

AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

SAMMENFATNING

Fremgangen er moderat i de avancerede økonomier. Væksten drives primært af den indenlandske efterspørgsel, som bl.a. er positivt påvirket af, at renterne er lave og olieprisen lav. Selv om den økonomiske fremgang i euroområdet og USA er behersket, stiger beskæftigelsen kraftigt, og ledigheden falder. Lønstigningstakten er dog stadig lav. En række vækstøkonomier, herunder Kina, vokser langsommere. Samlet set ventes væksten i den globale økonomi at blive lidt højere i de kommende år, men de internationale organisationer vurderer, at risikoen for, at den bliver mere afdæmpet, er steget.

I USA er den amerikanske centralbank, Federal Reserve, begyndt at sætte renten op. Det sker på baggrund af, at kapacitetspresset tiltager, bl.a. på arbejdsmarkedet. I euroområdet lempes pengepolitikken fortsat. Det skal ses i lyset af, at prisstigningstakten er meget lav.

Herhjemme fortsatte beskæftigelsen med at vokse i første del af 2016 og steg med 11.000 personer i 1. kvartal. Det reale bruttonationalprodukt, BNP, voksede 0,5 pct. trukket af vækst i både den indenlandske efterspørgsel og eksporten. Ser man på de beskæftigelsestunge private byerhverv eksklusive transport har der været rimelig balance mellem udviklingen i beskæftigelse og produktion. Beskæftigelsesfremgangen siden begyndelsen af 2013 skønnes derfor at være velfunderet.

Der ventes en vis genopretning af produktivtetsvæksten, og fremgangen i det reale BNP skønnes at blive 1,0 pct. i 2016 stigende til 1,6 pct. i 2017 og 1,8 pct. i 2018. Det er lidt svagere end

i den seneste prognose. Fra 1. kvartal 2016 til udgangen af 2018 ventes beskæftigelsen at stige med 60.000 personer.

Ved udgangen af prognoseperioden skønnes økonomien at være tæt på den højeste kapacitetsudnyttelse, som er forenelig med en stabil prisudvikling. Finanspolitikken bør derfor tilrettelægges med henblik på at opnå balance på den strukturelle saldo i løbet af de kommende år.

Huspriserne er bøjet af de seneste måneder, mens der ikke spores nogen afdæmpning af priserne på ejerlejligheder i hovedstadsområdet og andre større byer.

Regeringen har bebudet, at den til efteråret vil fremlægge en ny mellemfristet finanspolitisk strategi til 2025. Centrale emner i en sådan 2025-plan bør være at styrke de automatiske stabilisatorer i økonomien og fjerne asymmetrier i skattesystemet med henblik på at styrke den økonomiske og finansielle stabilitet samt fremme væksten i produktiviteten.

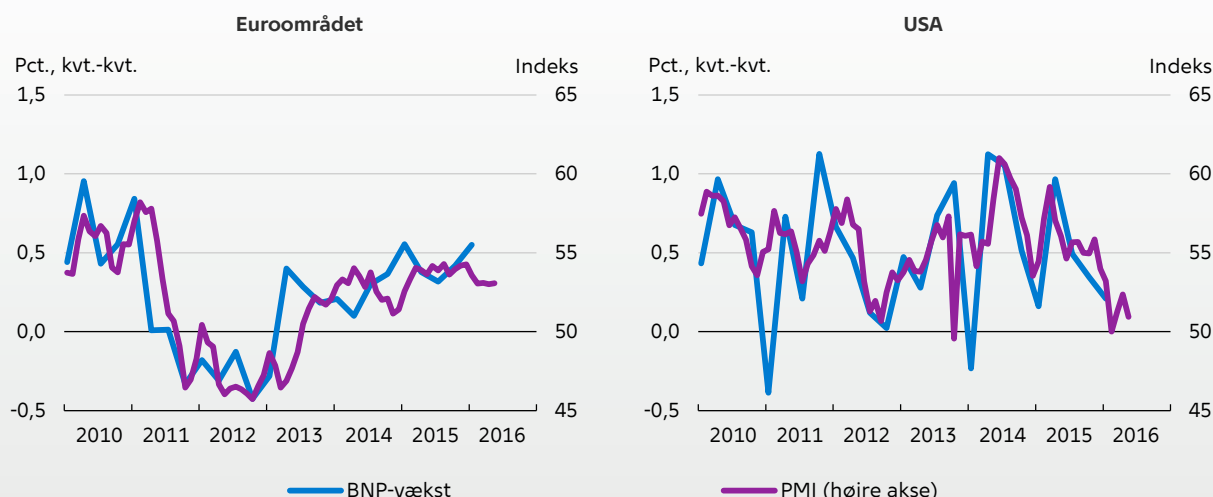
INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

