år som følge af de gennemførte arbejdsmarkeds- og pensionsreformer samt fra gruppen af unge og fra udlandet. De ledige ressourcer kan således både være over- og undervurderet.

Tidligere erfaringer viser, at fremgangen i beskæftigelsen kan ske både hurtigere og mere pludseligt end det aktuelle forløb i prognosen. Hvis det danske arbejdsmarked overophedes, vil det før eller siden skulle korrigeres, og det indebærer en risiko for en brat opbremsning på et senere tidspunkt. Erfaringerne viser også, at lønsignalerne om pres på arbejdsmarkedet først viser sig sent i forløbet. Men det kan vise sig andre steder i økonomien. Det kan fx være ved afdæmpet produktivitetsudvikling eller flaskehalse i specifikke brancher. En højere importkvote kan også være et tegn på pres på arbejdsmarkedet, men det udgør dog ikke i sig selv et problem i den nuværende situation med overskud på betalingsbalancen og en betydelig udlandsformue.

At overophedningen i midten af 2000'erne ikke blev identificeret i tide, medvirkede bl.a. til, at den økonomiske politik ikke i tilstrækkelig grad blev indrettet efter at sikre en stabil økonomisk udvikling med en holdbar fremgang i beskæftigelsen. Rettidig omhu i den økonomiske politik er derfor centralt for et stabilt forløb for dansk økonomi over de kommende år. Det vil som udgangspunkt kræve, at finanspolitikken gradvis strammes og gøres neutral inden for de næste par år. Samtidig skal vedtagne reformer have den tilsigtede virkning på arbejdsudbuddet, og det skal være muligt for virksomheder at hente arbejdskraft i udlandet. Kommer der til at mangle arbejdskraft, skærpes kravene til både finans- og strukturpolitikken.

KONJUNTURPRES PÅ ARBEJDSMARKEDET VURDERES TYPISK UD FRA LØNUDVIKLINGEN

KONJUNKTURPRES ESTIMERES PÅ BAGGRUND AF LØN OG PRODUKTIVITET

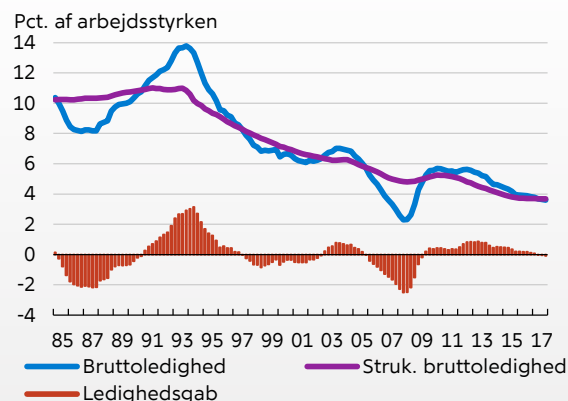
Konjunktursituationen på arbejdsmarkedet kan ikke direkte observeres. Som en indikator for presset på arbejdsmarkedet estimerer Nationalbanken et såkaldt ledighedsgab, som udgør forskellen mellem faktisk og strukturel ledighed, jf. figur 1. Den strukturelle ledighed betragtes som det niveau for ledigheden, der er bæredygtigt på langt sigt, typisk defineret som stabil prisudvikling. Inflationen i Danmark er et svagt signal om presset på arbejdsmarkedet. Det skyldes den danske fastkurspolitik, der kræver, at prisudviklingen i Danmark ikke vedvarende afviger fra prisudviklingen i valutaankeret og dermed i mindre grad er styret af indenlandske forhold. Hertil kommer, at prisudviklingen på kort sigt kan præges af store udsving i fx energi- og fødevarerpriser.

Konjunktursituationen på arbejdsmarkedet har derimod afgørende betydning for lønudviklingen. I situationer med pres på arbejdsmarkedet, hvor ledigheden ligger under det strukturelle niveau, lægger det et pres i retning af øgede lønstigninger, og omvendt, når ledigheden er over det strukturelle niveau. Lønudviklingen i sig selv er dog heller ikke nødvendigvis et signal for arbejdsmarkedspresset. Set over en længere periode afspejler reallønsstigningerne grundlæggende arbejdskraftens produktivitet. Høje reallønsstigninger hænger derfor ikke nødvendigvis sammen med et stort pres, hvis blot produktivitetsvæksten er tilsvarende høj.

Nationalbanken anvender derfor lønkvoten som signal i estimeringen af ledighedsgabet¹. Lønkvoten angiver, hvor stor en del af økonomiens indkomstkabelse, der går til aflønning af arbejdskraft, og beregnes som lønsummen delt med bruttoværditilvæksten. Det kan omskrives til forholdet mellem reallønnen og produktiviteten, og lønkvoten afspejler derfor netop sammenhængen mellem løn og produktivitet: Hvis reallønnen vokser hurtigere end produktiviteten, vil lønkvoten stige. Udviklingen i lønkvoten kan derfor give

Faktisk og strukturel bruttoledighed

Figur 1



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

en indikation af presset på arbejdsmarkedet: Hvis lønkvoten er stigende, tyder det på, at ledigheden er under sit strukturelle niveau, mens en faldende lønkvote omvendt indikerer, at ledigheden er højere end det strukturelle niveau.

Aktuelt vurderes ledighedsgabet med en vis usikkerhed til omkring 0,4 pct. af arbejdsstyrken, svarende til ca. 10.000 personer, jf. figur 1.

LØNUDVIKLINGEN ER IKKE ALTID ET STÆRKT SIGNAL OM PRESSET PÅ ARBEJDSMARKEDET

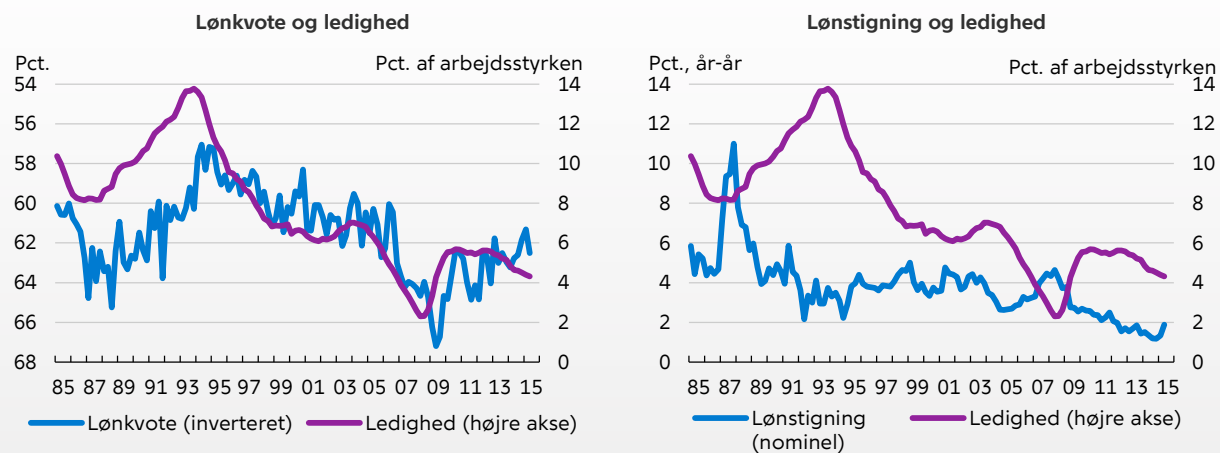
Signalet fra lønkvoten svækkes af, at lønudviklingen kan reagere med en vis forsinkelse, når der begynder at opstå pres på arbejdsmarkedet. Det skyldes bl.a., at træghed i nominelle lønninger og priser kan medføre, at lønkvoten ikke øjeblikkeligt tilpasser sig den aktuelle konjunktursituation. I midten af 2000'erne reagerede lønkvoten eksempelvis relativt sent på et begyndende pres på arbejdsmarkedet. Først mod slutningen af 2008, hvor ledigheden var begyndt at stige, steg lønkvoten for alvor (inverteret i figuren), jf. figur 2 (venstre). Frem mod 2008 kan det være vanskeligt at adskille udviklingen i lønkvoten fra den generelle tendens siden midten af 1990'erne.

Det samme gjaldt lønstigningerne. Selv om de begyndte at stige før overophedningen, tog lønstigningerne først for alvor til mod slutningen af 2007 og i 2008, hvor presset på arbejdsmarkedet var på sit højeste, jf. figur 2 (højre). Samtidig toppede lønstigningerne på samme niveau som i 2003, på trods af at arbejdsmarkedspresset var større.

1 For en gennemgang af Nationalbankens estimationsmetode, herunder sammenhængen mellem lønkvote og ledighedsgab, se Andersen og Rasmussen (2011).

Bruttoledighed, lønkvote og lønstigning

Figur 2



Anm.: Bruttoledighed. Lønkvoten er opgjort for private byerhverv.
Kilde: Danmarks Statistik.

For at få et klarere billede af det aktuelle pres på arbejdsmarkedet og identificere eventuelle tegn på overophedning tidligt i forløbet er det derfor nødvendigt at se på et bredt udvalg af indikatorer for udviklingen på arbejdsmarkedet.

DER ER IKKE TEGN PÅ ET GENERELT KONJUNKTURPRES

De tilgængelige indikatorer for arbejdsmarkedet giver ikke indtryk af, at der aktuelt mangler arbejdskraft. Virksomhederne vurderer stadig i begrænset omfang, at mangel på arbejdskraft er en hindring for produktionen. Det er stadig relativt let at rekruttere arbejdskraft, og antallet af stillingsopslag er endnu kun langsomt på vej op. Bedringen af det danske arbejdsmarked finder sted i alle regioner og blandt alle faggrupper.

SPØRGESKEMABASEREDE UNDERSØGELSER INDIKERER NORMAL KAPACITETSUDNYTTELSE OG BEGYNDENDE MANGEL PÅ ARBEJDSKRAFT

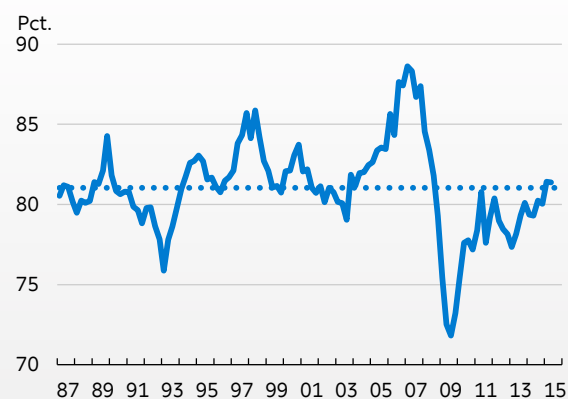
Industrivirksomhederne vurderer i gennemsnit, at den overordnede kapacitetsudnyttelse aktuelt er normal eller på linje med et historisk gennemsnit, jf. figur 3. Normal kapacitetsudnyttelse afspejler ikke nødvendigvis, at situationen for industrivirksomheder snart spidser til. Det kan være et udtryk for, at kapitalapparatet er reduceret, efter at investeringerne i en længere periode har været

underdrejede, samt at industribeskæftigelsen er tilbage på den nedadgående tendens, der har været de sidste mange år, i takt med at service-sektoren fylder en stadig større andel af dansk økonomi.

Både byggeriet, industrien og serviceerhvervene beretter om gradvist stigende mangel på arbejdskraft som hindring for produktionen. Der er ikke noget alarmerende ved udviklingen aktuelt, men erfaringer fra industrien og byggeriet viser, at manglen kan opstå relativt hurtigt. Særligt under den kraftige aktivitetsstigning i bygge- og

Kapacitetsudnyttelse i industrien

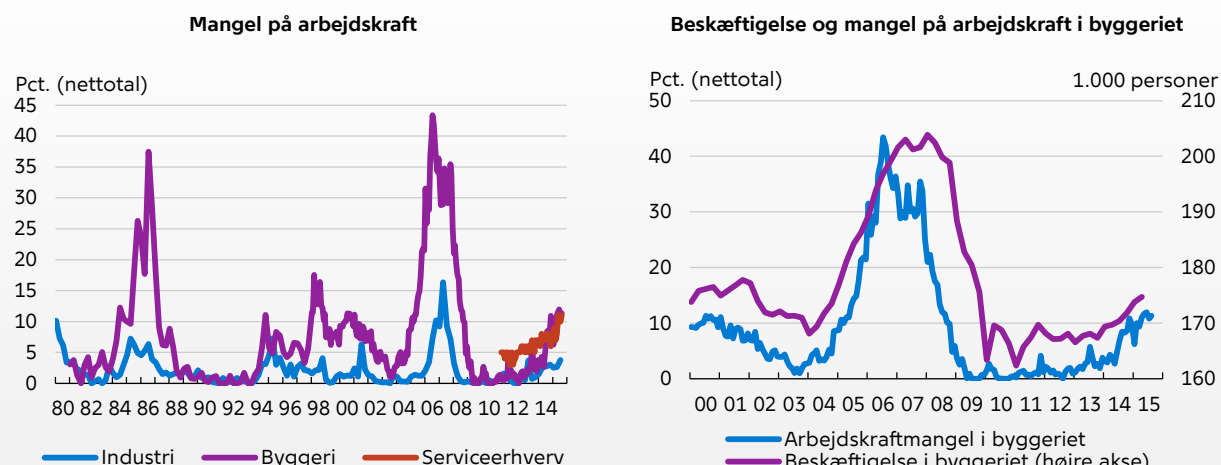
Figur 3



Anm.: Stiplet linje angiver gennemsnit siden 1987.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Indikatorer for mangel på arbejdskraft samt beskæftigelse i byggeriet

Figur 4



Anm.: Angivelse af arbejdskraftmangel for servicesektoren findes ikke før 2011. Beskæftigelsen i byggeriet er opgjort som beskæftigelsen i bygge og anlæg ifølge nationalregnskabet.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

anlægssektoren i midten af 2000'erne opstod der ifølge spørgeskemaundersøgelsen hurtigt mangel på arbejdskraft, jf. figur 4 (venstre). Ikke desto mindre gav mange bygge- og anlægsvirksomheder også udtryk for, at der ikke var produktionsbegrænsninger i den periode. Beskæftigelsen i byggeriet var allerede steget forholdsvis meget, før byggevirksomhederne i stigende grad vurderede, at de manglede arbejdskraft, jf. figur 4 (højre). I den aktuelle situation stiger byggebeskæftigelsen foreløbigt i et langsommere tempo.

FÅ FORGÆVES REKRUTTERINGER

Der kan opstå pres på dele af arbejdsmarkedet, før det potentielt breder sig til resten. Det kan fx være en bestemt type arbejdskraft. Der er aktuelt ikke tegn på, at virksomhederne generelt oplever problemer med at rekruttere. Omkring hver femte virksomhed, der forsøgte at rekruttere i 1. halvår 2015, oplevede udfordringer i forbindelse med rekruttering af nye medarbejdere, jf. figur 5. Det er fortsat begrænset, men i forhold til rekrutteringsomfanget har virksomhederne generelt oplevet flere udfordringer med at rekruttere de seneste tre år.

Der vil dog altid være en vis friktion på arbejdsmarkedet og helt specifikke brancher eller specialiserede virksomheder, som oplever problemer med at finde arbejdskraft. Rekrutteringsproblemer i enkelte brancher er derfor ikke nødvendig-

vis et udtryk for, at der er et begyndt at opstå et generelt pres.

ARBEJDSMARKEDSSITUATIONEN ER ENS PÅ TVÆRS AF REGIONER OG FAGGRUPPER

Der er heller ikke tegn på regionalt pres på det danske arbejdsmarked. Ledighedsprocenten varierer hen over landsdelene, hvilket bl.a. afspejler

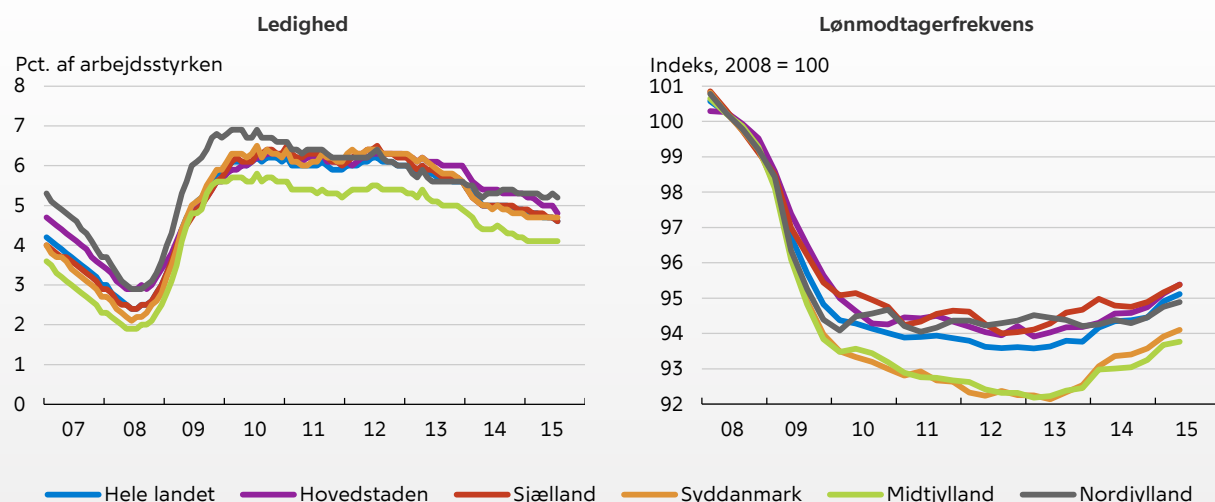
Andel problematiske rekrutteringsforsøg Figur 5



Anm.: Andel problematiske rekrutteringsforsøg angiver antallet af virksomheder med udfordringer i forbindelse med rekruttering i forhold til antallet af virksomheder, der har forsøgt at rekruttere. Halvårige observationer.
Kilde: Egne beregninger på baggrund af opgørelse fra Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering.

Regional ledighed og lønmodtagerfrekvens

Figur 6



Anm.: Lønmodtagerfrekvensen angiver det samlede antal lønmodtagere i et bestemt område, baseret på arbejdsstedets placering, i forhold til det samlede antal 16-64-årige i samme område.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

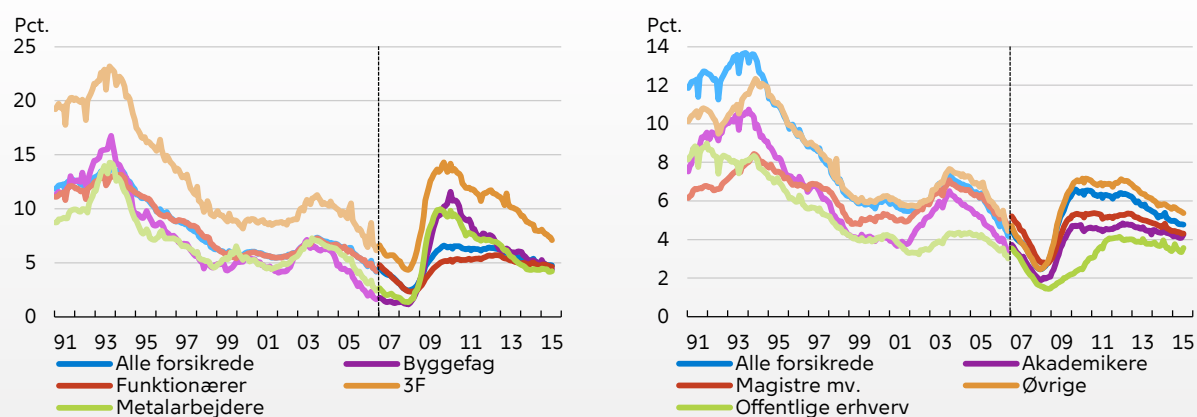
forskellig branchefordeling, men generelt udvikler ledigheden sig ens i hele landet, jf. figur 6 (venstre). Tilsvarende er der ikke tegn på, at beskæftigelsen er steget væsentligt hurtigere i enkelte regioner, jf. figur 6 (højre).

Ledigheden er faldet for alle faggrupper og især for de konjunkturfølsomme a-kasser, som fx 3F, byggefag og metalarbejdere, der også ople-

vede store stigninger i kølvandet på tilbageslaget i 2008-09, jf. figur 7. For disse a-kasser er mere end halvdelen af denne stigning nu reverseret. For alle faggrupper gælder, at ledigheden aktuelt er tæt på niveauet i 2007. Det er meget lavt i set i et længere perspektiv, og det kan øge risikoen for, at manglen på arbejdskraft blandt specifikke faggrupper kan tage til inden for overskuelig tid

Ledighed fordelt på a-kasser

Figur 7

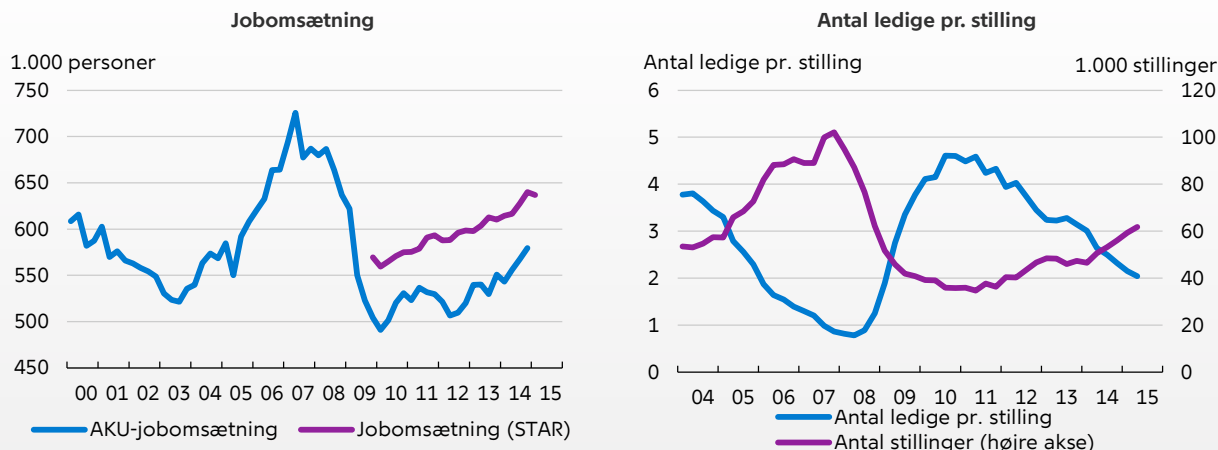


Anm.: Databrud i 1996 og 2007. Ledigheden er før 2007 opgjort som nettoledighed, dvs. ekskl. aktiverede, og fra og med 2007 som bruttoledighed. Niveaue kan ikke sammenlignes før og efter.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Jobomsætning og antal ledige pr. stilling

Figur 8



Anm.: Jobomsætningen opgør antallet af personer, der har været i deres nuværende stilling i mindre end 12 måneder. AKU-jobomsætningen er opgjøret på baggrund af den spørgeskemabaserede arbejdskraftundersøgelse, mens Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering (STAR) opgør jobomsætningen på baggrund af elndkomst. Egen sæsonkorrektur af antal nyopslåede stillinger på jobnet.dk.

Kilde: Danmarks Statistik, Jobindsats.dk og Økonomi- og Indenrigsministeriet (maj 2015)

– også selv om strukturledigheden er nedbragt siden 2006, jf. figur 1.

MERE FART PÅ JOBOMSÆTNINGEN OG FLERE STILLINGSOPSLAG

Hypigere jobskift er et udtryk for stigende aktivitet på arbejdsmarkedet. Jobomsætningen er generelt høj på det danske arbejdsmarked, hvor mere end 500.000 personer har fået nyt job inden for det seneste år, jf. figur 8 (venstre). Jobomsætningen er tiltaget, i takt med at arbejdsmarkedet er bedret, men ligger endnu lavt.