MODERAT FREMGANG I EUROOMRÅDET OG USA DREVET AF INDENLANDSK EFTERSPØRGSEL

I euroområdet tiltog væksten i 1. kvartal 2016 til 0,6 pct., jf. figur 1 (venstre). Fremgangen var bredt funderet på tværs af lande. Blandt de store eurolande steg aktiviteten mest i Tyskland og Spanien med henholdsvis 0,7 og 0,8 pct., mens den i Frankrig og Italien steg henholdsvis 0,6 og

PMI i euroområdet og USA indikerer moderat vækst i 2. kvartal

Figur 1



Anm.: Der er vist det samlede PMI for service- og industrisektoren (composite output). En værdi over (under) 50 indikerer positiv (negativ) vækst.
Kilde: Macrobond.

0,3 pct. I Grækenland var økonomien i tilbagegang. Purchasing Managers' Index, PMI, som giver en god indikation af den økonomiske udvikling, peger på, at væksten i euroområdet vil fortsætte i 2. kvartal, om end i et lidt lavere tempo.

Fremgangen i den amerikanske økonomi var svag i 1. kvartal, hvilket især skyldes færre investeringer i energisektoren og mindre eksport. Begge reducerede BNP-væksten med 0,3 procentpoint, dvs. 0,6 procentpoint i alt. Udviklingen afspejler bl.a., at lave energipriser reducerede omfanget af nye investeringer i energisektoren. Derudover blev dollaren styrket med ca. 20 pct. over for en bred kurv af valutaer fra midten af 2014 og frem til slutningen af 2015, hvilket øgede prisen på amerikanske varer og tjenester i udlandet og derved dæmpede eksporten. Styrkelsen af dollar er dog stoppet i 2016, og i stedet er den svækket en anelse fra januar til begyndelsen af juni. PMI-indikatoren peger på, at væksten vil være på samme niveau eller lidt lavere i 2. kvartal, jf. figur 1 (højre).

I perioden 2008-13 blev den økonomiske udvikling i euroområdet og USA understøttet af eksport til vækstøkonomierne. Derimod faldt den indenlandske efterspørgsel eller steg kun svagt, jf. figur 2 (venstre).

Den nuværende fremgang er mere bredt fundet og drives fortrinsvis af den indenlandske efterspørgsel. I euroområdet er bl.a. væksten i investeringerne tiltaget, jf. figur 2 (højre). Den

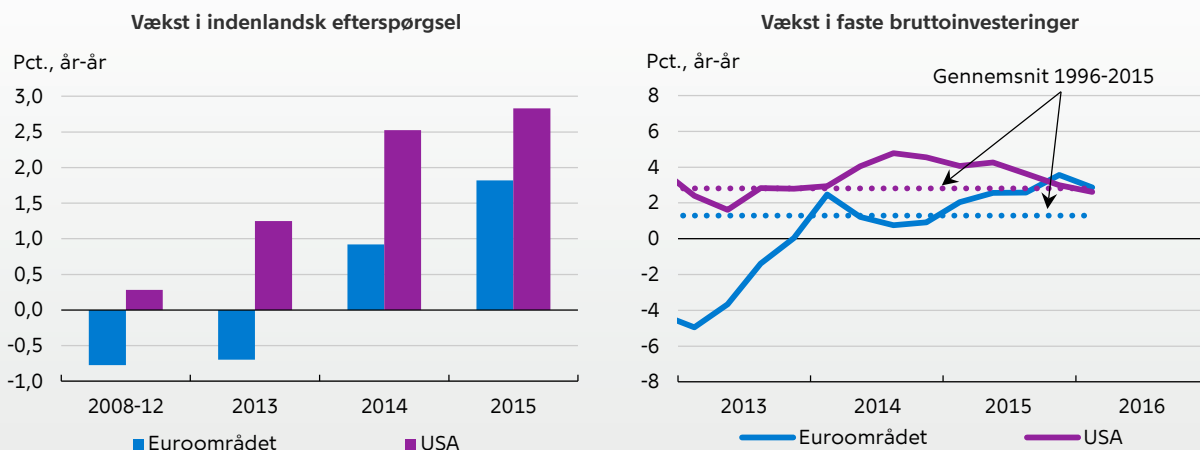
understøttes af, at renterne er meget lave, og kreditvilkårene er blevet lempet. I USA er investeringsvæksten derimod faldet, fordi energipriserne er lavere, men den indenlandske efterspørgsel holdes oppe af en solid fremgang i det private forbrug.

I Storbritannien aftog væksten i 1. kvartal 2016, om end fra et højt niveau. Det skyldes bl.a., at investeringerne i energisektoren er faldet, og den øgede usikkerhed, fordi briterne senere i juni stemmer om, hvorvidt Storbritannien skal blive i eller forlade EU. Usikkerheden er tydeligst på de finansielle markeder, hvor eksempelvis kursen på pund de seneste måneder er blevet stærkt påvirket af udsving i meningsmålingerne, jf. figur 3. En række studier, herunder fra OECD og det engelske finansministerium, HM Treasury, har peget på, at de langsigtede økonomiske omkostninger vil være store for Storbritannien, hvis briterne vælger at forlade EU. Det vil have afsmittende effekter på Storbritanniens nabolande, især Irland, men også resten af EU.

Den japanske økonomi er samlet set ikke vokset siden slutningen af 2013, om end aktiviteten steg pænt i 1. kvartal med 0,5 pct. i forhold til kvartalet før. Udviklingen afspejler, at væksten er aftaget i Kina og andre asiatiske lande, og at det private forbrug er stagneret. Ledende indikatorer peger på, at den svage udvikling er fortsat i 2. kvartal.

Fremgangen i euroområdet og USA drives primært af indenlandsk efterspørgsel

Figur 2



Anm.: Venstre figur: Den indenlandske efterspørgsel består af privat og offentligt forbrug samt faste bruttoinvesteringer.

Højre figur: Vækst i forhold til kvartalet et år tidligere.

Kilde: Macrobond.

Sverige har en høj vækst, der især drives af indenlandsk efterspørgsel. Den understøttes bl.a. af, at finans- og pengepolitikken er lempelig. Det offentlige forbrug er steget betydeligt, bl.a. fordi der har været en stor stigning i antallet af asylansøgere. Derudover er boliginvesteringerne høje, fordi boligpriserne er høje og stiger kraftigt. I 2015 steg de nominelle boligpriser med over 14 pct., og det har medvirket til, at der pr. 1. juni 2016 er indført skærpede krav om, at alle

nye boliglån skal være med afdrag, indtil gælden udgør mindre end 50 pct. af boligens værdi, jf. det svenske finanstilsyn (Finansinspektionen).

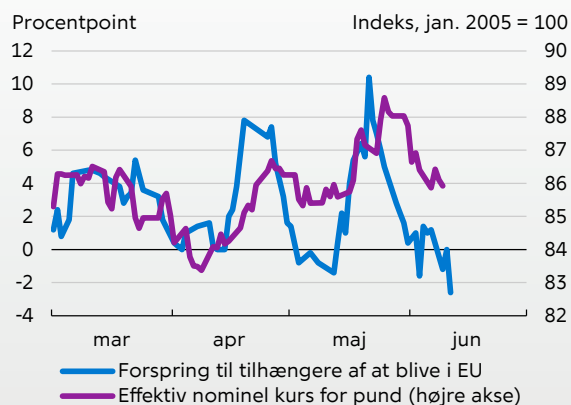
I Norge faldt den økonomiske aktivitet i 2. halvår 2015, men i 1. kvartal 2016 var der en moderat fremgang på 0,3 pct. Den svage udvikling skyldes særligt, at investeringerne i energisektoren er lave, hvilket smitter af på resten af økonomien. Det private forbrug holdes dog oppe af, at renterne er lave, finanspolitikken er lempelig, og boligpriserne stiger jævnt.

I vækstøkonomierne er den økonomiske fremgang aftaget, jf. figur 4 (venstre). Årsagen er bl.a., at lavere råvarepriser har medført, at bytteforholdet for en række råvareproducerende lande, herunder Rusland og Brasilien, er blevet stærkt forværret. Det reducerer den indenlandske efterspørgsel og fører til markant lavere importvækst.