Samtidig er antallet af ledige personer pr. jobopslag faldet og ligger nu ikke langt fra niveauet i 2008, jf. figur 8 (højre). Færre ledige personer pr. jobopslag gør det lettere for den enkelte ledige at finde arbejde, men kan også gøre det sværere for virksomhederne at finde den rette arbejdskraft. Antallet af ledige stillinger er dog fortsat noget under niveauet i 2008.

Antallet af opslåede stillinger på internettet skal tolkes med varsomhed. Ikke alle stillinger slås op på internettet eller besættes via stillingsopslag. Ændringer i virksomhedernes rekrutteringsmønstre kan påvirke antallet af stillingsopslag pr. ledig, uden det nødvendigvis signalerer, at presset er ændret. Fx kan en del af stigningen frem mod 2007 også skyldes, at flere søgte arbejdskraft via internettet.

ØGET BESKÆFTIGELSE KRÆVER ØGET ARBEJDSSTYRKE

I takt med at den faktiske og strukturelle ledighed gradvist er reduceret igennem de sidste 25 år, er de tilgængelige ressourcer i arbejdsstyrken nedbragt, og samtidig ligger ledigheden tæt på det strukturelle niveau. Det indebærer en risiko for, at selv mindre fald i ledigheden vil kunne udmønte sig i et lønpres. Derfor skal arbejdsstyrken kunne øges for at imødekomme stigende aktivitet og efterspørgsel efter arbejdskraft.

Beskæftigelsesfremgangen under højkonjunkturen i 2000'erne kunne heller ikke have fundet sted uden tilgang til arbejdsstyrken. Det skete både i form af herboende personer uden for arbejdsstyrken, herunder fx studerende, samt ved øget tilgang af udenlandsk arbejdskraft.

Opsvinget i midten af 2000'erne var, i modsætning til 1990'ernes højkonjunktur, ikke ledsaget af en større stigning i den strukturelle beskæftigelse. Det indebærer, at beskæftigelsen ikke kunne stige i samme omfang uden at ophede arbejdsmarkedet, jf. boks 1. Som konsekvens heraf udviklede produktiviteten sig bl.a. meget svagt under overophedningen.

Tidligere opsving har været ledsaget af store stigninger i beskæftigelsen. Det gjorde sig gældende i både 1990'erne og 2000'erne. Men de to konjunkturfremgange dækker over vidt forskellige forløb.

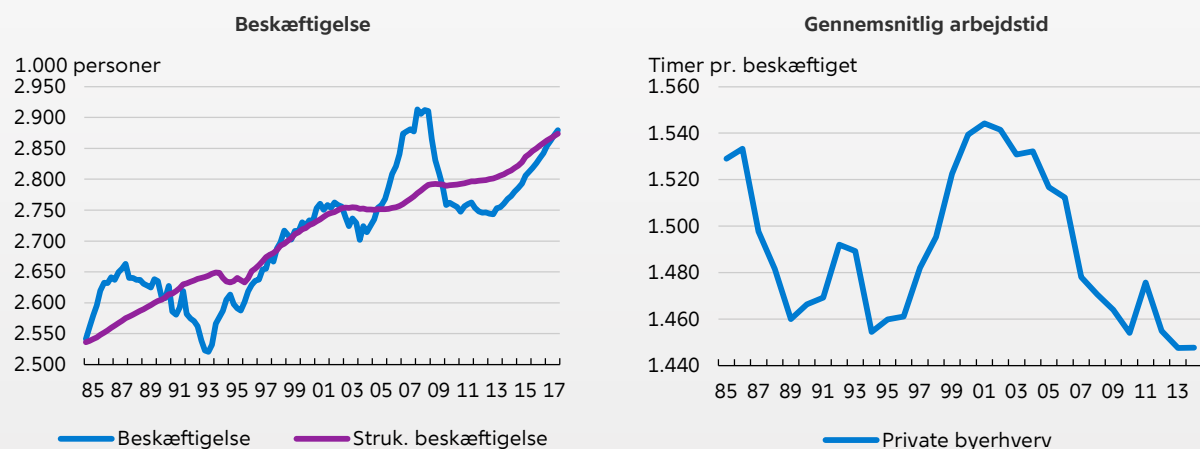
Beskæftigelsesfremgangen i 1990'erne var ledsaget af flere arbejdsmarkedsreformer, der løbende forbedrede strukturerne på arbejdsmarkedet ved at nedbringe den strukturelle ledighed. Både den faktiske og den strukturelle beskæftigelse steg derfor under opsvinget, jf. venstre figur. Strukturforbedringerne var sammen med stramningen af finanspolitikken i slutningen af 1990'erne med til at understøtte, at opsvinget kunne finde sted uden reel overophed-

ning af arbejdsmarkedet. Samtidig steg arbejdstiden, jf. højre figur.

Den kraftige stigning i beskæftigelsen under 2000'ernes opsving var ikke på samme måde ledsaget af strukturelle forbedringer, hvilket resulterede i en betydelig overophedning og efterfølgende kraftig korrektion på arbejdsmarkedet.

Konjunktur- og strukturledigheden ligger i dag lavt set i et længere perspektiv, og beskæftigelsespotentialet herfra er således begrænset i forhold til foregående opsving. Stigningen i beskæftigelsen – både faktisk og strukturelt – skal dermed primært tilvejebringes ved øget arbejdsstyrke.

Beskæftigelse og gennemsnitlig arbejdstid



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

ARBEJDSMARKEDSREFORMER

ØGER BESKÆFTIGELSEN

Der er i de senere år gennemført en række arbejdsmarkedsreformer, der har til hensigt at løfte erhvervsfrekvensen blandt den arbejdsdygtige del af befolkningen fremadrettet. Det gælder fx velfærdsaftalen fra 2006 og tilbagetrækningsreformen fra 2011, der fra 2014 til 2017 bl.a. gradvist hæver efterlønsalderen fra 60 til 62 år. Allerede nu har tilbagetrækningsreformen medført, at en større del af de efterlønsberettigede forbliver i beskæftigelse frem til den forhøjede efterlønsalder, jf. figur 9 (venstre).

Lignende effekter på arbejdsudbud og beskæftigelse ses også af efterlønsreformen fra 1998, der bl.a. hævde egenfinansieringen og skærpede modregningen af privat pensionsopsparing. Siden 1998 er beskæftigelsesfrekvensen for de 60-64-årige steget uafbrudt, jf. figur

9 (højre). Tilsvarende bidrog afskaffelsen af overgangsydelsen for de 50-59-årige i 1996 til en højere beskæftigelsesfrekvens for personer tæt på efterlønsalderen. Efterlønsreformerne og afskaffelsen af overgangsydelsen er tydelige eksempler på arbejdsmarkedsreformer, der øger arbejdsudbuddet.

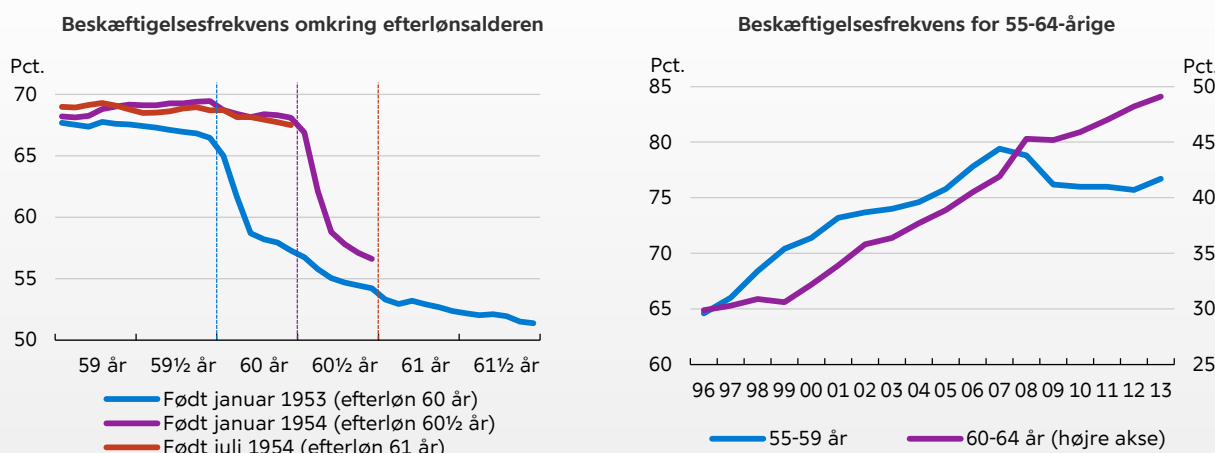
UNGE UDGØR STADIG EN ARBEJDSKRAFTRESERVE

Under forrige højkonjunktur bidrog unge med en betydelig tilgang til arbejdsmarkedet. Det skal ses i lyset af den usædvanlige situation på jobmarkedet, der bl.a. fik flere unge til at udskyde eller helt droppe deres uddannelser til fordel for beskæftigelse, samt at flere studerende var beskæftigede ved siden af studierne.

De unge og de studerende udgør stadig en potentiel arbejdskraftsreserve, om end den kan være lidt mindre end tidligere. Uddannelsesfrekvensen

Beskæftigelsesfrekvens omkring efterlønsalderen og beskæftigelsesfrekvens for 55-64-årige

Figur 9



Anm.: Der er brud i 2008 i højre figur.

Kilde: Økonomi- og Indenrigsministeriet (maj 2015) og Danmarks Statistik.

blandt unge er siden tilbageslaget vendt tilbage til den støtte stigning fra før opsvinget. Derudover kan den såkaldte fremdriftsreform begrænse studerendes muligheder for at tage et studiejob. På længere sigt vil den imidlertid bidrage til, at de studerende gennemfører deres uddannelse hurtigere og indtræder fuldt på arbejdsmarkedet tidligere, end det er tilfældet nu. Reformen vil dog først slå igennem om nogle år og vil dermed næppe hjælpe til at imødegå et pres i de først-kommende år.

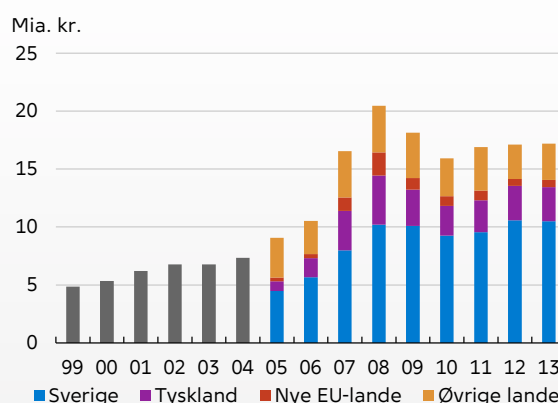
UDENLANDSK ARBEJDSKRAFT UDGØR ET STORT POTENTIALE

Som en del af EU er det danske arbejdsmarked åbent for andre EU-borgere, og de udgør en betydelig arbejdsreserves for danske virksomheder. Med EU-udvidelserne i 2004 og 2007 blev reserven betragteligt større. Tilgangen af udenlandsk arbejdskraft gennem 2000'erne er ikke fuldt statistisk belyst, men lønudgifterne på betalingsbalancen kan give en indikation af udviklingen. Lønudgifterne giver ikke et fyldestgørende billede af den udenlandske arbejdskraft i Danmark, da de kun omfatter personer (uanset nationalitet), der enten bor i udlandet, eller opholder sig i Danmark i mindre end et år. Det betyder, at udenlandske statsborgere, der bor og arbejder i Danmark i mere end et år, og som må formodes at udgøre en væsentlig del af den udenlandske

arbejdskraft i Danmark, ikke indgår. Lønudgifterne indikerer, at tilgangen især tog til i 2007 og 2008, jf. figur 10. Den udenlandske arbejdsreserves viste sig at være relativt mobil igennem den seneste konjunkturcyklus og bidrog til at lette presset på arbejdsmarkedet, da det var værst. Den kom

Lønudgifter på betalingsbalancen

Figur 10



Anm.: Lønudgiften på betalingsbalancen angiver udbetaling af løn, der er optjent i Danmark, til personer (uanset nationalitet), der enten bor i udlandet, eller opholder sig i Danmark i mindre end et år. Udviklingen i lønudgiften påvirkes både af antallet af personer, arbejdstiden og timelønnen. Uforholdsmæssigt store lønudbetalinger til uoplyste lande gør det umuligt at opsplitte på lande før 2005. Nye EU-lande omfatter Bulgarien, Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Rumænien, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn.

Kilde: Danmarks Statistik.

Lønmodtagerbeskæftigelse

Tabel 1

1.000 personer	4. kvrt. 2014	Ændring 4. kvrt. 2013 - 4. kvrt. 2014	Ændring 4. kvrt. 2011 - 4. kvrt. 2014
Private lønmodtagere i alt ¹	2.012	34	45
- Danske statsborgere ¹	1.813	18	10
- Udenlandske statsborgere ¹	195	16	37
- Fra nordiske lande ²	24	1	1
- Fra nye EU-lande ²	70	7	21
- Fra Polen ²	30	2	7
- Fra Rumænien ²	15	2	7
- Fra øvrige EU-lande ²	43	3	7
- Ukendt statsborgerskab ¹	4	0	-1
Befolkning 16-66 år i alt	3.714	5	5
- Danske statsborgere	3.372	-17	-46
- Udenlandske statsborgere	341	22	52
Lønmodtagerfrekvens, privat sektor (pct.)	54	0,8	1,1
- Danske Statsborgere	54	0,8	1,0
- Udenlandske Statsborgere	57	1,0	2,5

Anm.: Lønmodtagerbeskæftigelsen stammer fra forskellige kilder, og man skal være varsom med direkte sammenligninger, jf. noter.

Kilde: Beskæftigelsesministeriet, Jobindsats.dk, Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. Beskæftigelsesministeriets opgørelse over lønmodtagerbeskæftigelse i den private sektor er angivet i berørte personer og fordelt på danske og udenlandske statsborgere (16-70 år). Statsborgerskabet er ukendt i de tilfælde, hvor arbejdsgiveren har indberettet til elndkomst uden et CPR-nummer. <http://bm.dk/da/Aktuelt/Nyheder/Arkiv/2015/08/Lonmodtagerbeskaeftigelsen.aspx>

2. Jobindsats' opgørelse over lønmodtagere med udenlandsk statsborgerskab. Statistikken dækker lønmodtagere i både den private og offentlige sektor. Se anmærkning til figur 10 for en angivelse af nye EU-lande.

især fra Sverige og Tyskland, men også fra de nye EU-lande.

Den seneste udvikling på arbejdsmarkedet peger ikke i retning af, at den internationale arbejdskraftsmobilitet er svækket i kølvandet på krisen. Antallet af udenlandske lønmodtagere i den private sektor steg med omkring 37.000 personer fra 4. kvartal 2011 til 4. kvartal 2014, jf. tabel 1. I samme periode er antallet af lønmodtagere fra de nye EU-lande steget med 21.000 personer – størstedelen fra Rumænien og Polen. Den udenlandske arbejdskraft har bidraget til at øge beskæftigelsen i en periode, hvor antallet af danske statsborgere i den arbejdsdygtige alder er aftaget.

Den udenlandske arbejdskraft varetager job inden for alle brancher, men er typisk overrepræsenteret inden for landbrug og visse serviceerhverv som fx hotel, restauration og rengøring mv. Særligt arbejdskraften fra de nye EU-lande varetager

også job inden for industrien og i byggeriet, jf. tabel 2. Uden den udenlandske tilgang, må manglen på arbejdskraft i disse sektorer formodes at have været større.

OPHEDNING KAN VISE SIG SNART

UDEN ØGET ARBEJDSUDBUD

I Nationalbankens prognose forudsættes den strukturelle arbejdsstyrke at stige med i størrelsesordenen 45-50.000 fra 2014 til 2017. Hvis ikke den løftes, kan presset på arbejdsmarkedet opstå hurtigere og kraftigere, når opsvinget tager til, og beskæftigelsen stiger. Den risiko forstærkes yderligere af den lave ledighed.

Allerede inden for få år kan dansk økonomi befinde sig i en situation, der minder om perioden før overophedningen i midten af 2000'erne, jf. boks 2. Stærke kræfter skubber aktuelt på efterspørgslen, og forudsætningerne for en hurtigere

Udenlandske lønmodtagere fordelt på brancher

Tabel 2

1.000 personer	Udenlandske lønmodtagere i alt			Udenlandske lønmodtagere fra nye EU-lande		
	4. kv. 14	4. kv. 13 - 4. kv. 14	4. kv. 11 - 4. kv. 14	4. kv. 14	4. kv. 13 - 4. kv. 14	4. kv. 11 - 4. kv. 14
I alt	195	15	38	70	7	21
- Landbrug mv.	16	1	3	12	1	2
- Industri	24	2	3	10	1	2
- Bygge og anlæg	15	2	4	9	1	3
- Handel	18	1	3	5	0	2
- Transport	15	1	4	5	1	2
- Hotel og restauration	19	2	5	6	1	2
- Vidensservice	10	1	3	2	0	1
- Rejsebureau, rengøring mv.	32	2	6	16	1	5
- Offentlig adm. mv.	36	2	6	5	0	1
- Øvrige erhverv	21	2	4	4	1	1

Anm.: Alle ansættelsessteder en person måtte have inden for den valgte periode indgår i opgørelsen. Derfor kan summen af antal udenlandske statsborgere i de enkelte brancher overstige det totale antal udenlandske statsborgere med lønindkomst i Danmark. Se anmærkning til figur 10 for en angivelse af nye EU-lande.

Kilde: Jobindsats.dk

og kraftigere stigning i efterspørgslen er til stede, jf. Pedersen m.fl. (2015). Derfor er det vigtigt at sikre, at virksomhederne har adgang til kvalificeret arbejdskraft, når opsvinget tager til.

LITTERATUR

Andersen, Asger Lau og Morten Hedegaard Rasmussen (2011), Produktionspotentialer i dansk økonomi, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, del 2.

Pedersen, Erik Haller, Rasmus Mose Jensen og Tina Saaby Hvolbøl (2015), Risici forbundet med det aktuelle opsving i dansk økonomi, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Økonomi- og Indenrigsministeriet (2015), Økonomisk redegørelse, *maj 2015*

Alternativt forløb uden underliggende stigning i arbejdsstyrken

Boks 2

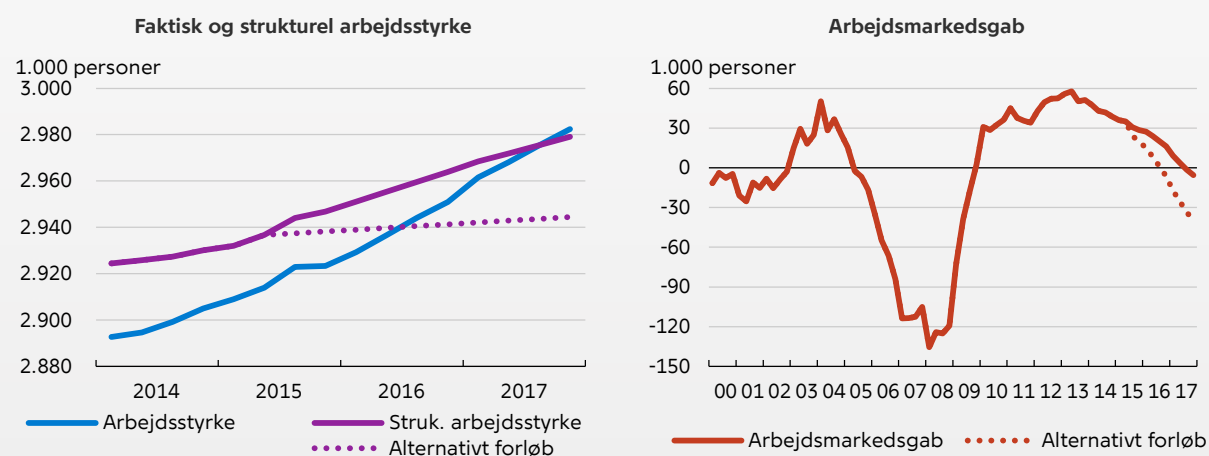
For at illustrere betydningen af reformvirkningerne på arbejdsudbuddet kan Nationalbankens prognose betragtes i et tænkt alternativt forløb, hvor kun demografien slår igennem på arbejdsstyrken, dvs. erhvervsfrekvensen fastholdes for de enkelte aldersgrupper, køn og herkomst. Det svarer til en omtrent uændret strukturel arbejdsstyrke, jf. venstre figur.

Det lægges til grund, at efterspørgslen ikke påvirkes i eksemplet. I prognosen ventes en forholdsvis moderat stigning i efterspørgsel og beskæftigelse, men forudsætningerne for en hurtigere og kraftigere stigning i efterspørgslen er til stede. Dansk økonomi er allerede inde i opsvinget, og det er usikkert, om lønningerne for alvor vil kunne nå at reagere på det alternative forløb frem mod 2017. Det er derfor ikke

sikkert, at efterspørgslen og beskæftigelsesfremgangen vil være væsentlig anderledes. Under den forudsætning viser eksemplet, at dansk økonomi inden for få år kan komme i en situation, der ligner optakten, kort før overophedningen i 2000'erne for alvor indtraf på det danske arbejdsmarked, jf. højre figur.

Eksemplet understreger behovet for øget arbejdsudbud i de kommende år, i takt med at efterspørgslen tager til. Reforme og tilgang af udenlandsk arbejdskraft kan sikre, at beskæftigelsen kan vokse fremover, uden at det fører til uholdbare lønstigninger og opbygning af ubalancer i økonomien.

Alternativt forløb



Anm.: Arbejdsmarkedsgabet er defineret som ledighedsgabet minus arbejdsstyrkegabet. Et negativt arbejdsmarkedsgab angiver, at det samlede input af arbejdskraft er over det strukturelle niveau. Det kan skyldes, at ledigheden er lavere end den strukturelle ledighed, eller at arbejdsstyrken er over sit strukturelle niveau.

Kilde: Egne beregninger.

SENESTE TENDENSER PÅ BOLIGMARKEDET

Erik Haller Pedersen og Jacob Isaksen,
Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Priser og omsætning på boligmarkedet er steget det seneste år. En generel bedring af boligmarkedet er en naturlig del af det igangværende opsving, men rummer samtidig en fare for, at det løber af sporet. Det vil ske, hvis efterspørgslen efter boliger stiger meget kraftigere end udbudet, og der blandt køberne skabes forventninger om, at en høj prisstigningstakt vil fortsætte i lang tid fremover.

Den årlige prisstigningstakt på boliger for landet under ét er øget siden nytår. Det gælder både for parcelhuse og ejerlejligheder. Der er nu prisstigninger i så godt som alle landets kommuner. I nogle dele af landet er priserne først begyndt at stige for nylig, og der er derfor fortsat tale om store forskelle på boligmarkedet på tværs af landet. De højeste stigninger har været i hovedstadsområdet og i lidt mindre grad andre store byer.

Udviklingen går i dele af landet nu så stærkt, at der er grund til skærpet årvågenhed. Det lave renteniveau og et opsving, der skønnes at tage til i styrke, udgør baggrunden for de stigende boligpriser. I de store byer er der dog en risiko for, at prisstigningerne er selvforstærkende. Det afspejler sig bl.a. i boligkøbernes fortsat høje forventninger til de fremtidige prisstigninger. Rentestigningen i foråret synes at have dæmpet omsætningen en smule, mens prisstigningstakten på ejerboliger fortsat ligger på et højt niveau, om end priserne på enfamiliehuse er afbøjet i de seneste måneder.

Boligmarkedet har under tidligere opsving været en kilde til makroøkonomisk ustabilitet og

overophedning af økonomien. Det gjaldt i udpræget grad under opsvinget i 2000'erne. En medvirkende årsag var fraværet af tilstrækkelige automatiske stabilisatorer, herunder i udformningen af boligbeskatningen. Der er stor geografisk spredning i beskatningen, da de effektive ejendomsværdi- og grundskyldssatser varierer på tværs af landet. Der er behov for hurtigst muligt at etablere en beskatning af boligens værdi, således at den betalte skat stiger, når boligpriserne stiger, og falder, når boligpriserne falder, sådan som det var tilfældet inden fastfrysningen af ejendomsværdiskatten i 2002.

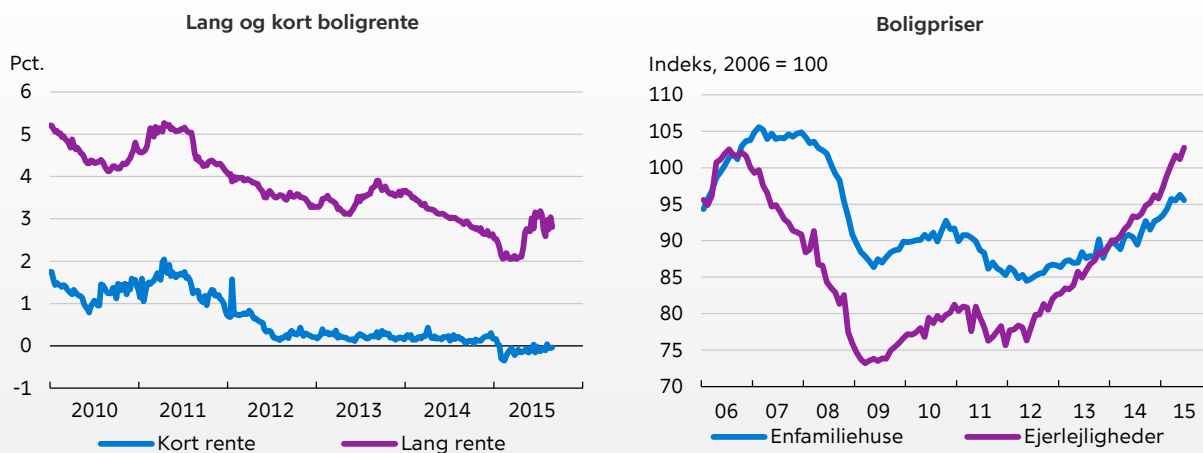
Andre mindre effektive og mere usikkert virkende midler kan også tages i brug for at stabilisere boligmarkedet. Det kunne være en lovmæssig begrænsning af husholdningernes adgang til at optage afdragsfrie lån. Hertil kommer, at der bør være tilbageholdenhed i långivningen til køb af boliger. I mange tilfælde vil det være fornuftigt, hvis bankerne kræver en væsentlig større udbetaling end de 5 pct. af købesummen, som fra 1. november vil indgå i reglerne om god skik for finansielle virksomheder.

DEN AKTUELLE UDVIKLING PÅ BOLIGMARKEDET

Renteniveauet herhjemme og internationalt har overordnet set været faldende gennem mange år, og i Danmark nåede den lange realkreditrente efter et yderligere fald først på året ned på 2 pct. midt i februar, jf. figur 1 (venstre). Siden har der været en lille stigning, men set over en længere

Boligrenter og -priser

Figur 1



Anm.: Venstre figur: Den korte rente er den gennemsnitlige korte obligationsrente for realkreditobligationer i danske kroner. Den lange rente er den gennemsnitlige 30-årige obligationsrente for realkreditobligationer i danske kroner. Seneste observation er uge 36, 2015. Højre figur: Nominelle boligpriser, sæsonkorrigeret. Seneste observation er juni 2015.
Kilde: Realkreditrådet, Danmarks Statistik og egen sæsonkorrektion.

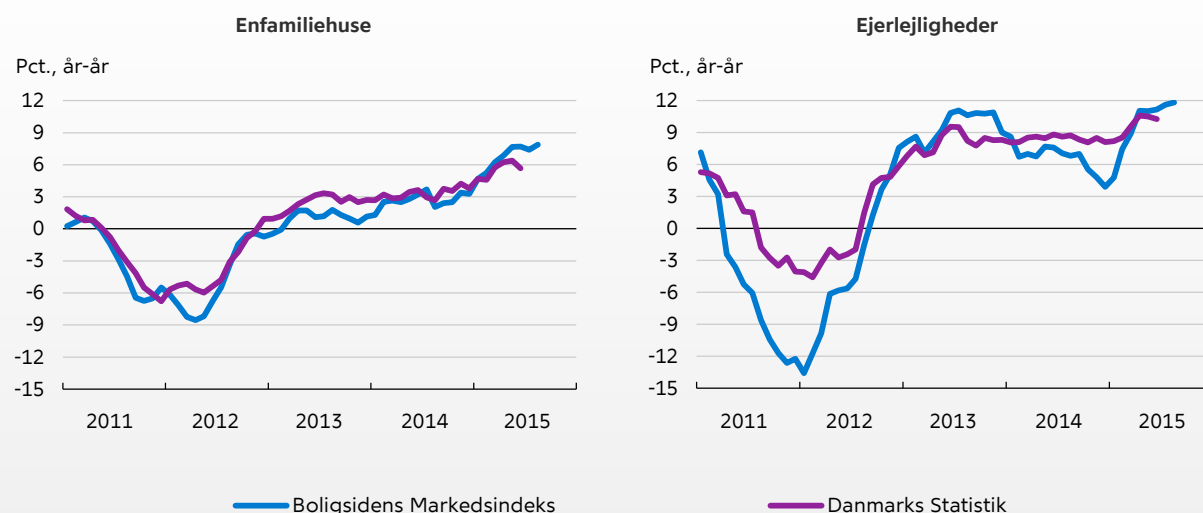
periode er det nuværende niveau fortsat meget lavt. Det gælder i endnu højere grad i den korte ende af løbetidsspektret. Det lave renteniveau har gennem den seneste tid medvirket til at øge aktiviteten herhjemme og stimuleret boligpriserne.

Det yderligere rentefald i begyndelsen af året medvirkede sammen med den generelle bedring

i konjunkturerne til en acceleration i boligpriserne i årets første måneder. Det var tilfældet for både enfamiliehuse og ejerlejligheder, jf. figur 1 (højre). Udviklingen i de årlige prisstigningstakter udviser dog forholdsvis store månedlige udsving, så det kan være vanskeligt at udlede den seneste tendens. Glattes prisstigningstakten ud ved hjælp

Boligprisstigning

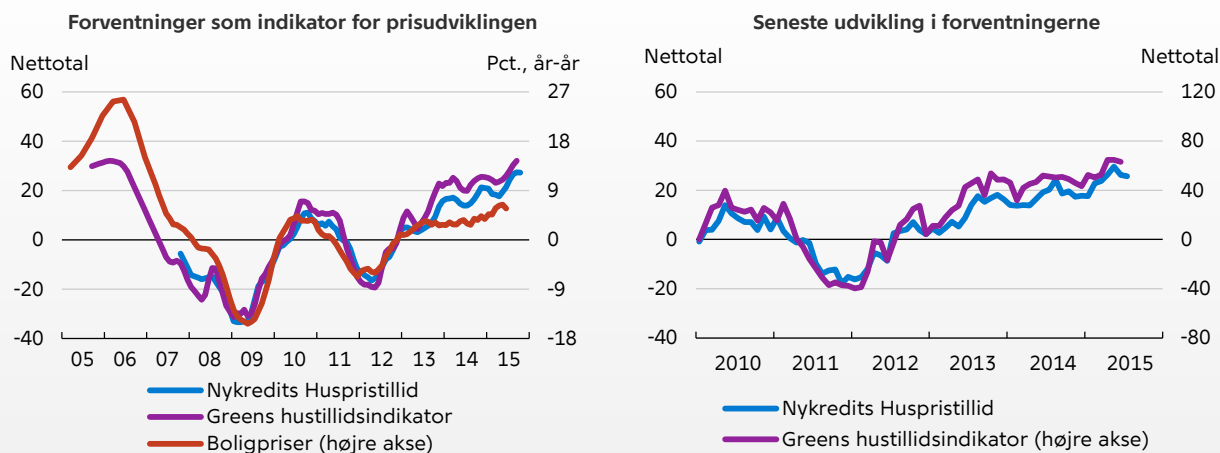
Figur 2



Anm.: Serierne er vist som 3 måneders glidende gennemsnit. Seneste observation for Boligsidens Markedsindeks er august 2015, mens seneste observation for Danmarks Statistiks prisindeks er juni 2015. Blandt forskellene på opgørelsen af de to indeks er, at Danmarks Statistiks prisindeks er baseret på tinglyste salg, mens Boligsidens Markedsindeks er baseret på annoncer på Boligsiden.dk.
Kilde: Danmarks Statistik og Boligsiden.dk.

Forventninger til boligmarkedet

Figur 3



Anm.: Seneste observation for Nykredits Huspristillid er juli, mens seneste observation for Greens hustillidsindikator er juni. I venstre figur benyttes 3 måneders glidende gennemsnit, og forventningsindikatorerne er ledt 3 måneder frem. Greens hustillidsindikator er desuden skaleret med en faktor på 0,5. Huspriser er Danmarks Statistiks prisindeks for enfamiliehuse, hvis seneste observation er juni. I højre figur vises de faktiske månedlige tal.

Kilde: Nykredit, Greens Analyseinstitut for dagbladet Børsen, Danmarks Statistik og egne beregninger.

af 3 måneders glidende gennemsnit, lå årsstigningstakten ved udgangen af 2014 ifølge Danmarks Statistik på knap 4 pct. for enfamiliehuse og 8 pct. for ejerlejligheder, jf. figur 2. I juni var denne tiltaget til knap 6 pct. for enfamiliehuse og godt 10 pct. for ejerlejligheder.

Rentestigningen i foråret synes at have dæmpet omsætningen en smule, mens prisstigningstakten på ejerboliger fortsat ligger på et højt niveau, om end priserne på enfamiliehuse er afbøjet i de seneste måneder. Det er også tilfældet for forventningerne til boligmarkedet, jf. figur 3.

Målt i reale termer var priserne på enfamiliehuse i 2. kvartal ca. 20 pct. under toppunktet i 2007, mens de reale ejerlejlighedspriser lå ca. 15 pct. under toppunktet i 2006, jf. figur 4 (venstre). Sættes priserne i stedet i forhold til husholdningernes disponible indkomst, lå de ca. 30 pct. under niveauet, da priserne toppede i 2006-07, jf. figur 4 (højre). Niveauet i 2006-07 var imidlertid ikke udtryk for et ligevægtsniveau, men resultatet af et overophedet boligmarked og kan derfor ikke benyttes som referencepunkt for, hvor boligmarkedet bør være på vej hen.

Boligbyrden, dvs. finansieringsomkostningerne ved at købe en bolig som andel af husholdningernes gennemsnitlige disponible indkomst, ligger klart under sit gennemsnit over de seneste par årtier. De lave finansieringsomkostninger skyldes de

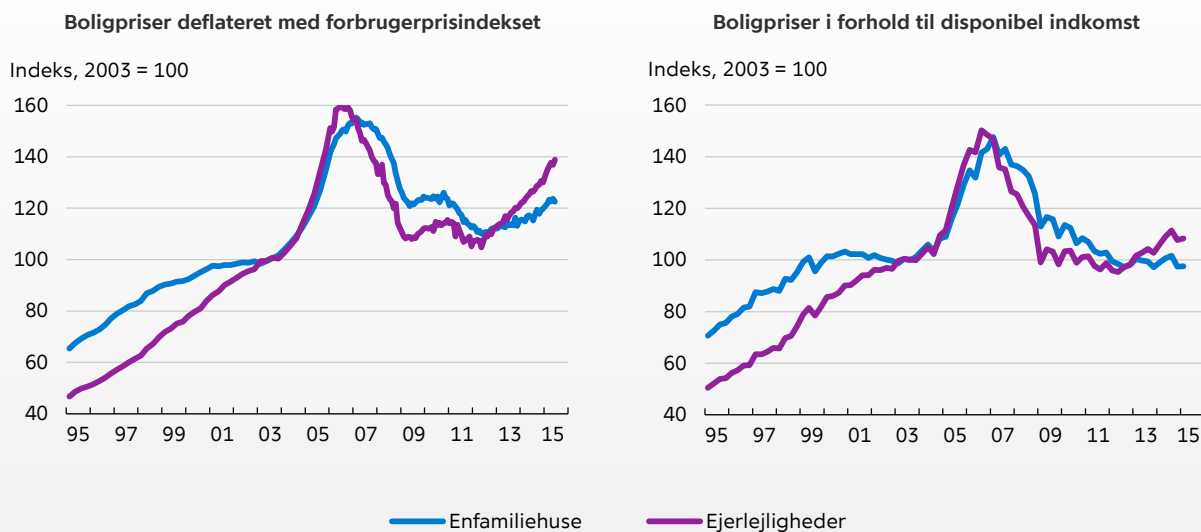
lave renter, der har opvejet boligprisstigningerne. Det giver sig bl.a. udtryk ved, at den estimerede boligpris i Nationalbankens kontantprisrelation ligger over den faktiske pris. Det indikerer trods en vis usikkerhed i en sådan opgørelse, at det nuværende lave renteniveau ikke fuldt ud er indpriset i boligpriserne.

Antallet af tinglyste salg er steget de seneste par år, jf. figur 5 (venstre) – kraftigt trukket op af Region Hovedstaden og i mindre grad Region Sjælland. Senest er omsætningen også begyndt at stige i landet øvrige regioner. Der er således store regionale forskelle. Opgjort som andel af boligmassen udgjorde antallet af tinglyste salg 3,3 pct. i 2. kvartal, mod et gennemsnit siden 1981 på 4,0 pct. Stigningen i omsætningen over det seneste år har mindsket forskellen, men der er stadig et stykke vej, før omsætningen for landet som helhed er oppe på det gennemsnitlige niveau set over en længere periode.

Udbuddet af boliger til salg er faldet, men er fortsat ganske højt, jf. figur 5 (højre). Der er mange steder i landet en ophobet beholdning af huse, der som følge af den stigende omsætning nu sættes til salg. Så længe det er tilfældet, vil det lægge en dæmper på prisstigningerne i de pågældende områder. Især en del områder uden for de store byer står i den situation. Stigende omsætning og faldende udbud har betydet, at den gennemsnit-

Reale boligpriser

Figur 4

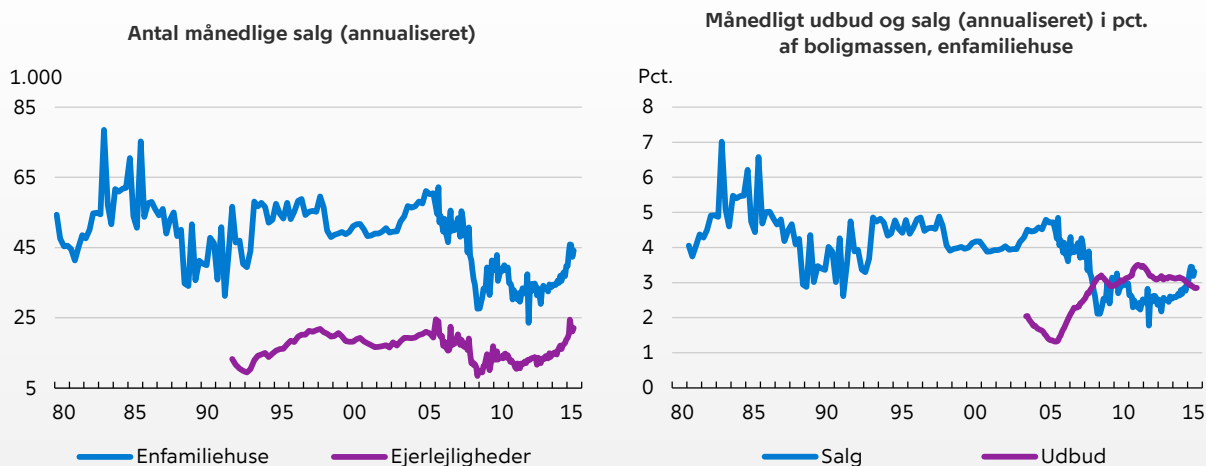


Anm.: Data er sæsonkorrigeret. For de reale boligpriser er benyttet kvartalsobservationer til og med 2005, hvorefter observationerne er på månedlig frekvens. Seneste observation er juni 2015. Boligpriser i forhold til disponibel indkomst er på kvartalsfrekvens. Seneste observation er 1. kvartal 2015. Husholdningernes disponible indkomst er korrigeret for de ekstraordinære skattebetalinger i forbindelse med omlægningen af kapitalpensioner og LD-midler i 2013-15.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Tinglyste salg og boliger udbudt til salg

Figur 5



Anm.: Venstre figur: Seneste observation er juni 2015. Antal salg er justeret op som følge af forsinkelse i tinglysningen. Kvartalstal er benyttet frem til og med 2005, hvorefter frekvensen er månedlig. Højre figur: Seneste observation for salg er juni, mens det for udbud er august. Udbuddet af enfamiliehuse til salg og antallet af tinglyste salg af enfamiliehuse er sat i forhold til antallet af enfamiliehuse, der for 2015 er baseret på skøn. Data er sæsonkorrigeret.

Kilde: Realkreditsrådets boligudbudsstatistik, Danmarks Statistik og egne beregninger.

lige liggetid for enfamiliehuse er faldet svagt over det seneste år, men med 282 dage er den fortsat ganske høj.

Fremgangen på boligmarkedet under ét er et gennemsnitstal, der dækker over store regionale

forskelle. Landsgennemsnittet giver derfor ikke nødvendigvis et retvisende billede af situationen alle steder i landet. En del af de geografiske forskelle er strukturelle af natur med vedvarende fraflytning og fald i folketallet uden for de stør-

re byer og modsat stigning i byerne. En generel bedring af økonomien vil ikke løse de udfordringer, som boligmarkedet står overfor pga. den demografiske udvikling. Disse udfordringer løses gennem en tilpasning af boligudbuddet, som traditionelt er træg. De store regionale forskelle kan derfor fortsætte i lang tid endnu.

Stigende boligpriser kan bidrage til at styrke boligbyggeriet og det private forbrug. Boligprisstigningerne kan dog også løbe løbsk og potentielt medføre negative konsekvenser for økonomien. Høje prisstigninger er bekymrende, da de kan blive selvforstærkende og medføre, at priserne vil stige mere, end de underliggende udbuds- og efterspørgselsforhold samt boligens fundamentale værdi tilsiger. Baseres efterspørgsel på en forventning om et hurtigt afkast i form af stigende boligpriser, kan det have en selvforstærkende effekt på boligpriserne. Det er dette fænomen, der kendetegner en boligprisboble. Det er vurderingen, at der ikke er en boble på det danske boligmarked, men med de høje prisstigninger på dele af markedet og med forventninger om fortsatte prisstigninger er der grund til skærpet årvågenhed. Især stigningstakten i boligpriserne i dele af hovedstadsområdet er uholdbar, og der er risiko for dannelse af en lokal boligprisboble.

UDVIKLINGEN PÅ DET KØBENHAVNSKE BOLIGMARKED

I løbet af det seneste halvandet år har prisstigningstakten for huse i Region Hovedstaden ligget i omegnen af 5-6 pct. pr. år, mens den har været stigende i landets øvrige regioner, men på et lavere niveau. Det er imidlertid på markedet for ejerlejligheder, at de store byer skiller sig ud i form af høje prisstigninger. I landsdelen København by¹ har prisstigningstakten på ejerlejligheder de seneste par år ligget omkring 10 pct. pr. år. Set over en længere periode har prisudsvingene i hovedstaden generelt været større end for landet som helhed.

Forskellen mellem København og det øvrige Danmark illustreres bl.a. ved, at omsætningen af ejerlejligheder i København by er næsten dobbelt

så høj som i resten af landet, jf. figur 6 (venstre). Udbuddet af ejerlejligheder er, som i resten af landet, på et meget lavt niveau, jf. figur 6 (højre). Den høje omsætning og det lave udbud er med til at presse priserne i vejret i København by og trække landsgennemsnittet op.

De seneste års stigende priser på ejerlejligheder i København by skal bl.a. ses i lyset af et stigende indbyggertal. I Københavns og Frederiksberg kommune er befolkningen således øget med 10-12.000 personer årligt siden 2008. Det skyldes både nettoindvandring og -tilflytning, men også at flere unge vælger at blive boende længere tid i byen, efter de har stiftet familie. I 2014 var netto-tilflytningen fra resten af landet næsten nul, mens befolkningsvæksten blev holdt oppe af stigende indvandring og øget fødselsoverskud.

I modsat retning trækker nybyggeriet i København, der bidrager til at øge udbuddet af ejerlejligheder, og derved lægger det en dæmper på prisstigningerne. Gennem de seneste fire kvartaler var det fuldførte byggeri næsten fire gange højere end det seneste lavpunkt, der fulgte i kølvandet på finanskrisen i 2. kvartal 2010, jf. figur 7. Antallet af nybyggede lejligheder står dog langt fra mål med befolkningsvæksten i disse år. Der er bl.a. tale om store byggeprojekter i Carlsberg-byen og på Nordhavnen, hvor de fleste boliger først står indflytningsklare om en del år. På den måde letter det ikke umiddelbart presset på ejerboligmarkedet i København.

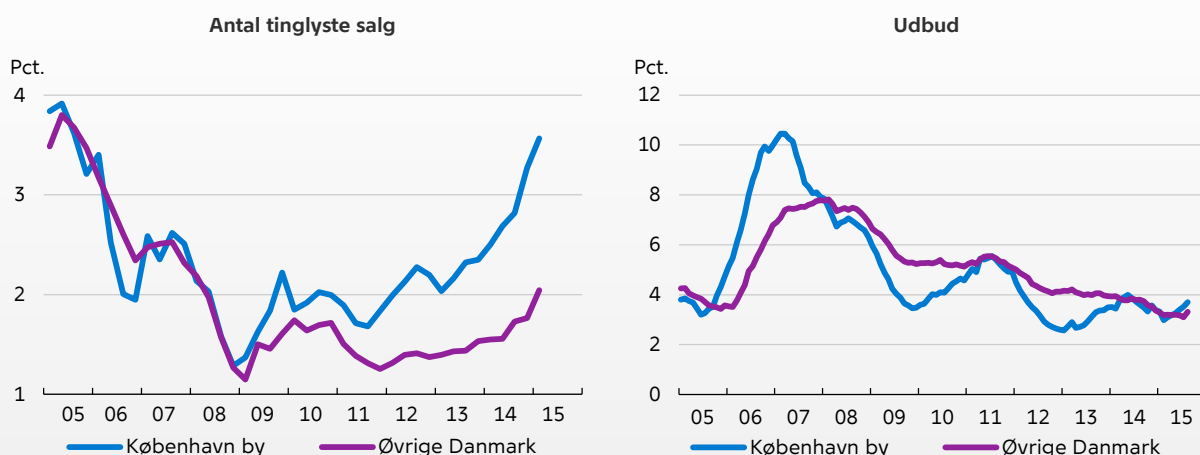
Det er usikkert, hvor meget og hvor hurtigt fremgangen i København by eventuelt vil sprede sig til de omkringliggende områder. En sådan spredning vil kunne tage toppen af prisstigningerne i København, når indbyggere flytter væk fra byen. Historisk har der været en høj samvariation mellem udviklingen i København og i de omkringliggende landsdele. Det er ikke bare en spredningseffekt, men skyldes også, at boligmarkedet i hele landet påvirkes af de samme underliggende faktorer, herunder den generelle økonomiske udvikling. Bliver spændet mellem kvadratmeterpriserne tilstrækkelig stort, viser erfaringerne dog, at en del flytter fra hovedstadsområdet til pendlernære områder.