Også i Kina stiger produktionen langsomt end før, jf. figur 4 (højre). Det skyldes især, at væksten i investeringerne er lavere, fordi der bl.a. er overkapacitet i en række industrier og overudbud af boliger i nogle byer. I de største kinesiske byer er efterspørgslen dog stor, og boligpriserne stiger kraftigt, mens de i andre byer udvikler sig mere behersket. Der er stor fremgang i det private forbrug, om end ikke helt nok til fuldt ud at modgå afdæmpningen i investeringerne. Udviklingen afspejler, at Kina er ved at omstille sig til, at den økonomiske vækst efterhånden bliver mindre

Afstemning om EU i Storbritannien medfører usikkerhed på de finansielle markeder

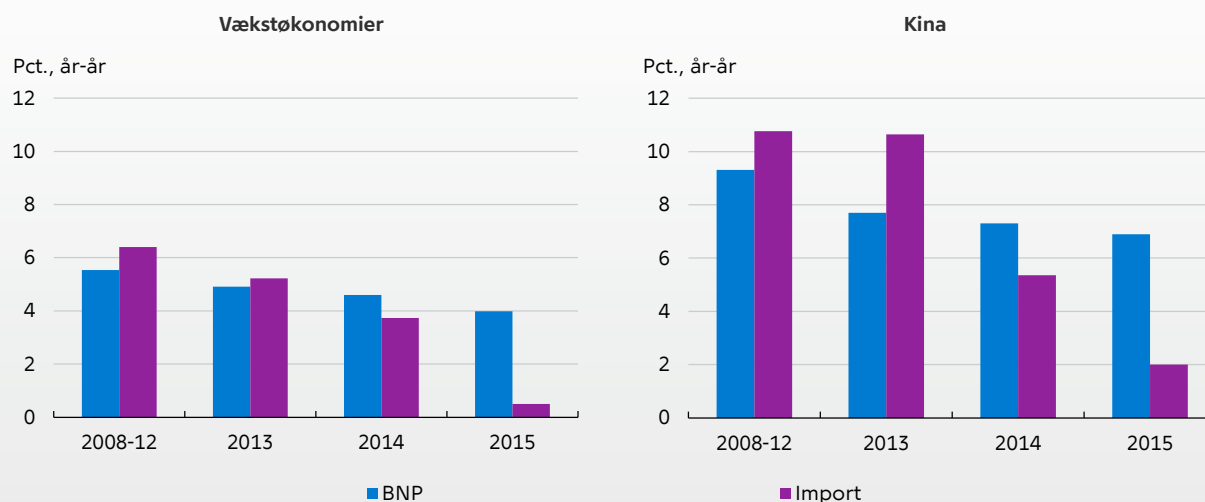
Figur 3



Kilde: Financial Times og Macrobond.

Vækstafdæmpning i vækstøkonomierne

Figur 4



Anm.: Venstre figur: Vækstøkonomier inkluderer her også udviklingsøkonomierne.
Kilde: Macrobond.

afhængig af eksport og investeringer og i højere grad bliver drevet af det private forbrug.

Ud over omstillingen er Kina udfordret af høj og stigende gæld, særligt i virksomhederne, jf. figur 5

(venstre), og omfanget af misligholdte lån stiger.

En del af stigningen i gælden skyldes lån til lav-profitable virksomheder, bl.a. statsejede. For at understøtte den realøkonomiske udvikling har den

Udsigt til lidt højere vækst i den globale økonomi i de kommende år

Tabel 1

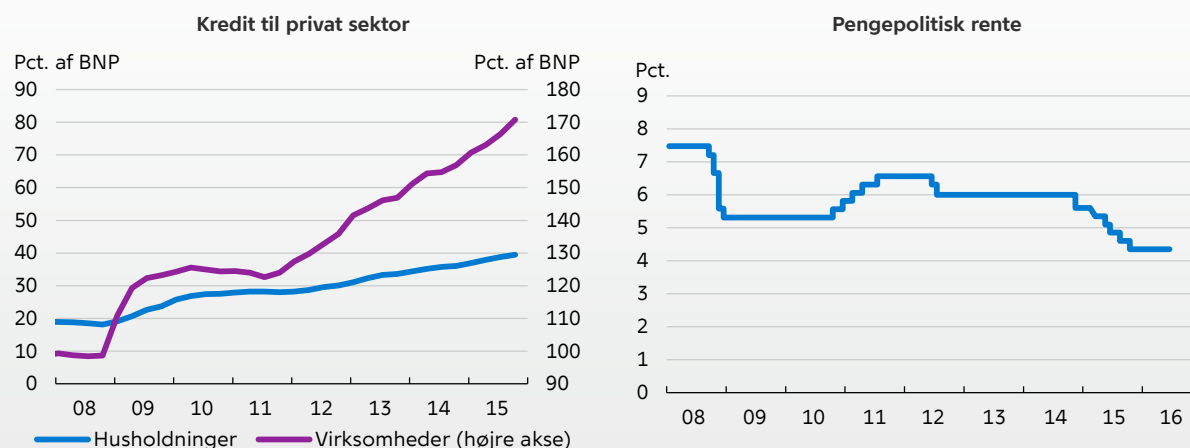
Pct., år-år				Ændring i forhold til november 2015 ¹	
	2015	2016	2017	2016	2017
USA	2,4	1,8	2,2	-0,7	-0,2
Euroområdet	1,6	1,6	1,7	-0,2	-0,2
Tyskland	1,4	1,6	1,7	-0,2	-0,3
Frankrig	1,2	1,4	1,5	0,1	-0,1
Italien	0,6	1,0	1,4	-0,4	0,0
Spanien	3,2	2,8	2,3	0,1	-0,2
Storbritannien	2,3	1,7	2,0	-0,7	-0,3
Japan	0,6	0,7	0,4	-0,3	-0,1
Kina	6,9	6,5	6,2	0,0	0,0
Indien	7,4	7,4	7,5	0,1	0,1
Brasilien	-3,9	-4,3	-1,7	-3,1	-3,5
Rusland	-3,7	-1,7	0,5	-1,3	-1,2