Selv om prisudviklingen i København i nogen grad kan forklares ud fra udviklingen i renter,

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

Antal tinglyste salg og udbud af ejerlejligheder i procent af boligmassen, København by og øvrige Danmark

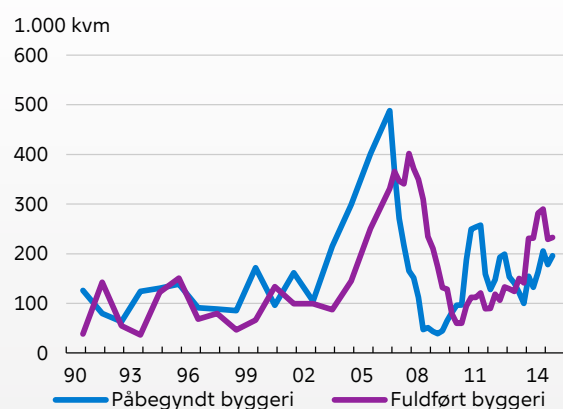
Figur 6



Anm.: Data er sæsonkorrigeret. Seneste observation for antal tinglyste salg er 1. kvartal 2015, mens seneste observation for udbuddet er august 2015. Antal tinglyste salg og udbud af enfamiliehuse til salg er i procent af antallet af enfamiliehuse i den pågældende landsdel. Kategorien "Øvrige Danmark" består af alle landsdelene i Danmark foruden København By.
Kilde: Realkreditrådets boligudbudsstatistik, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Boligbyggeri i København og Frederiksberg Kommune

Figur 7



Anm.: Byggeri af parcelhuse, række-, kæde- og dobbelthuse, etageboliger, kollegier, døgninstitutioner og anden helårsbeboelse. Aktiviteten er ikke korrigeret for forsinkelser. Der er brud i data for påbegyndt byggeri i 2006, hvorfor data før dette tidspunkt er opjusteret. Frem til og med 2006 er data på årlig frekvens, hvorefter data er 4 kvartalers glidende sum. Seneste observation er 2. kvartal 2015.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

indkomster og stor befolkningstilvækst, er en så voldsom prisstigningstakt, som er set de seneste år, bekymrende og uholdbar. Der er risiko for, at priserne i højere grad drives af spekulative køb ud fra forventninger til yderligere prisstigninger end af underliggende udbuds- og efterspørgselsforhold. Projektsalg udgør en større andel af handlerne i dag end tidligere, jf. boks 1. Det er en af måderne, hvorpå boligudbuddet kan tilpasse sig den stigende efterspørgsel på det københavnske boligmarked. Projektsalg er samtidig en måde at finansiere nybyggeri med mindre risiko for byggherre.

Blandt indikationerne på en opbygning af en boligprisboble er stærk kreditvækst, oppustet privatforbrug og boliginvesteringer, ligesom den ofte følges af store lønstigninger i byggeriet. Aktuelt er disse indikationer ikke til stede. Privatforbruget vokser med knap 2 pct. pr. år, lønstigningerne i byggeriet er blandt de højeste i den private sektor, men ikke høje i et længere perspektiv og nybyggeriet er lavt. Med hensyn til kreditvækst kan der spores en stigning i de områder, hvor aktiviteten på boligmarkedet er størst. Væksten i realkreditlån har gennem det seneste halvandet år været drevet af stigning i udlån i hovedstadsområdet og i mindre grad Østjylland, jf. figur 8 (venstre). Væksten i kredit er dog fortsat

Der er flere særlige karakteristika ved projektsalg, der gør, at det adskiller sig fra almindelige bolighandel. Når en ejendom handles, hvorpå der ikke tidligere har været registreret en folkeregisteradresse, sælges ejendommen uden bopælspligt. Dette er i sagens natur tilfældet for nybyggeri, hvilket åbner for købersegmenter, der kan inkludere udlandsdanskere og andre købestærke udlændinge, der ønsker en sekundær bolig i København.

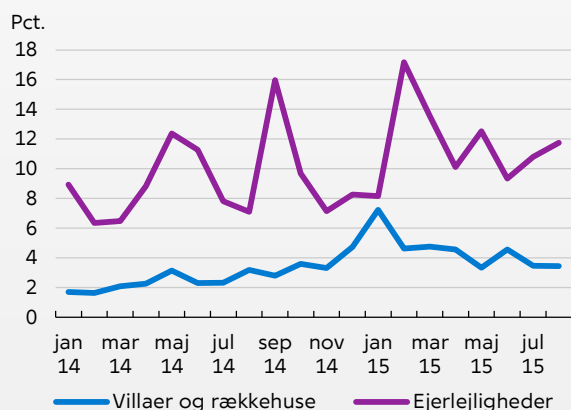
En anden forskel er, at købsaftalen ofte indgås, inden boligen er indflytningsklar. Handlen medfører derfor spekulation fra købers side, da prisen bindes ved underskrivelse af købsaftalen. At køber er villig til at underskrive en aftale, inden boligen er indflytningsklar, kan der være flere årsager til. Forventningen om, at priserne vil stige eller i hvert fald ikke vil falde, kan få køber til at handle. Udbuddet af boliger ændrer sig også over tid, og en handel i dag kan være nødvendig for at sikre sig en bolig med de rette kvaliteter, herunder beliggenhed.

Siden januar 2014 er der ifølge tal fra Boligsiden.dk gennemført 5.144 handel som projektsalg. Ejerlejligheder

udgjorde 56 pct., rækkehuse 30 pct., villaer 13 pct., og fritidsboliger 1 pct. Projektsalgets andel af det samlede boligsalg synes i perioden at følge en opadrettet tendens – det gælder både for villaer og rækkehuse samt for ejerlejligheder, jf. figur. Blandt handlede ejerlejligheder udgjorde projektsalg omkring 10 pct. i 2. kvartal 2015, mens andelen blandt villaer og rækkehuse lå noget lavere på omtrent 4 pct. Over det seneste halvandet år har omkring halvdelen af ejerlejligheder solgt som projektsalg ligget i Københavns kommune, mens Aarhus kommune kun er noteret for godt 10 pct. Den resterende andel er jævnt fordelt blandt landets øvrige regioner. Projektsalg udgør stort set den samme andel af handlede i København by, som det er tilfældet på landsplan.²

Kvadratmeterpriser på nybyggeri er som regel højere end på eksisterende boliger. En større andel af nybyggeri blandt handlede boliger vil derfor alt andet lige presse de gennemsnitlige kvadratmeterpriser i vejret.

Projektsalgs andel af det samlede salg på landsplan



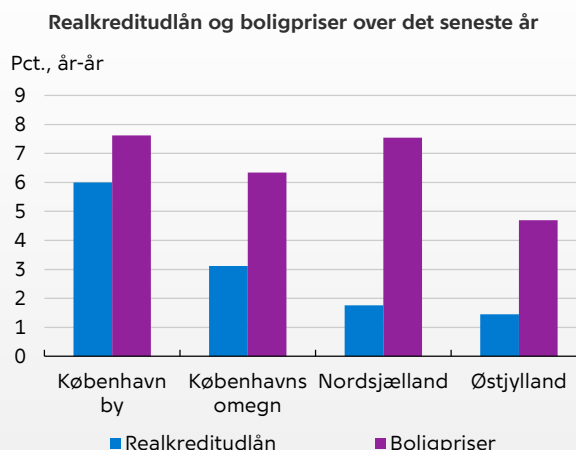
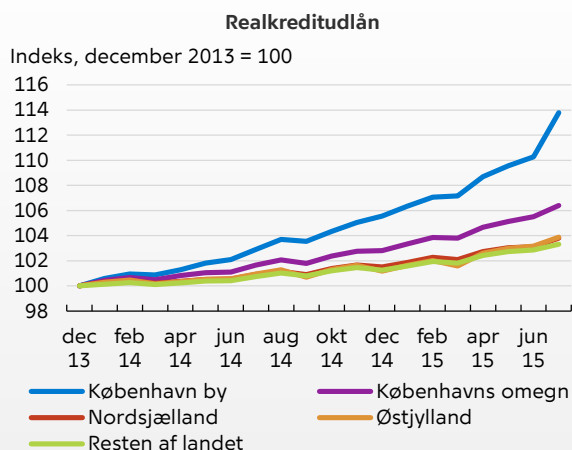
Kilde: Boligsiden.dk og egne beregninger.

1. Ved projektsalg forstås førstegangssalg af boliger, hvor sælger, der er en professionel (firma), sætter tre ejendomme eller mere til salg på samme tid. Der vil i stort set alle projektsalg være tale om nybyggeri – enten færdigopført eller under opførelse. Undtagelser kan eksempelvis være et antal ældre lejligheder, der konverteres og sælges som ejerlejligheder.
2. Ifølge ejendomsmæglerkæden home og Danske Bank udgjorde projektsalg i 2. kvartal 2015 omkring 1/3 af det samlede salg. Forskellen mellem homes og Boligsidens tal skyldes, at Boligsiden inkluderer samtlige handel foretaget af ejendomsmæglere og boligadvokater i deres opgørelse, mens home benytter sig af sin egen kædes handel.

lavere end i stigningen i boligpriserne, jf. figur 8 (højre). Der kan være tale om en forsinkelseffekt i og med, at nyopstået friværdi i praksis først kan belånes med en vis forsinkelse. Lav kreditvækst er dog ikke i sig selv nogen garanti mod opbygningen af en boligprisbølge.

Mangel på kreditmuligheder kan omvendt medvirke til at holde prisstigningerne nede. Det er tilfældet nogle steder i landet uden for de store

byer. Normalt kan der opnås en realkreditbelåning på 80 pct. af ejendommens værdi, men det er ikke noget rets krav. Hjørnестenen i det danske realkreditsystem er lån mod pant i ejendommen. Er pantet ikke til stede i tilstrækkeligt omfang, kan der ikke ydes lån. Grundlæggende løses udfordringen med afvandring fra nogle områder ikke med mere kredit.



Anm.: Udestående mængde af realkreditlån til husholdningerne med pant i ejerboliger og fritidshuse ultimo 2013 fremskrevet med bruttonyudlån fratrasket tidligere indfrielse. Ordinære afdrag er ikke fratrasket. Til højre: Stigning fra 1. kvartal 2014 til 1. kvartal 2015. Boligpriser er for enfamiliehuse.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

BOLIGMASSENS GEOGRAFISKE FORDELING

Der er for tiden stort fokus på udviklingen på boligmarkedet i København og hovedstadsområdet, fordi det er i disse dele af landet, at der aktuelt er størst risiko for en overophedning af markedet efter en længere periode med betydeligt højere prisstigninger end i resten af landet.

Med forskellig geografisk prisudvikling på tværs af landet er det relevant at se på den geografiske fordeling af boligmassen for at vurdere, om de regionalt høje prisstigninger udgør en risiko for den generelle økonomi. Fordelingen af boligmassen afhænger af, om opgørelsen sker efter antallet af boliger eller efter boligernes værdi. Da kvadratmeterpriserne generelt er højere i byerne, ses en større andel af boligmassen her, når den opgøres efter værdi end efter antal, jf. tabel 1.

I Region Hovedstaden findes 40 pct. af den samlede ejerboligmasse, når der måles i værdi, med 12 pct. i København by. For så vidt angår ejerlejlighederne er de koncentreret i de større byer. 32 pct. af antallet af ejerlejligheder er beliggende i København by, og de udgør ca. halvdelen af værdien af alle landets ejerlejligheder og 7 pct. af værdien af den samlede danske boligmasse.

Boligerne i Region Hovedstaden udgør således en betydelig del af boligmassen, ikke mindst

når der måles i værdi, mens det for så vidt angår København by er noget mindre. Det vil derfor antagelig forudsætte, at de store prisstigninger i København by spredt sig til resten af regionen og slår igennem i den øvrige del af landet, før der for alvor kommer en mærkbar påvirkning på hele samfundsøkonomien.

BOLIGBESKATNING OG STABILISERING AF BOLIGMARKEDET

Boligpriserne er over de seneste 20 år steget mere end boligskatterne. Siden begyndelsen af 1990'erne har det medført, at den effektive ejendomsværdiskattesats er halveret, målt som betalt ejendomsværdiskat i forhold til boligens markeds værdi, jf. figur 9 (venstre). Forskellig prisudvikling på tværs af landet har betydet regionale forskelle i den effektive ejendomsværdiskattesats. I hovedstadsområdet er den effektive ejendomsværdiskattesats faldet til en tredjedel, mens den på landsplan er halveret. Beskatningen af kapitalindkomst blev igennem 1990'erne sat ned, hvorfor det er naturligt, at også ejendomsværdiskatten er reduceret, jf. boks 2. Efter 2002 er skattestoppet sammen med stigende boligpriser skyld i, at den effektive skattesats er faldet, hvilket har medført negative konsekvenser for beskatningens evne til

Boligmasse, enfamiliehuse og ejerlejligheder

Tabel 1

Andele i pct.	Samlet	Ejerlejligheder			Huse		
	Værdi af ejerlejligheder og huse	Antal ejerlejligheder	Værdi af ejerlejligheder	Værdi af ejerlejligheder og huse	Antal huse	Værdi af huse	Værdi af ejerlejligheder og huse
Hele landet	100	100	100	15	100	100	85
Region Hovedstaden	40	56	69	10	20	34	30
København by	12	32	46	7	3	6	5
Region Sjælland	13	8	5	1	18	15	12
Region Syddanmark	17	11	7	1	25	19	16
Region Midtjylland	22	18	15	2	24	23	20
Region Nordjylland	8	7	5	1	12	9	7

Anm.: Tal er foreløbige 2014-tal. Ved huse forstås enfamiliehuse.
Kilde: Danmarks Statistik.

at stabilisere boligmarkedet. Provenuet fra grundskylden har i højere grad fulgt stigningen i grundværdierne.

Ud fra et makroøkonomisk stabilitetssynspunkt er det imidlertid mere alvorligt, at boligbeskatningens rolle som automatisk stabilisator er mindsket. Boligmarkedet og boligbyggeriet er generelt områder, der forstærker konjunkturudsvingene i økonomien. Det kan modvirkes med en hensigtsmæssig boligbeskatning, hvor beskatningen fungerer som en stabilisator. Det har ikke været tilfældet, siden ejendomsværdiskatten blev låst fast i 2002, og hvor der desuden blev lagt loft over den årlige stigning i ejendomsskatten (grundskylden).

Indretningen af boligskatterne har betydet, at den effektive ejendomsværdiskattesats falder, når boligpriserne stiger, og modsat stiger, når boligpriserne falder. Ejendomsværdiskatten virker dermed ikke stabiliserende, da den er med til at øge udsvingene på et i forvejen konjunkturføl-somt boligmarked. Dette var medvirkende til, at der udviklede sig en boligprisboble i årene 2005-07, og at den efterfølgende nedtur blev stærkere end nødvendigt. Det ses bl.a. ved, at den effektive

skattesats steg i kølvandet på finanskrisen, selv om boligpriserne faldt markant, jf. figur 9 (højre).

En opdeling på landsdele viser, at mens den effektive ejendomsværdibeskatning i områder med et svagt boligmarked har været stigende siden 2007, er den effektive skat i hovedstadsområdet dykket de senere år. De gældende regler for ejendomsværdibeskatningen er dermed med til at forstærke de regionale forskelle på tværs af landet.

Tages der udgangspunkt i et enfamiliehus i København og et i Vest- og Sydsjælland, som koster det samme i dag, fx 2 mio. kr., betaler ejeren i København ca. 11.500 kr. i ejendomsværdiskat, mens ejeren i Vest- og Sydsjælland må betale knap 17.500 kr., dvs. 35 pct. mere.² Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har derfor medført, at to huse, der er det samme værd, men har forskellig beliggenhed og prisudvikling, beskattes vidt forskelligt.

Selv om der ikke er skattestop for grundskyld, har udviklingen svaret til, hvad der har været tilfældet med ejendomsværdiskatten, at den effektive grundskyldssats er faldet, når husprisstigningerne er steget og omvendt, jf. figur 10.

2 Der er antaget en ejendomsværdiskattesats på 1,0 pct. i 2002. Huspriserne er siden 2002 steget 75 pct. i København mod 14 pct. i Vest- og Sydsjælland.

Neutral boligbeskatning

Boks 2

Køb af bolig er en investering. En investor med en sum penge kan vælge, om vedkommende skal investere i en bolig eller bo til leje og placere pengene i fx obligationer. Skattesystemet skulle i denne henseende gerne være indrettet neutralt, så det ikke påvirker udfaldet af en sådan beslutning. Det kræver, at afkastbeskatning på forskellige typer investeringer er ens.

Vælger investor at placere sine penge i en ejerbolig, består afkastet af en boligjeneste, som er værdien af at bo i boligen, samt en eventuel skattefri kapitalgevinst. Værdien af at bo i egen bolig bør i princippet opgøres som omkostningen ved at leje en tilsvarende bolig. Her værdisættes boligjenesten pekuniært. Der er imidlertid ikke noget dybt marked for dette herhjemme, så i stedet tages udgangspunkt i et typisk kapitalafkast. Det kan fx være en nominel rente på en byggeobligation. Med de aktuelle renteforhold kan afkastet af en ejerbolig derfor sættes til 3 pct. p.a.

Boligtjenesten skal ud fra et neutralitetsprincip beskattes på linje med anden kapitalindkomst. Med en kapitalafkastskattesats på 33 pct. bliver den neutrale ejendomsværdiskattesats $3 \cdot 0,33$ svarende til 1 pct. af den aktuelle markedsværdi af boligen. Som følge af skattestoppet er den gennemsnitlige effektive ejendomsværdiskattesats i dag kun ca. det halve heraf og fortsat faldende. En ejendomsværdibeskatning under neutralt niveau betyder, at ejerboliger subsidieres skattemæssigt.

Som modstykke til beskatningen af lejeværdien kan boligejeren fratrække eventuelle renter i kapitalindkomsten med en skattemæssig værdi på 33 pct. Med skattereformen fra 2012 nedsættes skattesatsen på kapitalindkomst over en årrække til 25 pct., dog ikke for de første 50.000 kr. i renteudgifter. Det rammer relativt få, og effekten ventes derfor at være begrænset.

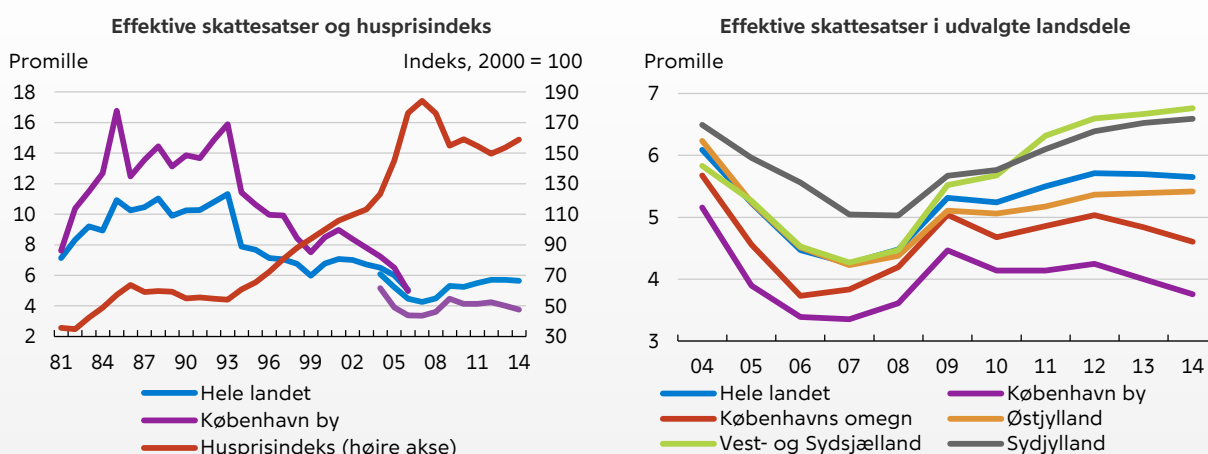
Boligbeskatningen herhjemme består ud over ejendomsværdiskatten af en skat på grunden, en grundskyld. Hermed beskattes de samfundsskabte værdistigninger på jord.

Det skyldes dels, at loftet på den årlige stigning i skatten mange steder har været bindende, dels at grundskylden opkræves med betydelig forsinkelse i forhold til, hvordan de faktiske grundpriser har udviklet sig. Grunden udgør i byområder typisk en større andel af ejendomsværdien end uden for

byerne. Det er medvirkende til, at den effektive grundskyldssats er højest i hovedstadsområdet og lavest i Vestjylland. Det er hovedsagelig i hovedstadsområdet, at loftet over den årlige stigning i grundskylden er bindende, og grundskylden derfor vil stige i kortere eller længere

Effektive ejendomsværdiskattesatser

Figur 9



Anm.: Venstre figur: Den effektive ejendomsværdiskattesats er beregnet som betalt ejendomsværdiskat i forhold til markedsværdien af boliger i form af enfamilie- og rækkehuse i det pågældende område. Bruddet i serierne over effektive ejendomsskattesatser skyldes en forskellig tilgang til beregning af boligformuen, dvs. nævneren i brøken. Beregningen før 2004 tager udgangspunkt i kvadratmeterpriser fra Realkreditrådet og er beskrevet i Jan Overgaard Olesen og Erik Haller Pedersen, Boligmasse og boligskat – et regionalt perspektiv, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2006. Fra 2004 er anvendt Danmarks Statistiks opgørelse af husholdningernes boligformue. København by omfatter frem til 2006 Københavns og Frederiksberg kommune, mens yderligere Dragør og Tårnby indgår i tallene fra 2004 og frem. Der er ikke fuld korrespondance mellem antallet af boliger i opgørelsen af tæller og nævner i de effektive skattesatser, så niveauet er formentlig for lavt.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

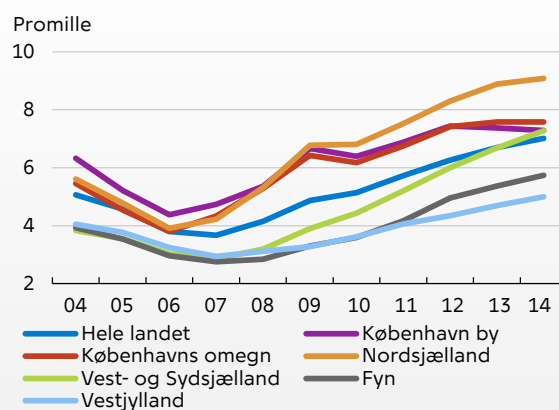
tid fremover, mens det ikke er tilfældet i mange yderområder.

Der har således ikke været nogen eller kun ringe overensstemmelse mellem prisudvikling og skattebetaling, så grundskylden har som ejendomsværdiskatten ikke virket stabiliserende på boligmarkedet. Da huspriserne var på vej ned i årene omkring finanskrisen, steg grundskyldsbetalingerne, hvilket drev priserne yderligere ned. Aktuelt er der dog en mindre stabiliserende effekt fra grundskylden.

Alt i alt kan det konstateres, at boligbeskatningen herhjemme er uhensigtsmæssig ud fra et samfundsøkonomisk stabilitetshensyn, herunder finansiel stabilitet. At få rettet op på dette bør gives prioritet og være et centralt element i udformningen af fremtidens boligbeskatning.