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, juni 2016.

¹. Procentpoint.

Risiko for en kreditboble i Kina på lidt længere sigt

Figur 5



Anm.: Venstre figur: Kredit fra alle sektorer til henholdsvis husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Højre figur: Rente på lån til finansielle institutioner med under 1 års løbetid.
Kilde: Macrobond.

kinesiske centralbank, People's Bank of China, gennem 2015 nedsat den pengepolitiske rente, jf. figur 5 (højre). Det har reduceret omkostningerne ved at have gæld og understøtter derved på kort sigt forbrug og investeringer. Det kan dog samtidig medføre, at gælden stiger yderligere, og dermed er der risiko for, at økonomien bremser hårdt op på lidt længere sigt.

I de kommende år ventes væksten i de store avancerede økonomier generelt at stige lidt, jf. tabel 1, men risikoen for, at vækstforløbet bliver mere afdæmpet, er steget. Vækstskønnene for 2016-17 er for de fleste blevet justeret lidt ned i forhold til forventningerne i november 2015. Blandt vækstøkonomierne ventes Kina at få gradvist lavere vækst som følge af omstillingen, mens den økonomiske nedtur i Rusland og Brasilien vil fortsætte igennem 2016 og i Brasilien også ind i 2017. Den indiske økonomi ventes derimod at fortsætte med at vokse med ca. 7,5 pct. om året i 2016-17.

STÆRK FREMGANG PÅ ARBEJDSMARKEDERNE I DE AVANCEREDE ØKONOMIER

Selv om den økonomiske fremgang i euroområdet og USA er moderat, er beskæftigelsen steget kraftigt og ledigheden faldet. I euroområdet falder ledigheden i omtrent samme takt som under højkonjunktoren før krisen, men niveauet er dog stadig noget højere. I USA er ledigheden faldet stødt siden begyndelsen af 2010, og i maj var

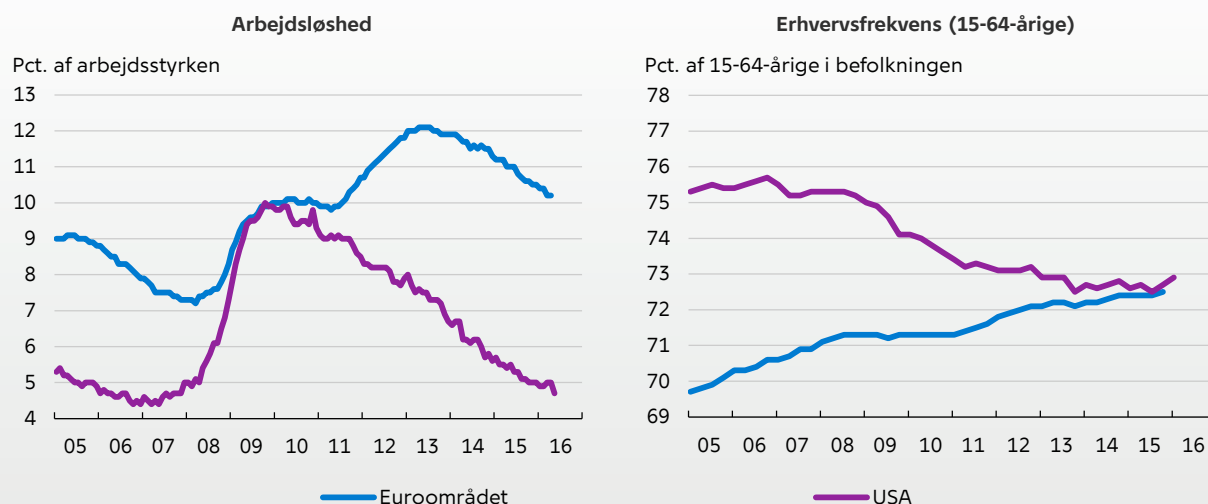
den 4,7 pct., jf. figur 6 (venstre). Det er omtrent, hvad Federal Reserve vurderer, er det strukturelle niveau for ledigheden i USA. Den stærke udvikling på arbejdsmarkedet ses også i andre avancerede økonomier, herunder Storbritannien og Japan.