**Effektiv grundskyldssats
i udvalgte landsdele**

Figur 10



Anm.: Betalt grundskyld i procent af ejendomsværdien for udvalgte landsdele. Der anvendes ejendomsværdi og ikke offentlig vurdering i nævneren for at gøre satsen sammenlignelig med den effektive ejendomsværdiskattesats.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

VIRKSOMHEDERNES GÆLD OG INVESTERINGER

Andreas Kuchler, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

De danske virksomheder opbyggede en betydelig gæld i årene op til finanskrisen og reducerede under krisen deres investeringer kraftigt. Artiklen præsenterer en analyse af sammenhængen mellem de enkelte virksomheders gældskvote før krisen og udviklingen i deres investeringer under krisen. Analysen er baseret på data på virksomhedsniveau, der dækker perioden 2000-12.

I analysen fremgår det, at en mindre del af faldet i danske virksomheders bruttoinvesteringer skyldes, at en række virksomheder i årene før krisen opbyggede et højt gælds niveau og efterfølgende konsoliderede sig. Ca. en femtedel af dem havde i 2007 en gældskvote på mindst 80 pct. af de samlede aktiver. Under krisen reducerede de deres investeringer mere end virksomheder med lavere gældskvoter. Det gælder også, når man tager hensyn til, at virksomheder med høj gældskvote, der foretog store lånefinansierede investeringer før krisen, naturligt havde et lavere behov for at investere i de følgende år. Endvidere tages der i analysen højde for, at virksomheder med høje gældskvoter adskiller sig fra virksomheder med lavere gældskvoter på en række karakteristika (fx alder og størrelse).

Det større fald i investeringerne hos mere gældstyngede virksomheder findes også inden for mere afgrænsede grupper af virksomheder defineret på baggrund af geografi, virksomhedsalder, branchemæssigt tilhørsforhold, likviditet mv. Det indikerer, at sammenhængen er forholdsvis robust, og at den ikke er drevet af enkelte brancher eller enkelte typer af virksomheder. Det er

særligt de mindre og mellemstore virksomheder, der har reduceret deres investeringer under krisen, og sammenhængen mellem gældskvote før krisen og investeringsudviklingen under krisen er derfor også tydeligst for disse størrelser virksomheder.

På baggrund af analysen kan der foretages et groft skøn for, hvordan investeringerne ville have udviklet sig under finanskrisen, hvis de virksomheder, der havde en høj gældskvote, i stedet havde haft en lavere gældskvote. Det indikerer, at høj gæld hos nogle virksomheder kan forklare i omegnen af 15-20 pct. af faldet i investeringer i perioden 2007-12.

Selv om hovedårsagen til faldet i investeringerne er manglende efterspørgsel og ikke gældsopbygning bidrog den kraftige gældsætning i årene op til finanskrisen således i et vist omfang til det efterfølgende fald i investeringerne. Virksomheder med høje gældskvoter har i lyset af krisen ønsket at nedbringe deres gælds niveau for dels at få større modstandsdygtighed over for stød til økonomien, dels øget fleksibilitet i deres fremtidige finansieringsmuligheder. Endvidere kan finanskrisen have svækket virksomhedernes tillid til, at banksektoren i en konjunkturedgang altid kan stille den efterspurgte kredit og likviditet til rådighed. Det kan ligeledes have bidraget til nogle virksomheders ønske om at konsolidere sig. Endelig kan en høj gældskvote have reduceret mulighederne for at optage lån under krisen. Analysens resultater indikerer dog, at kreditbegrænsninger ikke har spillet nogen væsentlig rolle for udviklingen i investeringerne. Gældskvoten havde en negativ indflydelse på investeringsom-

fanget under krisen for såvel virksomheder med god som med dårlig likviditet.

Resultaterne indikerer, at høj gearing kan forstærke nedgangen i investeringer i kriseperioder. Der kan derfor være gode argumenter for at søge at begrænse, at der opbygges gæld under økonomiske opsving. Bankerne havde for lempelige lånevilkår i årene op til finanskrisen, men siden har de foretaget en nødvendig opstramning af kreditstandarderne. Myndighederne har endvidere taget en række reguleringsmæssige initiativer for fremadrettet at reducere risikoen for uholdbar udlånsvækst. Favoriseringen i det danske skattesystem af gældsfinansiering frem for egenkapitalfinansiering virker derimod isoleret set ikke fremmende på danske virksomheders soliditet. Favoriseringen ses ved, at virksomhederne med visse begrænsninger kan fradrage renteudgifter i indkomstopgørelsen på linje med øvrige driftsomkostninger, mens aflønningen af egenkapitalen ikke kan fradrages.

BAGGRUND

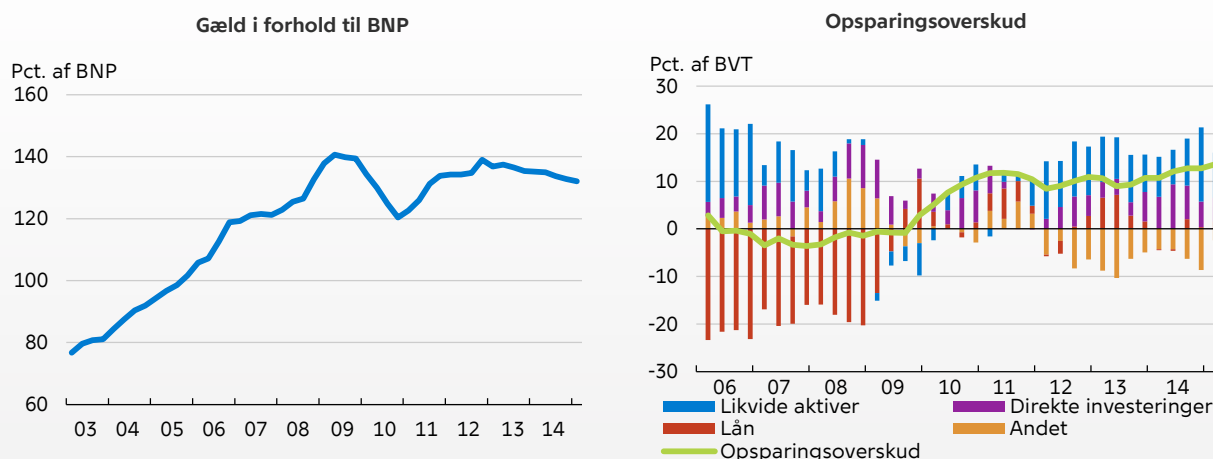
Udviklingen i investeringsaktiviteten i de europæiske lande, siden finanskrisen begyndte, kan i høj

grad forklares af den begrænsede økonomiske aktivitet og den øgede usikkerhed, som krisen medførte, jf. bl.a. Banerjee mfl. (2015) og IMF (2015). Andre faktorer kan dog også have haft betydning. I nogle lande steg virksomhedernes gæld kraftigt i årene op til krisen, så de efterfølgende fik et behov for at konsolidere sig. Derfor er krisen blevet kaldt en "balance-sheet recession", se fx Koo (2008). Finanskrisen kan også have svækket virksomhedernes tillid til, at banksektoren altid kan stille den efterspurgte kredit og likviditet til rådighed i en konjunkturedgang. Det kan have ført til, at virksomhederne generelt har ønsket at opbygge et større likviditetsberedskab, jf. Kramp og Pedersen (2015). Disse faktorer kan bidrage til at forklare, hvorfor investeringsomfanget og kreditgivningen har været lav siden begyndelsen af finanskrisen, selv om pengepolitikken har været meget lempelig.

Virksomhederne i den danske ikke-finansielle selskabssektor opbyggede i årene op til krisen en relativt høj bruttogældskvote. Den steg fra omkring 80 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i 2003 til omkring 140 pct. i 2009, jf. figur 1 (venstre). Forud for finanskrisen øgede virksomhederne deres beholdning af likvide aktiver betydeligt og finansierede sig i stort omfang ved lån, jf. figur

Virksomhedernes gældsopbygning og opsparingsoverskud

Figur 1



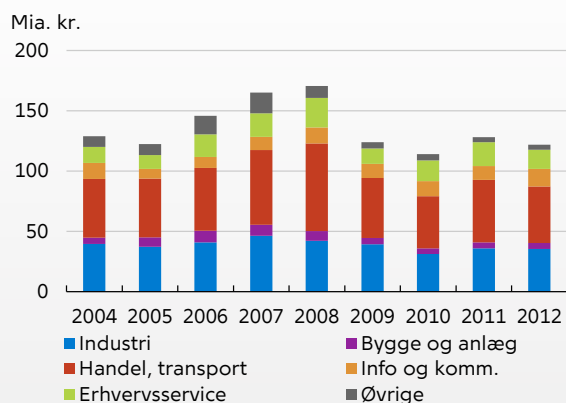
Anm.: Venstre figur: Data fra nationalregnskabets finansielle konti. Gæld er defineret som samlede finansielle passiver, bortset fra ejerandelsbeviser, og opgjort til markedsværdi. Højre figur: 4 kvartalers glidende gennemsnit af finansielle transaktioner og bruttoværditilvækst, BVT, for ikke-finansielle selskaber i nationalregnskabet og statistikken over direkte investeringer. "Likvide aktiver" er kontanter, indskud, obligationer, porteføljeaktier mv. "Direkte investeringer" er danske virksomheders direkte investeringer i udlandet fratrukket udlandets direkte investeringer i danske virksomheder. "Lån" er opgjort netto. "Andet" inkluderer forsikringstekniske reserver, handelskreditter og andre forfaldne ikke-betalte mellemværender.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

1 (højre). Siden midten af 2009 har bruttoopsparingen oversteget de reale investeringer, så virksomhederne har haft et betydeligt opsparringsoverskud (positiv nettofordringserhvervelse). Opsparingsoverskuddet er på nettobasis primært blevet anvendt til at nedbringe lån, placere i likvide beholdninger og foretage direkte investeringer i udlandet.

Investeringsudviklingen i danske private byerhverv

Figur 2



Anm.: Virksomheder i underbranchen "udlejning af erhvervsejendomme" er udeladt på grund af utilstrækkelig datakvalitet.
Kilde: Danmarks Statistik.

Analysens datagrundlag

Boks 1

Datagrundlaget består af regnskabsdata for stort set samtlige danske virksomheder undtagen virksomheder i de primære erhverv, den finansielle sektor, energi- og vandforsyning og dele af transportbranchen (havne mv., jernbane og bustransport). Data er indsamlet af Danmarks Statistik til brug for opgørelsen af "regnskabsstatistik for private byerhverv", og dækker perioden 2000-12. Data stammer fra spørgeskemaer kombineret med oplysninger fra Skat. Endvidere har Danmarks Statistik opregnet nogle variable hos de virksomheder, der ikke er omfattet af spørgeskemaundersøgelsen. For de centrale variable om investeringer og gældskvote vurderes datakvaliteten til at være forholdsvis god, om end investeringerne er opgjort med en vis usikkerhed.

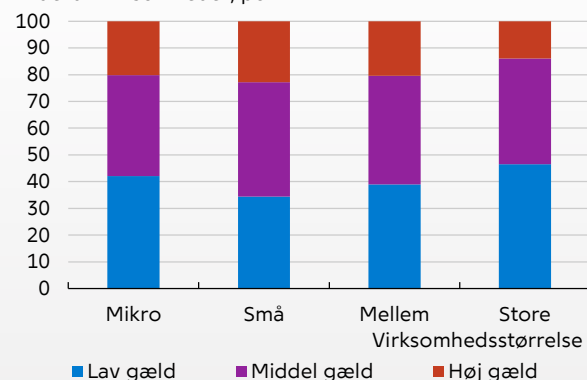
I analysen er der set bort fra selvstændigt erhvervsdrivende. Det skyldes, at deres økonomi ikke er tilstrækkeligt adskilt fra ejerens privatøkonomi til at gøre det muligt at sammenligne med større virksomheder. Desuden er investeringsdata for dem ufuldstændige. Der ses ligeledes bort fra virksomheder i underbranchen "udlejning af erhvervsejendomme", da datakvaliteten for dem vurderes at være utilstrækkelig. Endelig ses der bort fra inaktive virksomheder, virksomheder, der ikke har nogen aktiver registreret, samt virksomheder, der er ophørt i perioden 2006-12. I de økonometriske analyser fjernes endvidere de mest ekstreme observationer for at sikre, at resultaterne ikke kun drives af disse, jf. Kuchler (2015).

På trods af disse afgrænsninger og forskellige opgørelsesmetoder følger investeringsudviklingen i det anvendte datasæt nogenlunde udviklingen i nationalregnskabs opgørelse af faste bruttoinvesteringer for ikke-finansielle selskaber.

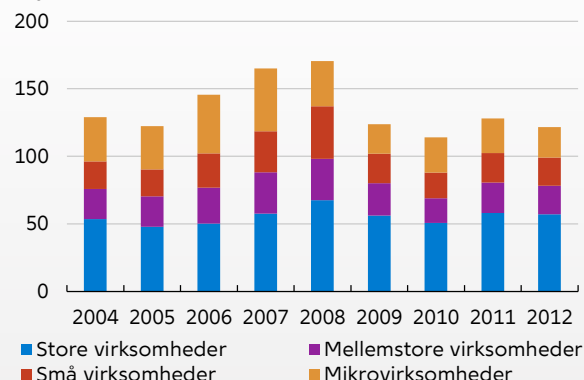
Virksomheder fordelt på gældskvote (2007) og udviklingen i virksomhedernes investeringer fordelt på størrelse

Figur 3

Andel af virksomheder, pct.



Mia. kr.



Anm.: Inddeling efter gældskvoter: Lav gæld: Gældskvote (gæld i forhold til samlede aktiver) op til 60 pct., Middel gæld: Gældskvote over 60 pct. og op til 80 pct., Høj gæld: Gældskvoter over 80 pct. Virksomhedsstørrelser: Mikro: < 10 ansatte, Små: 10-49 ansatte, Mellemstore: 50-249 ansatte, Store: 250 ≥ ansatte. Antallet af ansatte er opgjort som fuldtidspersoner.
Kilde: Egne beregninger på data på virksomhedsniveau fra Danmarks Statistik.

SAMMENHÆNG MELLEM GÆLD OG INVESTERINGER

I det følgende ses nærmere på investeringerne i de private byerhverv på baggrund af registerdata for danske virksomheder, jf. boks 1 for en nærmere beskrivelse af data. Metode og resultater er uddybet og dokumenteret i et nyligt arbejdspapir, jf. Kuchler (2015).

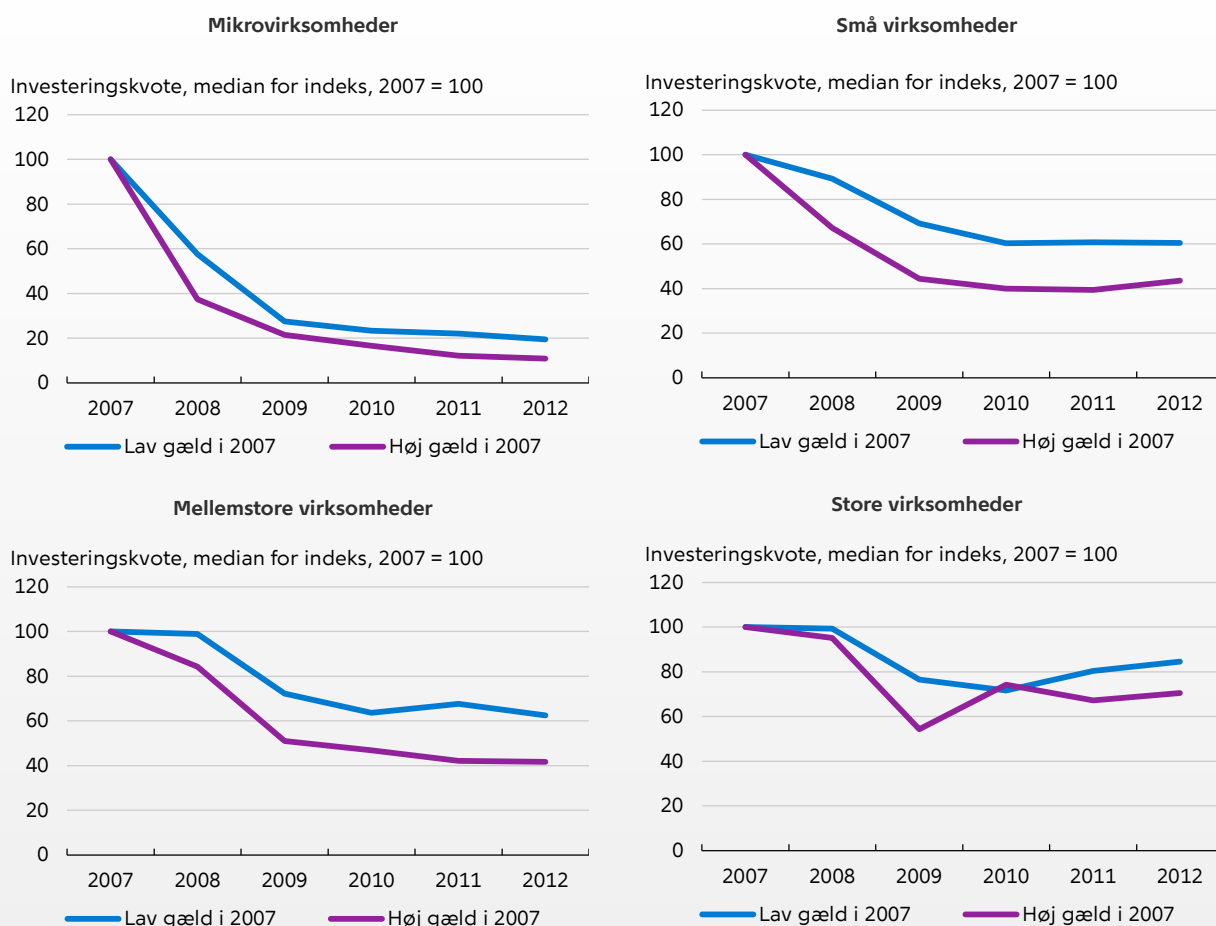
Faldet i investeringer under krisen har været mere udtalt i nogle brancher end i andre, jf. figur 2. Mens virksomheder i bygge- og anlægsbranchen har reduceret deres investeringer betydeligt, øgede informations- og kommunikationsvirksom-

hederne samlet set deres investeringer. Virksomhederne i de store brancher som industri samt handel og transport reducerede i gennemsnit deres investeringer med knap en tredjedel fra 2007 til 2010. Den betydelige variation mellem brancherne afspejler bl.a. at der er forskel i efterspørgsel og konjunkturodsigter.

Sammenlignet med de store virksomheder havde en større del af de små virksomheder en høj gældskvote (gæld i forhold til samlede aktiver) i perioden op til krisen, jf. figur 3 (venstre). Det skal bl.a. ses i lyset af, at de fleste større virksomheder er ældre end de små. Det var særligt mikrovirksomhederne samt de små og mellemstore, der

Sammenhængen mellem gæld og investeringsudvikling

Figur 4



Anm.: Lav gæld refererer til gældskvoter op til 60 pct., mens høj gæld refererer til gældskvoter over 80 pct. Figurerne er konstrueret som følger: Først beregnes for hver virksomhed i hvert år investeringskvoten som investeringer divideret med værditilvækst. Dernæst indklasses virksomhedens investeringskvote i det pågældende år i forhold til den samme virksomheds investeringskvote i 2007. Endelig findes medianen af dette indeks inden for hvert år og hver gældsgruppe. Virksomhedsstørrelser: Mikro: < 10 ansatte, Små: 10-49 ansatte, Mellemstore: 50-249 ansatte, Store: 250 ≥ ansatte.

Kilde: Egne beregninger på data på virksomhedsniveau fra Danmarks Statistik.

reducerede deres investeringer under krisen, jf. figur 3 (højre). De stores investeringer var i 2011 på niveau med 2007.

Man kan få en indikation af sammenhængen mellem virksomhedernes gearing op til krisen, og hvordan deres investeringer udviklede sig under krisen, ved at sammenligne udviklingen i investeringer for virksomheder med høje gældskvoter og virksomheder med lave gældskvoter. Virksomheder, der op til krisen havde høje gældskvoter, reducerede under krisen deres investeringskvote (bruttoinvesteringer i forhold til værditilvækst) mere end virksomheder med lavere gældskvoter, jf. figur 4. Sammenhængen er tydeligst blandt mikrovirk-

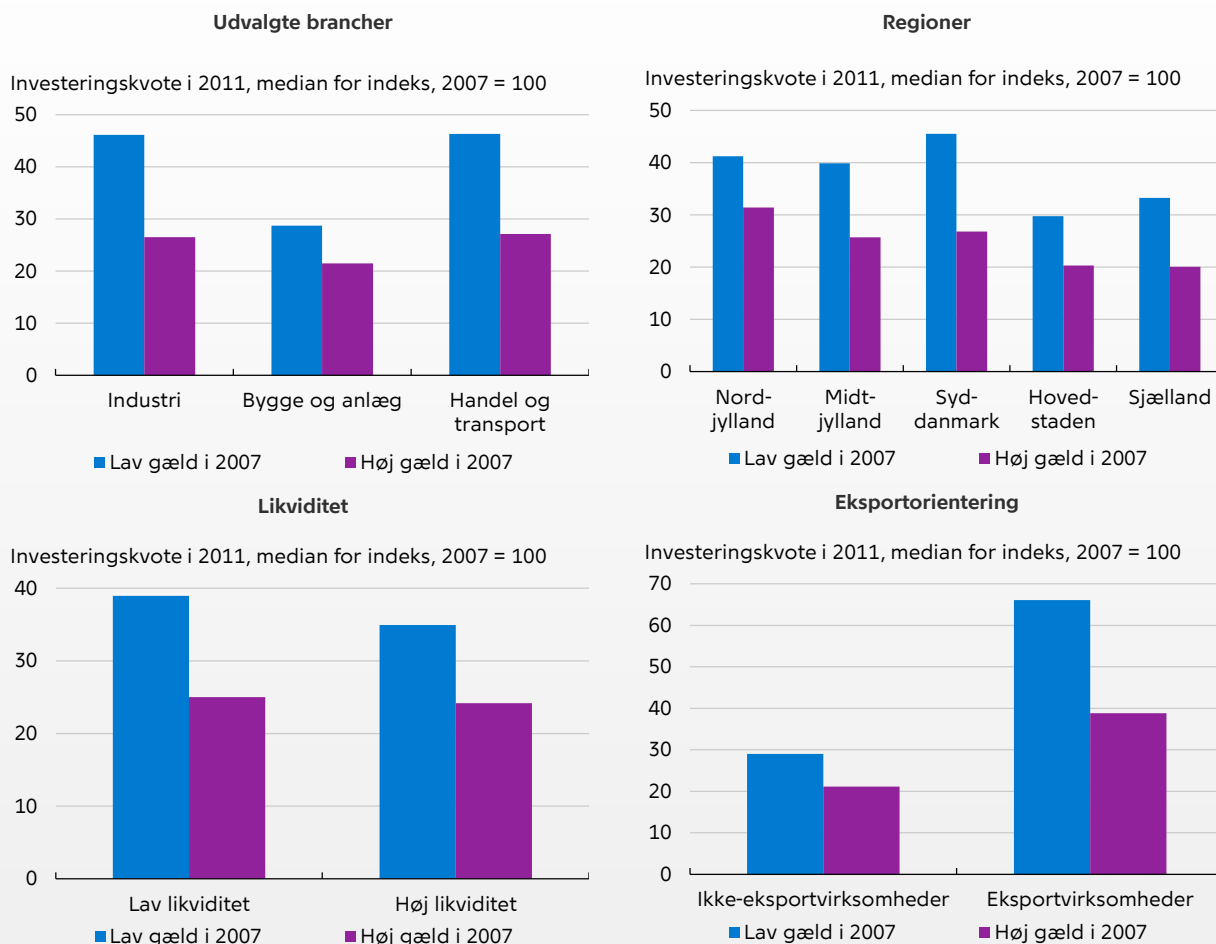
somheder samt små og mellemstore virksomheder, mens den er til stede, men knap så tydelig blandt de store virksomheder med over 250 ansatte.