På trods af fremgangen på arbejdsmarkedet er lønstigningstakten i USA og euroområdet moderat, jf. figur 7. En årsag er, at der stadig er ledige ressourcer af arbejdskraft. Et udvidet begreb for ledigheden (som – ud over antallet af ledige – også indeholder dem, der er marginalt knyttet til arbejdsmarkedet, og dem på deltid, der ønsker at arbejde på fuld tid) viser således, at den i begge økonomier stadig er noget højere end før krisen. Erhvervsfrekvensen (15-64-årige) i USA er endvidere 2,5 procentpoint lavere end i 2007, jf. figur 6 (højre), men det skyldes delvist den demografiske udvikling (forskydning mellem aldersgrupper blandt de 15-64-årige). I euroområdet er arbejdsstyrken vokset både under krisen og i de seneste år. Det er bl.a. et udslag af arbejdsmarkeds- og pensionsreformer.

En anden årsag til de lave lønstigninger kan være, at den svage prisudvikling har påvirket løndannelsen via forventningerne til inflationen, jf. nedenfor. Prisstigningstakten er faldet betydeligt i begge økonomier siden 2012, og i euroområdet har den været tæt på 0 pct. siden midten af 2014, jf. figur 8 (venstre). Det skyldes især, at olieprisen faldt kraftigt fra juli 2014 og frem til

Ledigheden fortsætter med at falde, men der er stadig ledige ressourcer

Figur 6



Kilde: Macrobond og OECD.

begyndelsen af 2016. I USA er stigningstakten i deflatoren for det private forbrug, som er Federal Reserves foretrukne mål for inflationen, øget lidt siden efteråret 2015, men den er stadig under inflationsmålet på 2 pct. Især i euroområdet er der tegn på, at den lave stigningstakt har påvirket inflationsforventningerne. Særligt de kortere er faldet de seneste år, mens forventningerne på længere sigt har været mere stabile, jf. figur 8 (højre).

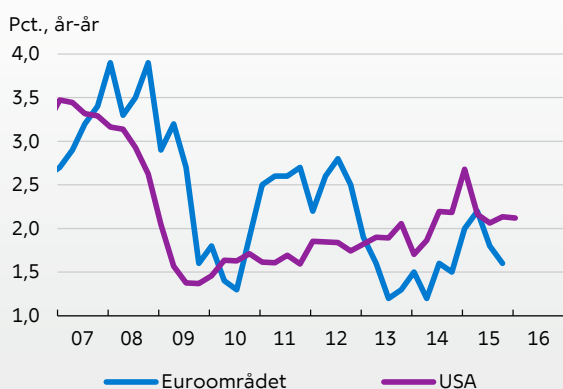
Hvis man forventer svagere prisstigninger i fremtiden, vil det typisk betyde, at arbejdstagerne nedjusterer deres krav til lønstigninger. Er inflationen lav, vil selv lave nominelle lønstigninger indebære, at reallønnen og dermed købekraften stiger. I euroområdet er længden på kollektivt baserede kontrakter typisk 1-2 år, men med betydelig variation mellem landene. Udviklingen i inflationsforventningerne har bekymret Den Europæiske Centralbank, ECB, fordi der netop er risiko for, at de sætter sig i løndannelsen, hvilket vil bidrage til at holde inflationen nede (andenrunde effekter).

En tredje mulig årsag til den svage lønudvikling er, at væksten i produktiviteten er lav i forhold til tidligere, jf. figur 9. Det betyder, at værditilvæksten pr. time kun vokser langsomt. Det reducerer isoleret set virksomhedernes indtjeningsvækst og dermed deres mulighed for at give højere løn.

Der er peget på flere forskellige forklaringer på den lave vækst i produktiviteten. OECD har vist, at hastigheden, hvormed viden spredes fra de mest til de mindre produktive virksomheder, er faldet. Derudover er en gradvis omstillingsproces i gang, hvor beskæftigelsen falder i bl.a. industrien, hvor produktivetsniveauet er højt, mens den stiger i serviceerhvervene, hvor niveauet er lavere. Det er også tilfældet i Danmark, jf. artiklen "Dansk produktivitet under opsvinget" i denne Kvartalsover-

Lønstigningstakten er moderat

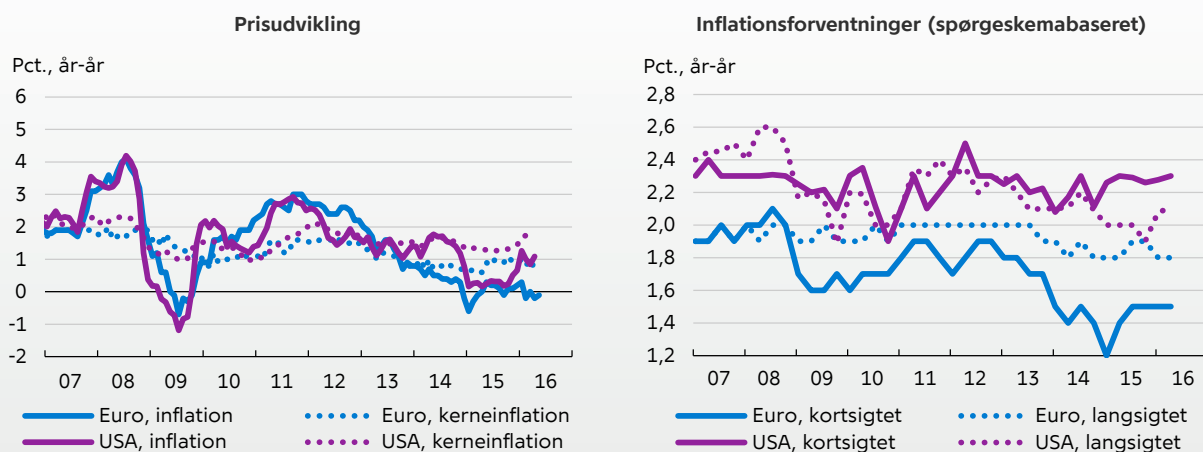
Figur 7



Anm.: Lønudviklingen i den private sektor.
Kilde: Macrobond.

Den svage prisudvikling har påvirket inflationsforventningerne i euroområdet

Figur 8



Anm.: Venstre figur: Det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, for euroområdet og privatforbrugsdeflatoren, PCE, for USA.

Højre figur: Data baseret på Survey of Professional Forecasters. De kortsigtede forventninger er forventninger til inflationen om to år, og de langsigtede er forventninger til inflationen om fem år.

Kilde: Macrobond.

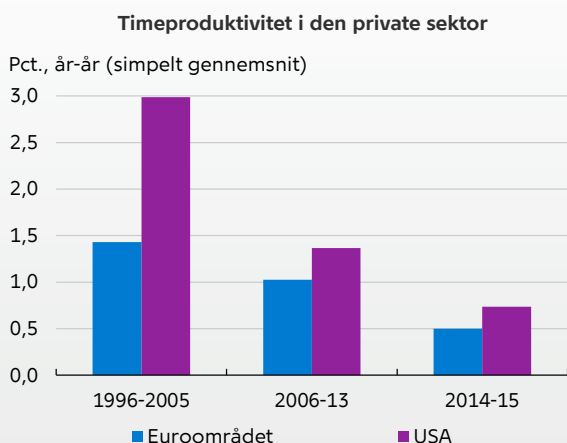
sigt. Under det nuværende opsving i euroområdet er beskæftigelsen steget mest i brancher, som har en relativt lav produktivitet, jf. figur 10. Det har reduceret den gennemsnitlige produktivitetsvækst en smule. Analyser har vist, at det samme gør sig gældende i USA.

En anden årsag til den svage lønudvikling kan være, at lønniveauet allerede er højt. Selv om

arbejdsmarkedet i USA var meget svagt under krisen, kunne eller ville mange virksomheder ikke sænke lønnen, ifølge Federal Reserves formand, Janet Yellen. De har derfor efterfølgende kunnet tiltrække arbejdskraft uden at hæve lønnen. Også ændringer i, hvordan arbejdsstyrken er sammensat, kan være en årsag. Analyser viser, at bl.a. strømmen til og fra fuldtidsbeskæftigelse