Sammenhængen mellem gældskvote før krisen og udviklingen i investeringer under krisen findes også ved at opdele virksomhederne efter andre karakteristika, jf. figur 5. Det indikerer, at sammenhængen er forholdsvis robust, og at den ikke er drevet af enkelte brancher eller enkelte typer af virksomheder.

I Kuchler (2015) er der foretaget en formel økonometrisk analyse af sammenhængen mellem gældskvote og investeringer, jf. boks 2. Analysens vigtigste resultat er, at også når der tages højde

Sammenhængen mellem gældskvote og investeringsudvikling, udvalgte grupper af virksomheder

Figur 5



Anm.: Virksomheder med høj likviditet er defineret som virksomheder, hvor likvide aktiver udgør over 10 pct. af de samlede aktiver, mens virksomheder med lav likviditet udgøres af de resterende. Likvide aktiver er defineret som beholdning af værdipapirer og kapitalandele, kontantbeholdning samt bankindskud mv. En mere snæver definition af likviditet giver samme billede. Eksportvirksomheder er defineret som virksomheder, der eksporterer mere end 5 pct. af deres omsætning, mens ikke-eksportvirksomheder udgøres af de resterende.

Kilde: Egne beregninger på data på virksomhedsniveau fra Danmarks Statistik.

for en række andre virksomhedskarakteristika end gældskvoten, reducerede de virksomheder, der før krisen havde en høj gældskvote, deres investeringskvote signifikant mere end sammenlignelige virksomheder med lavere gældskvoter. Estimationsmetoden tager højde for det forhold,

at virksomheder med høj gældskvote, der foretog store lånefinansierede investeringer før krisen, naturligt havde et lavere behov for at investere i de efterfølgende år.

Det større fald i investeringerne under krisen hos mere gældstyngede virksomheder kan

Økonometrisk analyse af sammenhængen mellem gældskvote og investeringer

Boks 2

For at belyse sammenhængen mellem virksomhedernes gældskvote og udviklingen i investeringerne estimeres følgende regressionsmodel:

$$\Delta I_{i,s;r,2007-t} = \alpha + \delta_M M_{i,s;r,2007} + \delta_H H_{i,s;r,2007} + \beta X_{i,s;r,2007} + \theta \Delta I_{i,s;r,2006-2007} + \sum_{s=1}^6 Y_s S_s + \sum_{r=1}^4 Y_r R_r + \varepsilon_{i,s;r,t}$$

hvor $\Delta I_{i,s;r,2007-t}$ er ændringen i investeringskvoten (investeringer i forhold til værditilvækst) fra 2007 til år $t \in (2008, 2009, \dots, 2012)$. Fodtegnene refererer til virksomhed i i branche s , region r og år t . M og H er indikatorvariable for henholdsvis middel (60-80 pct.) og høj (over 80 pct.) gældskvote (gæld i forhold til samlede aktiver), således at koefficienterne δ_M og δ_H angiver forskellen i ændringen i investeringskvoterne for

to virksomheder, der er ens, bortset fra at den ene har en lav gældskvote og den anden har henholdsvis en middel eller en høj gældskvote. I vektoren med kontrolvariable, $X_{i,s;r,2007}$, inkluderes variable, som typisk inkluderes i investeringsrelationer. Der medtages omsætningsvækst, implicit rente på virksomhedens gæld, afkastningsgrad, eksportandel, egenkapital i forhold til værditilvækst, virksomhedens alder samt logaritmen til antallet af ansatte. Endvidere kontrolleres for branchemæssigt og geografisk tilhørsforhold. For at tage højde for det forhold, at det er naturligt at investere mindre efter en periode med store investeringer, inkluderes variabelen $\Delta I_{i,s;r,2006-2007}$, som angiver ændringen i investeringskvoten fra 2006 til 2007. I supplerende analyser inkluderes flere lignende variable fra en længere tidsperiode, men resultaterne påvirkes ikke væsentligt heraf.

Resultat af modellestimation

Afhængig variabel:

Ændring i investeringskvote fra 2007 til

	2008	2009	2010	2011	2012
Middel gældskvote (2007)	-2,328*** (0,280)	-3,764*** (0,298)	-2,443*** (0,263)	-2,245*** (0,251)	-2,058*** (0,261)
Høj gældskvote (2007)	-3,877*** (0,387)	-5,321*** (0,405)	-3,710*** (0,379)	-3,267*** (0,374)	-2,946*** (0,391)
Observationer	35.658	34.814	34.341	33.954	33.602
R ²	0,085	0,108	0,022	0,018	0,022

Anm.: Investeringskvoten er defineret som bruttoinvesteringer i forhold til værditilvækst. Kontrolvariable inkluderet (se teksten ovenfor). Signifikans: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10. Robuste standardfejl i parentes.

Kilde: Kuchler (2015).

Resultatet af estimationen fremgår af tabellen. Som eksempel på tolkning kan udviklingen i investeringskvoterne fra 2007 til 2009 betragtes. Ifølge modellen reducerede virksomheder med høj gældskvote deres investeringskvote med i gennemsnit 5,3 procentpoint mere fra 2007 til 2009 end lignende virksomheder med lav gældskvote. Tilsvarende reducerede virksomheder med middel gældskvote deres investeringskvote med 3,8 procentpoint mere end lignende virksomheder med lav gældskvote. Da medianen for investeringskvoten blandt alle virksomheder i 2007 var 6,3 pct., er størrelsesordenen af effekterne ganske betydelig for den enkelte virksomhed.

Der er foretaget en række robusthedstjek og estimeret yderligere modelspecifikationer, jf. Kuchler (2015). Desuden

estimeres modellerne separat for en række undergrupper af virksomheder defineret på baggrund af branche, virksomhedsstørrelse, likviditet, eksportorientering, omsætningsvækst og geografi. Resultaterne er robuste over for alle disse alternative specifikationer, dog med undtagelse af estimation udelukkende baseret på de store virksomheder med over 250 ansatte, hvor resultaterne peger i samme retning men ikke er statistisk signifikante. Denne gruppe er dels mere heterogen end de øvrige virksomheder, dels er antallet af observationer begrænset.

Endvidere viser yderligere modellestimationer, at effekten af høj gældskvote på ændringen i virksomhedernes investeringskvote ikke kun findes i kriseperioder, men dog at effekten er markant tydeligere i disse perioder.

genfindes i adskillige alternative specifikationer og robusthedsberegninger samt inden for mere homogene grupper af virksomheder, som defineres på baggrund af geografi, branchemæssigt tilhørsforhold, likviditet, eksportorientering og omsætningsvækst. Effekten er tydeligst for de mindre og mellemstore virksomheder med op til 250 fuldtidsansatte. For de store er effekten ikke statistisk signifikant. Det skal ses i lyset af, at de største virksomheder ikke reducerede deres investeringer i lige så høj grad som de mindre under krisen. Desuden udgør de store virksomheder en mindre og mere heterogen gruppe end de mindre virksomheder.

Den enkelte virksomheds gældskvote før krisen har således haft betydning for udviklingen i virksomhedens investeringer under krisen. For at vurdere, om effekten også har en væsentlig makroøkonomisk betydning, kan der på baggrund af modellen foretages et groft skøn for, hvordan investeringerne ville have udviklet sig under finanskrisen, hvis de virksomheder, der havde en høj gældskvote (over 80 pct.), i stedet havde haft en gældskvote i kategorien middel (60-80 pct.). Ved at bruge denne metode kan det skønnes, at høj gæld hos nogle virksomheder kan forklare ca. 15-20 pct. af faldet i de samlede investeringer i perioden 2007-12. Hovedårsagen til, at investeringerne faldt under krisen, og at de fortsat er på et lavt niveau, skal sandsynligvis findes i lav efterspørgsel og øget usikkerhed, jf. Kramp og Peder-

sen (2015), men ovenstående resultater indikerer, at gældsopbygningen op til krisen har bidraget.

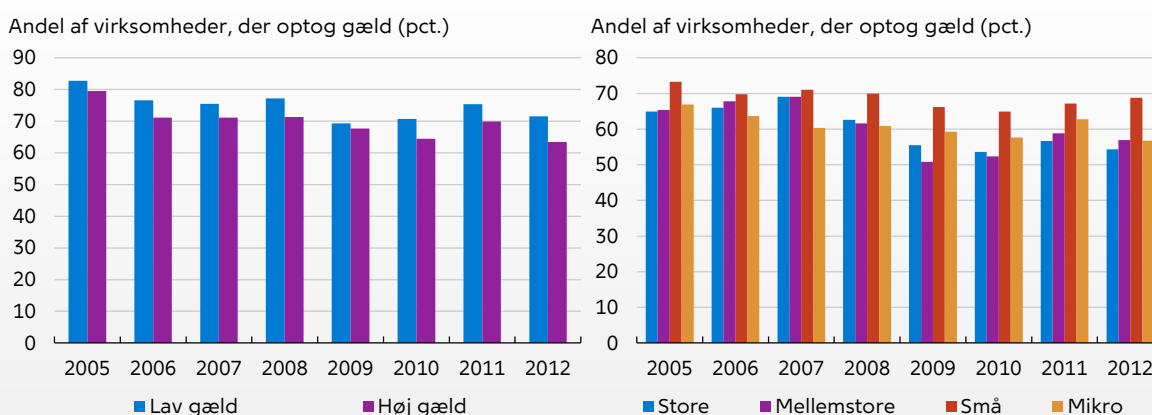
HVAD ER SAMMENHÆNGEN UDTRYKT FOR?

Der kan være flere forklaringer på sammenhængen mellem virksomhedernes gearing før krisen og udviklingen i investeringerne under krisen. For det første, at virksomheder med store gældsfinansierede investeringer i årene op til krisen naturligt har haft et mindre behov for at investere i de følgende år. Den effekt tages der dog specifikt højde for i den økonometriske analyse, idet der kontrolleres for investeringsudviklingen i årene op til krisen.

For det andet, at mere gældstyngede virksomheder fik sværere ved at få adgang til kredit under krisen og dermed fik sværere ved at rejse den nødvendige kapital til investeringsprojekter. Effekten af en høj gældskvote for, hvordan virksomhedernes investeringer udviklede sig under krisen, findes dog også inden for grupper af virksomheder, hvor man ikke skulle forvente en effekt, hvis forklaringen alene var begrænsninger i adgang til kredit. Eksempelvis er sammenhængen også tydelig, når der kun ses på virksomheder med god likviditet, jf. figur 5. Det er også tilfældet, når der kontrolleres for øvrige virksomhedskarakteristika, jf. Kuchler (2015).

Gældsoptagelse før og under krisen

Figur 6



Anm.: Gældsoptagelse er defineret som en stigning på mindst 5 pct. i udestående gæld (handelskreditter undtaget) i forhold til foregående år. Virksomhedsstørrelser: Mikro: < 10 ansatte, Små: 10-49 ansatte, Mellemstore: 50-249 ansatte, Store: 250 ≥ ansatte.
Kilde: Egne beregninger på data på virksomhedsniveau fra Danmarks Statistik.

Kreditinstitutterne strammede under krisen deres lånevilkår fra et lempeligt niveau før krisen. Virksomheder med høj gearing udgør alt andet lige en større kreditrisiko for pengeinstitutterne, da de har en højere sandsynlighed for konkurs, jf. fx Abildgren og Damgaard (2012). Det er givetvis medvirkende til, at andelen af virksomheder med høj gæld, der i et givet år optog ny gæld, både før, under og efter krisen har været lavere end den tilsvarende andel af virksomheder med lav gæld, jf. figur 6 (venstre). I figuren indikeres endvidere, at kreditstandarden under krisen ikke blev strammet uforholdsmæssigt meget over for virksomheder med høje gældskvoter.¹ Betydningen af en høj gældskvote for, hvor sandsynligt det var, at en virksomhed optog ny gæld i et givet år, var stort set den samme før og under krisen, jf. Kuchler (2015). Det indikerer derfor ikke, at årsagen til det større fald i investeringerne for virksomheder med høj gældskvote skal findes i, at kreditinstitutterne skulle have strammet kreditstandarden ekstraordinært meget over for dem.

Endvidere faldt andelen af mindre virksomheder, der i et givet år optog gæld, kun i begrænset omfang under krisen, mens den tilsvarende andel af større virksomheder faldt betydeligt, jf. figur 6 (højre). Eftersom faldet i investeringer var størst for de mindre virksomheder, tyder heller ikke dette resultat på, at en væsentlig forklaring på faldet i investeringer under krisen har været begrænsninger i adgangen til kredit.

En mere sandsynlig forklaring på, at investeringerne faldt mere hos gældstyngede virksomheder, er, at de i lyset af krisen ønskede at konsolidere deres balancer for at blive mere modstandsdygtige over for stød til økonomien og få øget fleksibilitet i fremtidige finansieringsmuligheder. Det er sandsynligvis både den lavere efterspørgsel, den øgede usikkerhed og den generelle krisebevidsthed, som har bidraget til, at nogle virksomheder har haft et sådant ønske. Endvidere kan krisen have svækket virksomhedernes tillid til, at banksektoren altid vil være i stand til at imødekomme deres likviditetsbehov, jf. Kramp og Pedersen (2015).

VIRKSOMHEDERNES KAPITALSTRUKTUR OG MAKROØKONOMISK STABILITET

Tidligere analyser har vist, at den enkelte virksomhed ikke har omkostninger, i form af mindre lønsomhed (før skat) eller ringere produktivitet, ved en kapitalstruktur med høj polstring med egenkapital sammenlignet med en kapitalstruktur med en høj grad af gældsfinansiering, jf. Abildgren mfl. (2014). Omvendt øger en høj soliditetsgrad fleksibiliteten i virksomhedernes finansieringsmuligheder og gør dem mere robuste over for stød til udviklingen i økonomien, jf. fx Abildgren mfl. (2013). Det fremgår tydeligt af Nationalbankens konkursmodel, at jo mindre en virksomheds gældskvote er, desto mindre er virksomhedens konkursrisiko. Det gælder, selv om der kontrolleres for virksomhedens størrelse, afkastningsgrad, selskabsform, alder, geografiske tilhørsforhold, branche og den generelle konjunktursituation, jf. Lykke mfl. (2004) og Abildgren og Damgaard (2012). En kapitalstruktur med høj polstring med kapital understøtter derfor stabiliteten i det finansielle system.

Resultaterne i denne analyse indikerer, at høj gearing kan forstærke den nedgang i investeringer, der normalt ses i en lavkonjunktur. Mere generelt har man ligeledes i en række andre lande set eksempler på, at virksomhederne i kølvandet på en finansiell krise har haft behov for en massiv konsolidering i en længere årrække, jf. fx Koo (2008) og ECB (2012). En svagt kapitaliseret virksomhedssektor kan således bidrage til at forstærke makroøkonomiske udsving. Der kan derfor være gode argumenter for at søge at begrænse opbygningen af høje gældskvoter under økonomiske opsving.

Bankerne havde for lempelige kreditstandarde i årene op til finanskrisen, men siden er der foretaget en nødvendig opstramning. Myndighederne har endvidere taget en række reguleringsmæssige initiativer for fremadrettet at reducere risikoen for uholdbar udlånsvækst. Favoriseringen i det danske skattesystem af finansiering ved gæld frem for ved egenkapital virker derimod isoleret set ikke fremmende på danske virksomheders soliditet.

1 Derimod begyndte pengeinstitutterne under krisen især at lægge vægt på forhold som profit og likviditet ved vurdering af låneansøgninger, jf. Abildgren mfl. (2013).

Favoriseringen ses ved, at virksomhederne med visse begrænsninger kan fradrage renteudgifter i indkomstopgørelsen på linje med øvrige driftsomkostninger, mens aflønningen af egenkapitalen (fx udbytte til aktionærer) ikke kan fradrages. En høj gældskvote reducerer derfor alt andet lige virksomhedens skattebetalinger. Siden slutningen af 1980'erne er den skattemæssige favorisering af gæld blevet reduceret ved at nedsætte selskabsskatten. Det har medvirket til, at fremstillingsvirksomheder er blevet mere solide, jf. Abildgren mfl. (2014). Selskabsskatten nedsættes yderligere i 2015 og 2016. Det er endnu et skridt i retning af skattemæssig ligestilling af egenkapital og gæld. Der er dog stadig en betydelig favorisering af finansiering ved gæld frem for ved egenkapital i det danske skattesystem, og De Økonomiske Råd (2008) og Produktivitetskommissionen (2014) har derfor stillet forslag om, at de forskellige finansieringsformer skattemæssigt behandles mere ensartet.

LITTERATUR

Abildgren, Kim og Jannick Damgaard (2012), Modeller for bankers nedskrivninger i stresstest af det finansielle system, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

Abildgren, Kim, Peter Askjær Drejer og Andreas Kuchler (2013), Banks' loan rejection rates and the creditworthiness of the banks' corporate customers, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 151, nr. 2.

Abildgren, Kim, Carina Moselund Jensen, Mark Niels Strøger Hansen, Mark Strøm Kristoffersen, Andreas Kuchler og Oxana Skakoun (2014), Virksomhedernes kapitalstruktur, produktivitet og adgang til finansiering, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2014.

Banerjee, Ryan, Jonathan Kearns og Marco Lombardi (2015), (Why) Is investment weak?, *BIS Quarterly Review*, marts 2015.

De Økonomiske Råd (2008), Dansk økonomi, efterår.

ECB (2012), Comparing the recent financial crisis in the United States and the euro area with the

experience of Japan in the 1990s, ECB, *Monthly Bulletin*.

IMF (2015), *World Economic Outlook*, april 2015.

Koo, Richard (2008), *The holy grail of macroeconomics – Lessons from Japan's great recession*, John Wiley & Sons.

Kramp, Paul Lassenius og Jesper Pedersen (2015), Hvorfor er investeringerne så lave, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2015.

Kuchler, Andreas (2015), Firm leverage and investment during the crisis, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 96.

Lykke, Morten, Kenneth Juhl Pedersen og Heidi Mølgaard Vinther (2004), A failure-rate model for the Danish corporate sector, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 16.

Produktivitetskommissionen (2014), Skat og produktivitet, baggrundsrapport.

AKTUELLE TENDENSER I FÆRØSK ØKONOMI

Søren Lejsgaard Autrup, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I 2014 fortsatte det stærke opsving i færøsk økonomi, der begyndte i 2013. Det nominelle bruttonationalprodukt, BNP, steg 5,8 pct. ifølge det seneste skøn, mens forbrugerpriserne faldt 1,0 pct. Fremgangen i det nominelle BNP var drevet af fiskeeksporten, der primært steg som følge af høje priser og stigende mængder i opdrætsindustrien. Faldet i oliepriserne havde en stimulerende effekt ved at forbedre bytteforholdet betydeligt. Der er indikationer på, at det offentlige og private forbrug vokser. Beskæftigelsen er stigende i de fleste sektorer, og ledigheden er lav og faldende.

Underskuddet på den offentlige saldo er aftaget. Det skyldes overvejende budgeteffekter af de stærke konjunkturer og fremgang i fiskeriet. Derimod udestår foranstaltninger, der kan for-

bedre den underliggende stilling på de offentlige finanser, fortsat. De demografiske udfordringer er betydelige. Det Økonomiske Råd for Færøerne har foretaget finanspolitiske holdbarhedsberegninger. De anslår, at der er behov for en varig finanspolitisk forbedring på fem pct. af BNP for at stabilisere den offentlige gæld. Niveauet for den offentlige gæld er aktuelt lavt.

Det offentlige forbrug og de offentlige investeringer har set over en årrække været medvirkende til at forstærke konjunkturudsvingene. Omfanget af planlagte offentlige og andre store anlægsinvesteringer over de kommende år ventes at blive betydeligt, og hvis højkonjunktoren fortsætter, kan det medføre risiko for flaskehalse, særligt inden for byggeriet.

Den høje vækst i fiskeriet skyldes usædvanligt gode vilkår i to af de tre hovedgrene af fiskeindu-

Fakta om Færøerne

Folketal (primo juni 2015)	48.881
Antal lønmodtagere (maj 2015)	24.693
Ledighed (juli 2015), pct.	2,9
Bruttonationalprodukt, BNP (mio. kr., 2013)	14.678
BNP pr. indbygger (1.000 kr., 2013) ¹	305,4
Disponibel bruttonationalindkomst pr. indbygger (1.000 kr., 2012) ²	316,2

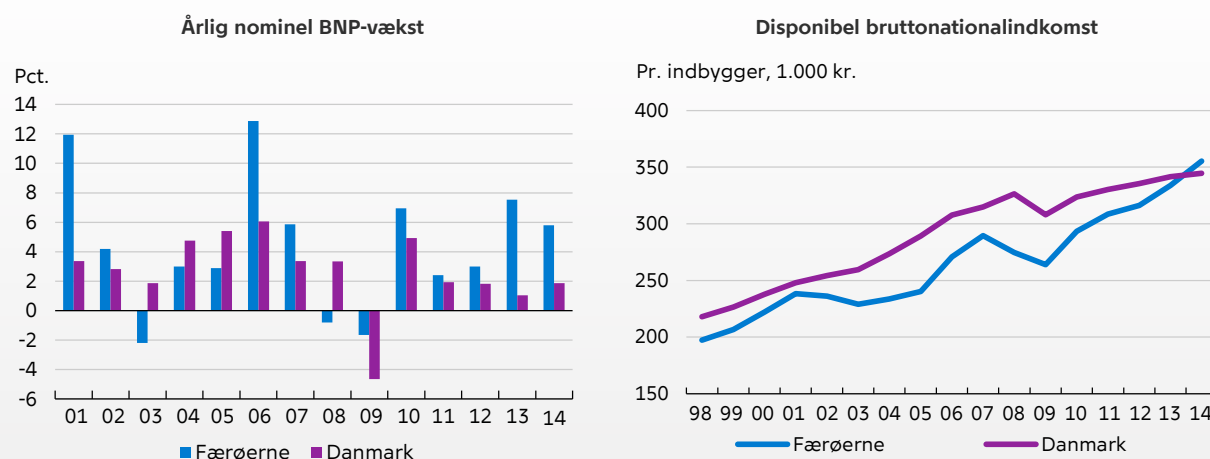
Kilde: Hagstova Føroya, Danmarks Statistik.

1. Til sammenligning var BNP pr. indbygger i Danmark 336.700 kr. i 2013. Befolkningstal pr. 1. januar 2013 er anvendt.

2. Til sammenligning var disponibel bruttonationalindkomst pr. indbygger i Danmark 335.400 kr. i 2012. Befolkningstal pr. 1. januar 2012 er anvendt.

BNP-vækst og udvikling i bruttonationalindkomst på Færøerne og i Danmark

Figur 1



Anm.: For Færøerne er BNP-væksten i 2014 og disponibel bruttonationalindkomst for 2013-14 baseret på skøn udarbejdet af Hagstova Føroya. Disponibel bruttonationalindkomst pr. indbygger er beregnet med indbyggertal pr. 1. januar.
Kilde: Hagstova Føroya, Danmarks Statistik og egne beregninger.

strien, nemlig opdrætsvirksomhed og det pelagiske fiskeri, dvs. fiskeriet i de åbne vandmasser efter fx sild og makrel. Naturen vil sandsynligvis sætte grænser for, hvor stor den fremtidige vækst på de to områder kan blive. Den sidste gren, fiskeriet efter bundfisk som torsk, sej og kuller, er økonomisk trængt på grund af lave fangster og overkapacitet. Bestandene af bundfisk er ifølge Færøernes Fiskeriundersøgelser under pres, så øgede fangstmængder synes ikke realistiske på kort sigt.

NATIONALREGNSKAB OG HANDELSBALANCE

I 2014 steg det nominelle BNP ifølge seneste skøn 5,8 pct. efter en vækst på 7,5 pct. året før, jf. tabel 1. Den kraftige fremgang i den færøske økonomi har de seneste år været drevet af fiskeeksporten. Afhængigheden af fiskeopdræt og fiskeriet, hvor aktiviteten bl.a. følger udviklinger i bestandene, betyder, at der er stor volatilitet i økonomien, jf. figur 1 (venstre). Væksten i det nominelle BNP på

Færøerne har i hvert år siden 2009 været større end i Danmark.

Væksten i den indenlandske efterspørgsel har været mere moderat. Det private forbrug steg kun svagt i 2013, som er det seneste år, nationalregnskabet dækker¹, men bl.a. detailsalgstal og tal for import af køretøjer tyder på, at det private forbrug kan stige kraftigt i 2014 og 2015. I 2013 steg det offentlige forbrug mere end de to foregående år. Bedømt ud fra lønudbetalingerne i offentlige sektorer fortsatte den høje vækst i 2014 og 1. halvår 2015. I 2013 faldt investeringerne, især i skibe og fly, der i høj grad importeres og derfor ikke umiddelbart påvirker aktiviteten. Lønudbetalingerne i byggesektoren steg over 10 pct. i 2014 og i 1. halvår 2015. Det indikerer, at anlægsinvesteringerne er på vej opad.

I de kommende år er det sandsynligt, at investeringerne stiger, særligt på grund af at omfanget af offentlige investeringer planlægges til at blive højere end de senere år. Både landskassen, kommunerne og offentlige selskaber planlægger investeringer i de kommende år, der set i forhold til størrelsen af Færøernes økonomi er meget

1 En konjunkturvurdering af færøsk økonomi er udfordret af, at det statistiske materiale er begrænset. Fx opgøres BNP kun nominelt, årligt og med betydelig forsinkelse. I stedet må man anvende andre mål, fx lønudbetalingerne og antal lønmodtagere, som opgøres med kort forsinkelse og normalt giver en god indikation af udviklingen i færøsk økonomi.

Nationalregnskab, nominelle vækstrater

Tabel 1

Pct.	Andel af BNP (2013)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Privat forbrug	52,0	8,0	5,8	-0,2	-1,4	-1,6	9,6	1,2	1,3	n.a.
Offentligt forbrug	29,6	3,3	8,2	10,5	1,8	3,7	1,9	0,9	3,3	n.a.
Bruttoinvesteringer i alt	24,9	42,1	28,4	-34,6	-17,4	20,7	-3,3	61,1	-7,5	n.a.
Eksport af varer og tjenester	50,6	11,2	6,5	7,8	-11,0	15,2	12,9	2,2	11,7	n.a.
Endelig anvendelse lig samlet tilgang	157,1	12,5	10,3	-3,0	-5,7	6,8	7,2	8,6	3,2	n.a.
Import af varer og tjenester	57,1	11,9	18,7	-6,8	-13,2	6,6	17,2	18,8	-3,6	n.a.
Bruttonationalprodukt	100,0	12,9	5,9	-0,8	-1,7	7,0	2,4	3,0	7,5	n.a.
Bruttonationalindkomst	n.a.	12,8	5,7	-2,9	-3,6	11,2	3,3	3,8	n.a.	n.a.
Disponibel bruttonationalindkomst	n.a.	12,3	7,3	-5,1	-3,3	11,0	5,0	2,0	n.a.	n.a.
Memo: Forbrugerpriser		1,5	3,6	6,3	-1,0	0,4	2,3	2,2	-0,6	-1,0

Anm.: Disponibel bruttonationalindkomst er BNP tillagt løn- og formueindkomst, netto, og overførsler fra udland, netto.
Kilde: Hagstova Føroya.

store. Det drejer sig bl.a. om bygningen af to undersøiske vejttunneler, udbygningen af energiinfrastruktur, udvidelsen af et af de tre sygehuse og Tórshavn havn samt anskaffelsen af nyt materiel til fx flyselskabet og fiskeriundersøgelser. Importindholdet i mange af disse investeringer er meget stort, men investeringsprogrammet vil stadig bidrage til den økonomiske vækst og til risikoen for flaskehalse, særligt inden for byggeriet.

Den fortsatte fremgang i fiskeeksporten i 2014 betød, at værdien af vareeksporten ekskl. skibe og fly steg knap 6 pct. i 2014, jf. tabel 2. Vareimporten ekskl. skibe og fly steg 5,5 pct. De foreløbige opgørelser for 1. halvår 2015 viser, at værdien af eksporten er gået kraftigt frem, igen drevet af fiskeeksporten. Importen ekskl. skibe og fly er lavere end i samme periode året før, hvilket hovedsageligt skyldes en nedgang på 23 pct. i værdien af importeret brændstof i 1. halvår 2015 sammenlignet med samme periode året før, primært som følge af faldet i verdensmarkedspriserne på olie.

Overskuddet på handelsbalancen for varer i 2014 var 391 mio. kr., svarende til knap 3 pct. af BNP. Servicebalancen må forventes at blive negativ. Den har de seneste år har været negativ med omkring 1 mia. kr. Dertil kommer bl.a. et positivt bidrag, der har ligget på omkring 7-800 mio. kr. netto de seneste par år, fra lønindkomster

fra personer, der bor på Færøerne, men arbejder i udlandet (inkl. Danmark). Desuden er der overførsler på omkring 800 mio. kr. primært på grund af overførsler fra den danske stat. Derfor forventes et betydeligt overskud på betalingsbalancen i 2014.

Den disponible bruttonationalindkomst, BNI, var i 2012 knap 12 pct. højere end BNP. Det skyldes bloktilskuddet fra den danske stat og netto-lønindkomsten fra udlandet. Nettoformueindkomsten var svagt negativ. Disponibelt BNI er over de seneste fem år steget kraftigere end i Danmark og vil ifølge det seneste skøn overgå det danske niveau fra 2014, jf. figur 1 (højre).

PRISUDVIKLING

Forbrugerpriserne er faldet siden foråret 2013, jf. figur 2. I 2. kvartal 2015 lå de 1,3 pct. lavere end i samme kvartal året før. Faldet i olieprisen på verdensmarkedet har især fået priserne på energi og brændsel til at falde i 2015.

Boligejernes renteudgifter indgår i indekset for forbrugerpriserne. De faldende renteudgifter for lån til boligformål fortsætter med at trække forbrugerprisindekset ned, men bidraget var større i slutningen af 2013 og 2014, da rentefaldet

var kraftigere i den periode. De lave stigninger i forbrugerpriserne understøtter husholdningernes realindkomst og derigennem det private forbrug.

ARBEJDSMARKEDSFORHOLD

Antallet af lønmodtagere er steget de seneste to år efter at have været stort set uændret i de foregå-

ende år, jf. figur 3 (venstre). Stigningen i antallet af lønmodtagere på 3,3 pct. på årsbasis i april 2015 afspejles også i de samlede lønudbetalinger, som i samme periode blev øget med 7,4 pct. år til år.

Stigningen i beskæftigelsen fra 2014 til 2015 har været bredt funderet på tværs af sektorer, jf. figur 3 (højre).

De private tjenesteehverv har i 2013-15 øget antallet af lønmodtagere efter en periode med

Handels- og betalingsbalance

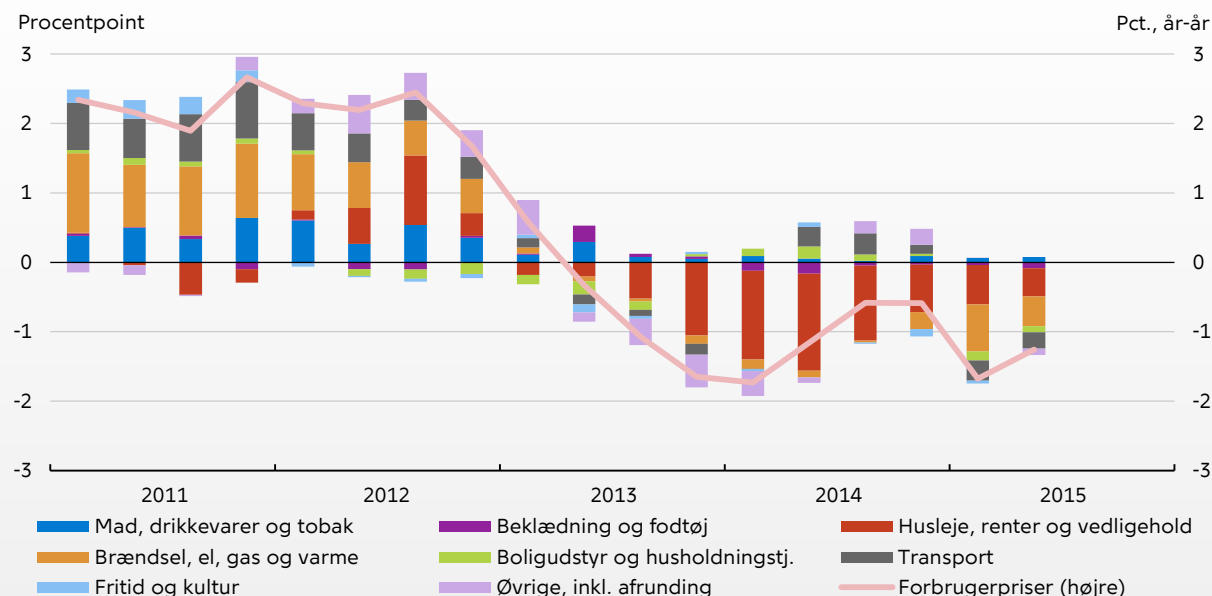
Tabel 2

Mio. kr.	2011	2012	2013	2014
Eksport, varer	5.407	5.515	6.104	6.362
Eksport, varer ekskl. skibe og fly	4.778	5.209	6.000	6.350
Import, varer	5.279	6.683	6.273	5.971
Import, varer ekskl. skibe og fly	4.556	5.355	5.448	5.747
Handelsbalance, varer	128	-1.167	-169	391
Handelsbalance, varer ekskl. skibe og fly	222	-145	552	602
Betalingsbalancens løbende poster	884	-447	n.a.	n.a.

Kilde: Hagstova Føroya.

Stigninger i forbrugerpriserne og bidrag fra underkomponenter

Figur 2

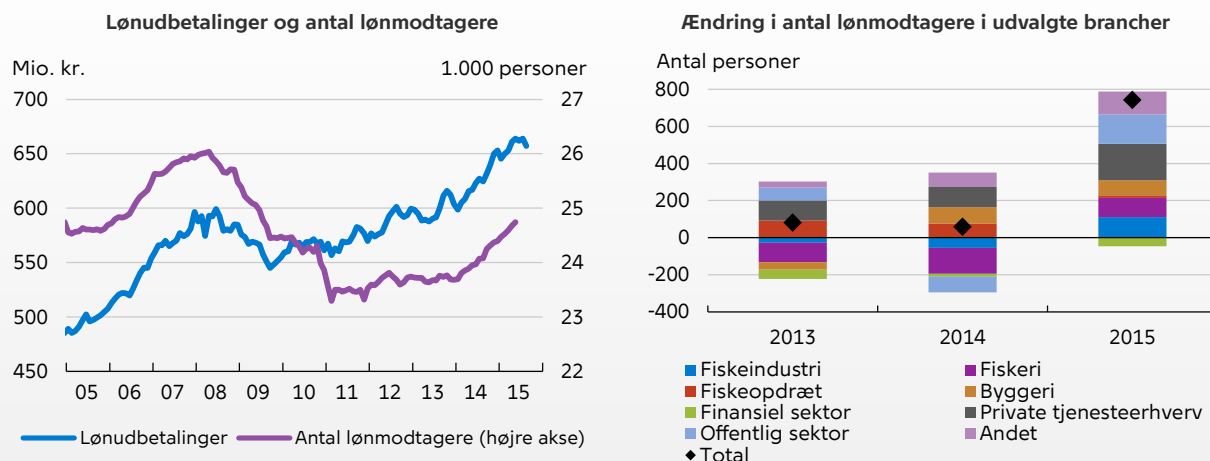


Anm: Transport inkluderer brændsel. Vægten af komponenter, hvor olie- og energipriser har direkte effekt, er omtrent ens i Danmark og Færøerne. Volatiliteten af prisindeksene for energikomponenterne ved ændringer i oliepriser er derimod betydeligt højere på Færøerne, hvilket bl.a. skyldes, at deres system for skatter og afgifter er anderledes.

Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

Lønudbetalinger, antal lønmodtagere og ændring pr. branche

Figur 3



Anm.: Venstre figur: Sæsonkorrigerede månedssdata. 3 måneders glidende gennemsnit for lønudbetalinger. Seneste observation er maj 2015 for antal lønmodtagere og august 2015 for lønudbetalinger. Højre figur: Ændringer i gennemsnitlig beskæftigelse i første kvartal af perioden.

Kilde: Hagstova Føroya.

stilstand oven på den betydelige tilpasning i 2009-10. Den finansielle sektor har derimod fortsat mindsket antallet af medarbejdere.

Beskæftigelsen i fiskerirelaterede erhverv er øget efter nogle år med faldende beskæftigelse, selv om der har været fremgang for erhvervet. Fiskeopdræt, som har klaret sig særdeles godt de senere år, havde i 2015 stort set uændret beskæftigelse efter nogle år, hvor den steg. Produktionen kræver relativt lidt arbejdskraft og beskæftiger under 5 pct. af lønmodtagerne på trods af, at erhvervet står for over 40 pct. af eksporten.

Beskæftigelsen i byggeriet stiger. Det skyldes bl.a., at det offentlige har sat store anlægsprojekter i gang. Beskæftigelsen i byggeriet ligger på samme niveau som omkring 2004, dvs. før højkonjunkturen med kraftigt stigende boligpriser satte ind på Færøerne, men væsentligt under niveauet i højkonjunkturen omkring 2007.

Ledigheden er faldet jævnt siden begyndelsen af 2011 og udgjorde i juli 2015 sæsonkorrigeret 3,0 pct. af arbejdsstyrken, jf. figur 4 (venstre). Ledigheden har dog været væsentligt lavere, bl.a. i 2007-08. Niveauet er svært at sammenligne med andre lande, da befolkningen på Færøerne er relativt mobil og reagerer på en høj ledighed. Arbejdsstyrken steg i 2014, bl.a. som følge af nettoindvandring, jf. figur 4 (højre). Faldet i ledigheden skyldes dermed reelt, at beskæftigelsen er steget, og ikke at ledige er fraflyttet Færøerne,

hvilket ellers i tidligere år har været årsag til, at ledigheden faldt.

I takt med at den økonomiske aktivitet bedres på Færøerne, kan der opstå mangel på arbejdskraft. Et betydeligt antal færinger, især inden for håndværk og byggeri, har bopæl på Færøerne, men arbejder i udlandet, bl.a. på grund af højere løn og en skattebegunstigelse. Landsstyret kan delvist afbøde manglen på arbejdskraft ved at reducere de skattefordele, som er knyttet til at arbejde i udlandet. Ud over at mindske risikoen for overophedning vil det også øge skatteindtægterne.

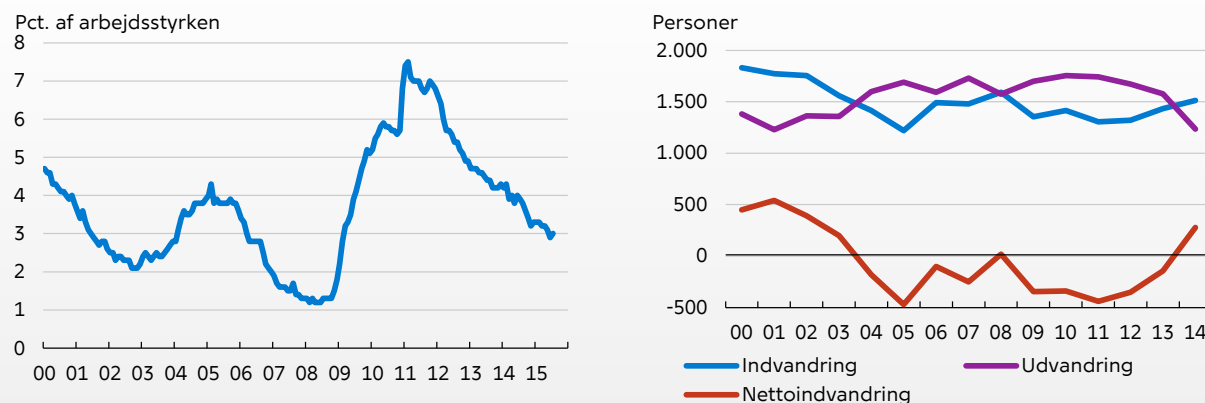
FISKERI OG HAVBRUG

Fiskerierhvervene udgør omkring en sjettedel af den samlede bruttoværditilvækst på Færøerne og ca. 95 pct. af vareeksporten ekskl. skibe og fly. Færøsk økonomi er dermed meget afhængig af udviklingen i fangstmængder og fiskepriser. Begge svinger en del over tid, men ikke nødvendigvis i samme retning for de forskellige fiskerityper og fiskearter. Da indtjeningen i stigende grad har fordelt sig på flere forskellige slags fiskerierhverv, bidrager det til at mindske sårbarheden i økonomien som helhed.

I de senere år er indtjeningen fra fisk steget betydeligt, primært drevet af havbrugsvirksomhed.

Ledighed (venstre) samt ind- og udvandring (højre)

Figur 4



Anm.: Sæsonkorrigerede månedssdata for ledighedsprocenten. Seneste observation er juli 2015.
Kilde: Hagstova Føroya.

Fiskeriet udover havbrug havde en lille nedgang i 2014, jf. figur 5. Det skyldes, at priserne udviklede sig lidt ugunstigt. Det pelagiske fiskeri efter bl.a. sild og makrel klarer sig bedst. Omvendt er det traditionelle lokale bundfiskeri, der primært består af torsk, sej og kuller, fortsat økonomisk svagt.

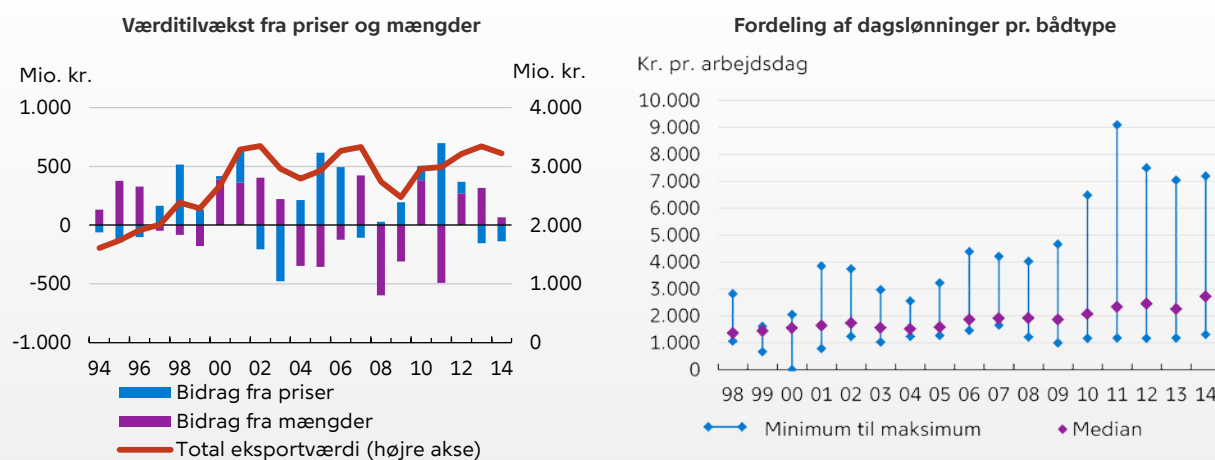
Bundfiskeriet er kendetegnet ved, at bestandene af fisk er lokale og ikke er på gennemtræk ligesom pelagiske fisk. Derfor er reguleringen et lokalt anliggende. Bestandene af bundfisk er for

flere arter kritisk lave, og på trods af en nedgang i fangsterne har omfanget ligget over biologernes anbefalinger, jf. Hegland og Hopkins (2014).

Indtjeningen i det pelagiske fiskeri er steget betragteligt de senere år. Det skyldes primært, at fangsterne er øget fordi makrelbestanden omkring Færøerne er steget. I 2010-13 fastsatte Færøerne sin egen kvote for makrel efter resultatløse forhandlinger med EU, Norge og Island om en anden fordeling af den samlede kvote. I marts 2014 indgik Færøerne, Norge og EU en 5-årig aftale om

Værditilvækst i fiskeriet og aflønning af ansatte

Figur 5



Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

Anm.: Højre figur: Fordeling af dagslønninger pr. bådtype rangerer den gennemsnitlige aflønning af ansatte på otte forskellige typer af fiskefartøjer.

makrelkvoterne, som gør det muligt, at fangsten af makrel bliver på omtrent samme niveau. Island står uden for aftalen.

Det er opgivet at nå til enighed om fiskeriet efter sild i 2015 og 2016. For 2015 har Færøerne fastsat deres egen kvote på samme niveau som sidste år. Kvoten er dog en væsentligt højere andel af den fastsatte samlede nordøstatlantiske sildekvote, der er reduceret med 32 pct. i forhold til 2014. I 2014 opnåede Færøerne og EU en fælles forståelse om det års fiskeri, og derfor suspendede EU handelssanktionerne. Der er ikke opnået enighed om fordelingen af kvoten for blåhvilling i 2015, og Færøerne har sat sin egen kvote.

De meget forskellige økonomiske forhold i de forskellige typer af fiskeri afspejles i, at mand-skabet på forskellige bådtyper aflønnes meget forskelligt, jf. figur 5 (højre). Aflønningen på både i det traditionelle bundfiskeri ligger lavt og har gjort det i mange år. Fiskere har dog gunstigere skattevilkår end almindelige lønmodtagere. Omvendt er aflønningen på nogle bådtyper i det pelagiske fiskeri langt over niveauet for tilsvarende jobs andre steder. Fx har ansatte på notfartøjer i gennemsnit tjent 1,5 mio. kr. pr. år de seneste fem år. De nyder godt af det samme skattefradrag som fiskere i det økonomisk trængte bundfiskeri. Aflønning af kapital i disse segmenter er også meget høj. Det Økonomiske Råd for Færøerne vurderede i 2014, at driftsoverskudsgraden for det pelagiske fiskeri i 2010-12 var omkring 40 pct., hvilket

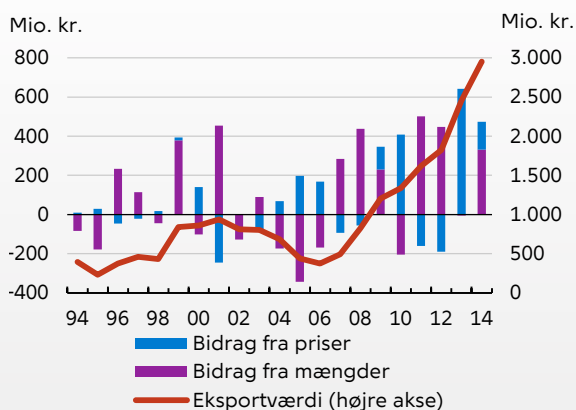
er langt højere end i de andre fiskerierhverv. Det skyldes primært, at kvoterettigheder hidtil er blevet fordelt uden betaling.

Havbrugene fortsatte i 2014 med at øge deres indtægter og stod for omkring 50 pct. af den samlede fiskeeksport. Derudover bruger de fx fiskemel produceret af den øvrige fiskeindustri i produktionen, så de dermed kan understøtte den øvrige fiskeindustri. Havbrugene opdrætter udelukkende laks, som de senere år har været begunstiget af høje priser, jf. figur 6. Det skyldes bl.a., at Færøerne fortsat har adgang til det russiske marked efter Ruslands handelsembargo på fødevarer fra EU. I 2014 udgjorde eksporten til Rusland 17 pct. af den samlede eksport. Markedsandelen er næsten tredoblet i forhold til gennemsnittet over de fem foregående år, og Rusland er nu det største enkelte eksportmarked.

Efter flere gode år i to af de tre sektorer i fiskerierhvervet er det tvivlsomt, om de høje vækstrater kan fortsætte. Omfanget af havbrug nærmer sig kapacitetsgrænsen med den nuværende teknologi, hvis man skal undgå sygdomsepidemier med store omkostninger til følge. Havbrugene eksperimenterer dog med teknologier til at øge produktionen fra de eksisterende anlæg. I det pelagiske fiskeri er den fremtidige vækst underlagt fastsættelsen af kvoter mellem landene og bæredygtigheden af det samlede fiskeri i det nordøstlige Atlanterhav. Ifølge tal fra Færøernes Fiskeriundersøgelser er tilgangen af nye fisk i bundfiskeriet meget lav, og det tyder ikke på, at grundlaget for at øge fiskeriet er til stede lige foreløbigt.

Værditilvækst fra priser og mængder i opdrætserhvervet

Figur 6



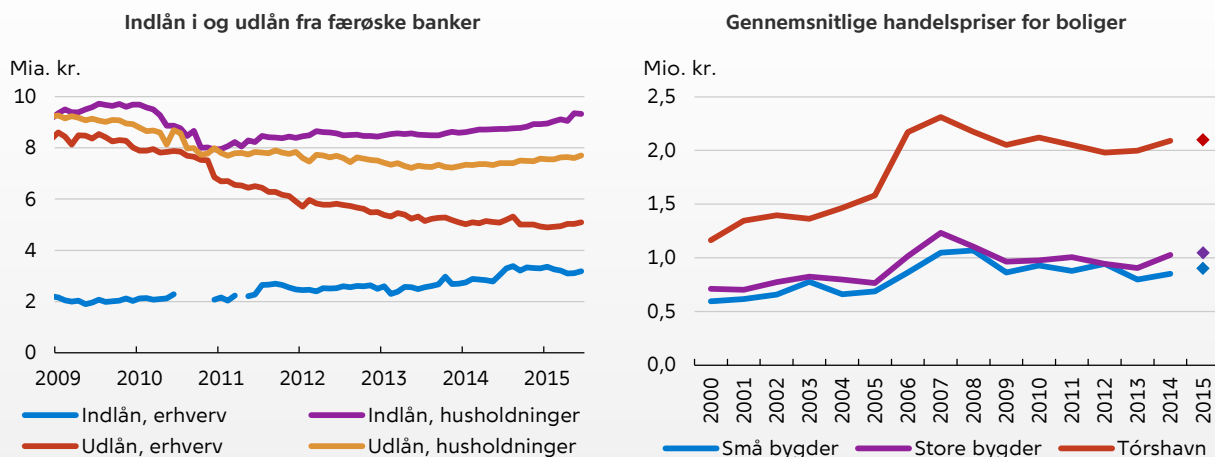
Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

FINANSIELLE FORHOLD

De færøske bankers udlån til virksomheder var stort set uændret i første halvår, og indlånet steg. Ifølge bankerne skyldes den flade udvikling i udlån primært, at efterspørgslen efter lån er meget lav. Fiskeriet, som tidligere optog mange lån og i kriseperioder var kilde til store kredittab for bankerne, låner i dag kun lidt i bankerne. De store investeringer foregår primært i det pelagiske fiskeri og opdrætsindustrien. Begge erhverv har i disse år så store overskud, at de fleste investeringer kan finansieres internt i virksomhederne eller afdrages over kort tid. Lån til de største investeringer i fx opdrætserhverv ydes typisk af udenlandske banker, primært fra Norge.

Boligpriser og ind og -udlån i de færøske banker

Figur 7



Anm.: Venstre figur: I september 2013 begyndte en ny statistik, som er sammenkædet med den gamle statistik. Husholdninger og non-profit institutioner rettet mod husholdninger er derfor lagt sammen. Højre figur: Data for 2015 dækker kun 1. halvår. Der eksisterer et indeks for priser for hele Færøerne, men det fremkommer som det vægtede gennemsnit af alle handler. Det viser fx, at priserne faldt i 2014 på trods af, at priserne i hver af de tre kategorier steg. Derfor benyttes det ikke her.

Kilde: Nationalbanken, Hagstova Føroya, EIK Bank og egne beregninger.

Bankernes udlån til boligformål stiger svagt, men det udestående udlån til husholdninger er stadig væsentligt lavere end i 2008, jf. figur 7 (venstre).

De færøske banker har øget kapitaliseringen og har i dag indlånsoverskud. Lønsomheden er forbedret over de senere år i takt med, at nedskrivninger på udlån er faldet. Tre af de fire banker forventes underlagt SIFI-kravene.² Den sidste er langt mindre og har i nogle år haft store nedskrivninger på udlån.

Boligmarkedet understøttes af stigende disponible indkomster og rentefald. Omsætningen er opadgående og var i 2014 den højeste siden 1985, hvor statistikken begyndte. Både i Tórshavn og i bygderne er priserne på de handlede boliger steget de seneste par år, jf. figur 7 (højre), men de er fortsat lidt lavere end i perioden 2007-08. I samme periode er den disponible indkomst dog steget omkring 20 pct. Boligmarkedet på Færøerne er generelt kendetegnet ved, at køber afdrager lån hurtigere end fx i Danmark. Det gør boligejernes modstandskraft større i tilfælde af stød og lægger en dæmper på prisudviklingen. Der beta-

les derimod ikke grund- og ejendomsværdiskatter, hvilket alt andet lige sænker brugerprisen og derigennem øger prisniveauet. Støtte til renteudgifter medvirker også til at sænke brugerprisen. Både loftet og procentsatsen for landskassens og kommunernes støtte til boligejeres renteudgifter er blevet nedsat gradvist siden 2009, så der i 2015 refunderes 35 pct. af renteudgifterne op til et loft på 120.000 kr. Frem til 2018 nedsættes loftet yderligere til 100.000 kr. årligt.

OFFENTLIGE FINANSER

Færøerne har de seneste år haft underskud på de offentlige finanser, men det er faldet, primært som konsekvens af de positive økonomiske konjunkturer. Underskuddet er hovedsageligt i landskassen, mens kommunerne havde et mindre overskud. Landskassen opnåede i 2014 et driftsoverskud for første gang siden 2007, fordi skatteindtægterne steg. Drift-, anlæg- og udlånssaldoen (DAU) var stadig negativ. Den offentlige gæld har

² De regler, der i Danmark regulerer SIFI'er, gælder også på Færøerne med de fornødne tilpasninger. SIFI'er på Færøerne skal udpeges af Finanstilsynet på baggrund af de samme indikatorer som de danske SIFI'er.

Landskassens hovedposter

Tabel 3

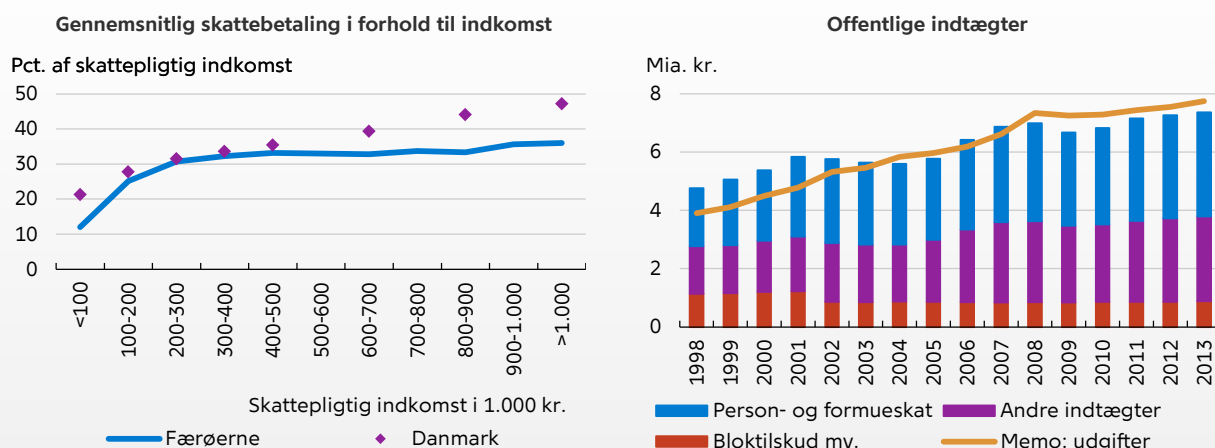
Mio. kr.	2011	2012	2013	2014	2015 ¹
Skatter og afgifter mv.	3.705	3.610	3.686	4.014	3.836
Andre indtægter	113	33	63	62	74
Bloktilskud	616	624	632	635	642
Indtægter i alt	4.433	4.268	4.381	4.712	4.552
Driftsudgifter	4.541	4.375	4.463	4.588	4.333
Anlægsinvesteringer	150	182	237	360	274
Renteudgifter, netto	65	45	94	18	85
Udgifter i alt	4.756	4.602	4.794	4.966	4.692
Saldo (DAU)	-322	-335	-413	-254	-140

Kilde: Rigsombudsmanden på Færøerne.

1. Tal for 2015 er fra finanslov 2015, mens tal for de øvrige år er regnskabstal.

Offentlige indtægter og udgifter samt skattebetaling i forhold til indkomst

Figur 8



Anm.: Venstre figur: Data for Færøerne for 2013. Data for Danmark for 2014. For Danmark er indkomstgruppen 500.001-750.000 vist i kategorien 600-700, og indkomstgruppen 750.001-1.000.000 er vist i kategorien 800-900. Data for Danmark inkluderer ejendomsværdiskat og arbejdsmarkedsbidrag.

Kilde: Hagstova Føroya, Danmarks Statistik, Rigsombudsmanden på Færøerne og egne beregninger.

været stigende på grund af underskuddene på de offentlige finanser, jf. boks 1.

Finansloven for 2015 budgetterer med et DAU-saldounderskud i 2015 på 140 mio. kr. for landskassen svarende til knap 1 pct. af BNP. Hertil kommer, at kommunerne budgetterer med et underskud på 78 mio. kr. Landsstyrets forslag til bevillingsrammerne i 2016 medfører et lille overskud. Den planlagte balancering af budgettet sker

på et tidspunkt, hvor konjunkturerne er gunstige. Fx steg skattebetalingerne kraftigt i 2014 og er fortsat med at stige i 2015. Det er problematisk med underskud i en højkonjunktur. Beregninger fra Det Økonomiske Råd for Færøerne viser, at det offentlige forbrug over en længere årrække samlet set er steget, når de offentlige indtægter er steget på grund af forbedrede konjunkturer. Det offentlige forbrug har derfor haft en forstærkende

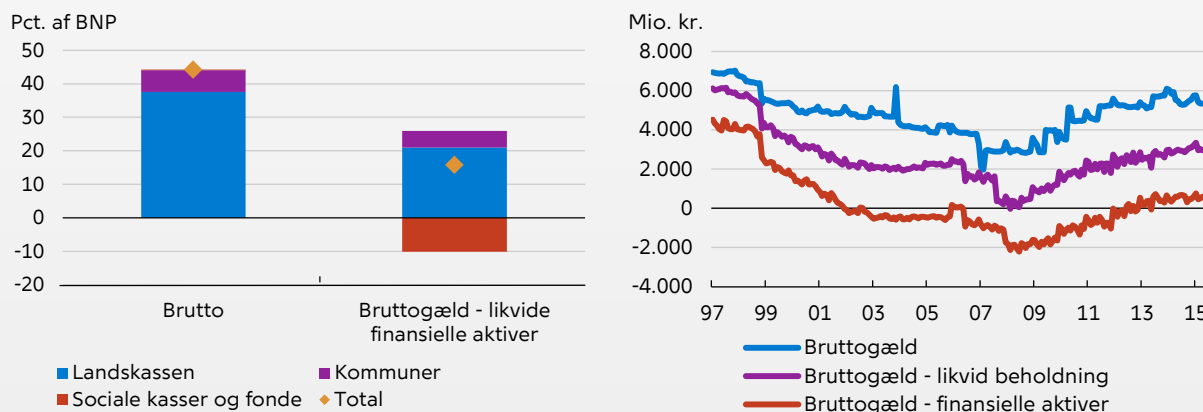
Den offentlige gæld er steget siden 2008, fordi der har været underskud på de offentlige finanser. Gældsætningen på Færøerne var dog lav omkring 2008 før finanskrisen efter flere år med finanspolitisk konsolidering. Bruttogælden på ca. 45 pct. af BNP ved udgangen af 2014 er lav i en international sammenligning. Bruttogælden korrigeret for likvide finansielle aktiver er knap 20 pct. af BNP.

Færøernes offentlige bruttogæld består primært af landskassens gæld (godt 80 pct. af den samlede offentlige bruttogæld) og kommunernes gæld, der brutto udgjorde ca. 1.000 mio. kr. ved udgangen af 2014. Landskassen havde et betydeligt tilgodehavende i 2008, når der tages højde for finansielle aktiver, og først omkring 2013 var det vendt til gæld. En mindre del af gælden er et lån fra den danske stat på 500 mio. kr., der er rente- og afdragsfrit, og som eftergives i 2018, hvis der ikke er påbegyndt råstofudvinding inden da – hvilket intet indtil videre tyder på vil ske. Herudover har landskassen de sidste par år årligt udstedt en 5-årig obligation i danske kroner. Moody's tildeler Færøernes ud-

stedelserne kreditvurderingen Aa3 og har i juli 2015 ændret udsigterne til stabile i stedet for negative. Kreditvurderingen inkluderer et løft på to trin i forbindelse med, at Moody's vurderer, at der er sandsynlighed for ekstraordinær støtte fra den danske stat, selv om der ikke er givet eksplicit tilsagn om det. Uden opløftet ville vurderingen have været A2.

Ud over gæld har landskassen nogle indirekte forpligtelser, bl.a. deres rentegaranti på pensioner påbegyndt før 1999 og efterløn til dens ansatte. Ifølge beregninger fra landskassen er den negative egenkapital i det selskab, der administrerer ordningerne, godt 1 mia. kr. ved udgangen af 2014. Med ikke-afdækkede garantier på 4,5 pct. årligt på en stor del af pensionerne kan omfanget af den ufinansierede forpligtelse dog vokse, afhængigt af udviklingen på de finansielle markeder, herunder aktiemarkedene. Landskassens gælds- og formueforvaltningsafdeling skønner, at der først vil være en likviditetsmæssig effekt om mere end 30 år, da selskabets aktiver vil blive brugt helt op, før landskassens gælds- og formueforvaltningsafdeling træder til.

Offentlig gæld ultimo 2014 (venstre) samt udvikling i landskassens gæld (højre)



Anm: Indeholder kun sektoren S13. Venstre figur: De sociale kasser og fonde inkluderer AMG, ALS, Vinnusjúkugrunnurin, Trygdargrunnur fiskivinnunar og Trygdargrunnurin. Højre figur: Den likvide beholdning i landskassen bruges fortrinsvist til at styre landskassens refinansieringsrisiko på gælden.

Kilde: Hagstova Føroya.

effekt på konjunkturforløbet. Det samme gælder for offentlige investeringer.

I bevillingsrammerne for 2016 er der indregnet et provenu fra nye ressourceafgifter primært i forbindelse med det pelagiske fiskeri. Det skal sikre, at budgettet stort set balancerer, men det er endnu ikke sikkert, at afgifterne bliver indført i tide, da en aftale muligvis afventer, at en fremtidig fiskerireform gennemføres.

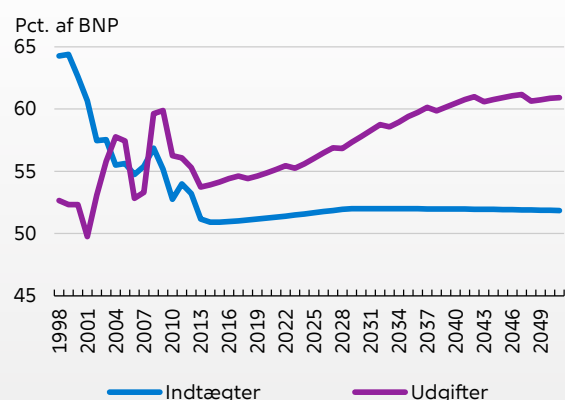
Ved skattereformen i 2012 blev indkomstskatten reduceret betydeligt, og progressionen i skattesystemet for mellem- og højindkomstgrupper

har derefter været lav, dvs. med en skatteprocent der stort set er uafhængig af indkomstniveau, jf. figur 8 (venstre). Skattereformen øgede alt andet lige det strukturelle underskud på de offentlige finanser. Ved samme lejlighed blev landskassens provenu forøget ved at beskatte pensionsindbetalinger, mod at udbetalinger i fremtiden er skattefri.

Indkrævede skatter og andre indtægter dækkede i 2013 omkring 83 pct. af landskassens udgifter i 2013, hvilket er et fald fra omkring 95 pct. i begyndelsen af 2000'erne, jf. figur 8 (højre). Godt

Fremskrivning af offentlige udgifter og indtægter

Figur 9



Kilde: Det Økonomiske Råd for Færøerne.

15 pct. af det offentlige udgiftsbudget afholdes af den danske stat i form af bloktilskuddet, andre tilskud samt drift- og anlægsudgifter for statslige institutioner.

Færøerne står over for store demografiske udfordringer. Mange personer i den erhvervsaktive alder trækker sig tilbage i de kommende år, og set over de seneste ti år har der været en tendens til relativt kraftig udvandring, især af yngre mennesker i den erhvervsaktive alder. Nettoudvandringen har svaret til lidt mere end 0,4 pct. af befolkningen hvert år.

Befolkningens aldring og risikoen for, at arbejdsstyrken falder, giver store udfordringer for de offentlige finanser, hvis der ikke gennemføres reformer. På den baggrund har Det Økonomiske Råd for Færøerne i 2015 beregnet den finanspolitiske holdbarhed. Konklusionen er, at det offentlige underskud uden reformer vil vokse støt, fordi de offentlige udgifter vil stige, jf. figur 9. Der vil være behov for en varig finanspolitisk stramning på omkring 5 pct. af BNP (ca. 750 mio. kr.) for at stabilisere den offentlige nettogæld på langt sigt. Resultatet afhænger af en række antagelser. Rådet har fx antaget, at nettoudvandringen når omtrent samme omfang som det observerede gennemsnit over de seneste ti år. Immigrationsmønsteret er konjunkturafhængigt, og skiftet til nettoindvandring, der skete i 2014-15, kan dermed vise sig blot at være en midlertidig vending, der skyldes det aktuelle økonomiske opsving.

ØKONOMISKE UDSIGTER

Både virksomhederne og forbrugerne ser positivt på den økonomiske situation ifølge de halvårslige konjunkturbarometre. Således lå begge barometre i positivt territorium om end lidt lavere end i 2014. Især byggebranchen har meget positive forventninger, hvilket fremhæver risiciene for flaskehalse i forbindelse med de store offentlige investeringer.

Udsigterne for færøsk økonomi er tæt knyttet til udviklingen i fiskeriet og havbrugene. Usikkerhed om fremtidige mængder og priser i fiskerierhvervet er et grundvilkår for økonomien. At fiskeeksporten i dag er spredt på flere forskellige fiskeindustrier øger dog robustheden.

Usikkerheden i fiskeriet er mindsket efter, at der er opnået en international aftale om fangsten af makrel. Ifølge erhvervet giver det dog fortsat usikkerhed, at alle fiskelicenser på Færøerne fra og med 2018 skal fordeles på ny og potentielt kan blive reallokeret på markeds-mæssige vilkår. En sådan reform kan forbedre det offentlige budget. Den pelagiske fiskeindustri har haft overnormale profitter, såkaldte ressourcerenter, igennem en årrække, og Ellefsen mfl. (2015) har estimeret, at ressourcerenten i 2013 var godt 500 mio. kr. fordelt på de under ti kvoter. De noterer, at beløbet meget vel kan være vokset siden hen på grund af aftalen om makrelfiskeriet. Den øvrige fiskeflåde under ét opnår kun en mindre ressourcerente. Hvis fiskeriet kunne opnå et omfang, der var optimalt for samfundet, ville det ifølge samme rapport kunne give en endnu højere samlet ressourcerente. Beregningerne er forbundet med store usikkerheder. Det kan derudover være svært at designe en mekanisme, der kan sikre, at landskassens provenu vil blive i den størrelsesorden. Der er allerede betydelige skatteindtægter fra fx opdrætsvirksomhed i form af selskabsskattebetalinger. Volatiliteten i indtægterne fra fiskeriet betyder, at Færøernes budget bør tilrettelægges med henblik på budgetoverskud og gældsnedbringelse i perioder som nu, hvor fiskeriet er økonomisk begunstiget.

Der er udsigt til, at den indenlandske efterspørgsel vil løfte sig i den kommende periode, bl.a. fordi beskæftigelsen og lønudbetalingerne stiger og oliepriserne falder. Husholdningernes gældsætning er relativt lav efter nogle års konsolidering, hvilket sammen med de lave renter kan

øge det private forbrug. Byggeriet er også på vej op efter nogle svage år og understøttes af, at der er planlagt mange anlægsprojekter de kommende år. Der er på den baggrund risiko for kapacitetsproblemer, især i byggeriet.

Fremgangen i økonomien forbedrer de offentlige finanser, men det kan øge risikoen for, at Landsstyret ikke gennemfører de foranstaltninger, som er nødvendige for at sikre holdbarheden. Det gælder især, da Færøerne – ligesom de øvrige vestlige økonomier – står over for en aldrende befolkning, hvilket øger udgiftspreset i de kommende år.

LITTERATUR

Det Økonomiske Råd for Færøerne (2014), Redegørelse fra Det Økonomiske Råd for Færøerne, september.

Det Økonomiske Råd for Færøerne (2015), Finanspolitisk holdbarhed for den offentlige sektor på Færøerne, Redegørelse fra Det Økonomiske Råd for Færøerne, forår.

Hegland, Troels J. og Christopher CE Hopkins (2014), Towards a new fisheries effort management system for Faroe Islands? – Controversies around the meaning of fishing sustainability, *Maritime Studies* 13:12.

Rigsombudsmanden på Færøerne (2014), Beretning.

Trondsen, Torbjørn (2015), Hvordan kan ressursrenten i den færøyske fiskeri maksimeres og trekkes inn til fellesskapet?, rapport udarbejdet for Javnaðarflokkurin i det danske Folketing.

Ellefsen, Hans og Heri á Rógvi (2015), Økonomisk rente og ringvirkninger i de vestnordiske fiskerier, rapport udarbejdet til NORA og til arbejdsgruppen for fiskeri under Nordisk Ministerråd.