Lavere produktivitetsvækst kan reducere lønstigningstakten

Figur 9

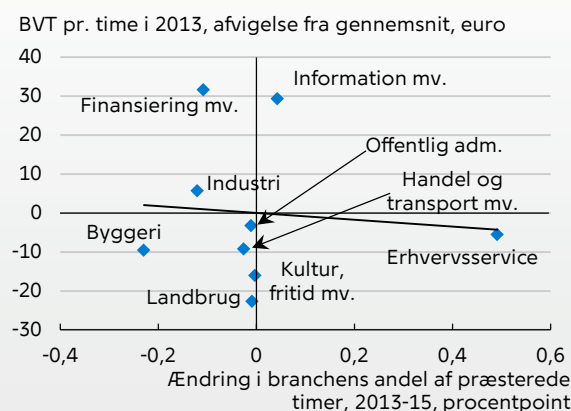


Anm.: Produktivitetsvæksten er målt ved bruttoværditilvæksten i kædede værdier pr. arbejdstime i den private sektor. I euroområdet er det ekskl. byggeri.

Kilde: Macrobond og OECD.

I euroområdet er der størst beskæftigelsesfremgang i brancher med lav produktivitet

Figur 10



Anm.: Produktivitsniveauet er målt ved bruttoværditilvæksten, BVT, i kædede værdier.

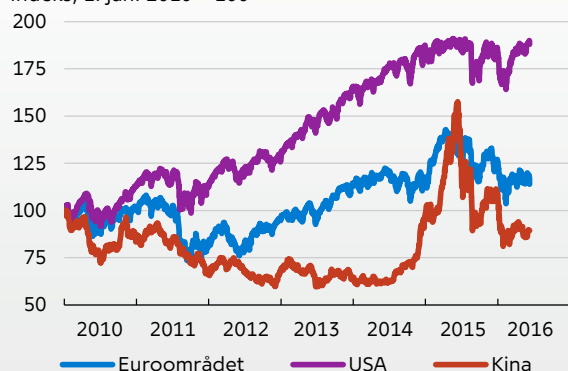
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

har trukket lønstigningerne ned i USA, fordi de nye fuldtidsbeskæftigede tjener mindre end en typisk fuldtidsbeskæftiget, og de fratrådte (som hovedsagelig er gået på pension) typisk tjente mere. Effekten er særlig udtalt i disse år, hvor de store generationer fra efterkrigstiden er begyndt at gå på pension.

Aktiekurserne er steget igen, især i USA

Figur 11

Indeks, 1. jan. 2010 = 100



Anm.: Der er vist Euro Stoxx for euroområdet, S&P 500 for USA og Shanghai Composite for Kina.
Kilde: Macrobond.

ECB'S PENGEPOLITIK UNDERSTØTTER ØKONOMIEN

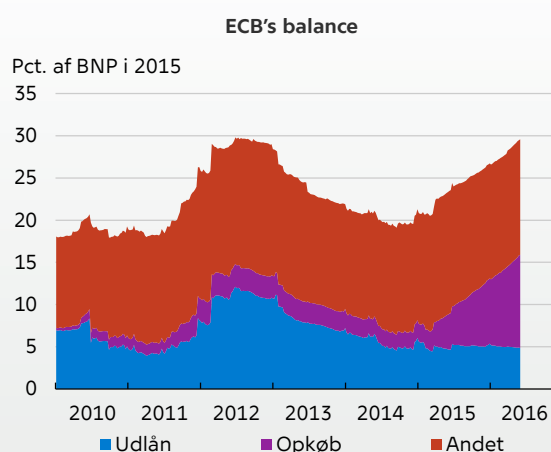
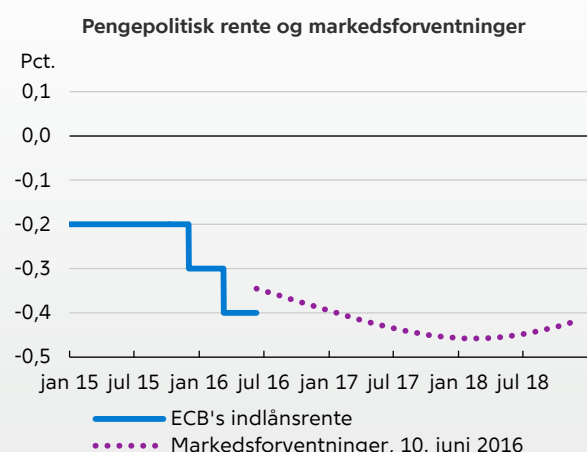
Efter store bevægelser i begyndelsen af året har der de seneste måneder været mere ro på de finansielle markeder. Aktiekurserne er steget, og i USA er de tilbage på niveauet fra efteråret 2015, jf. figur 11. Renterne på 10-årige statsobligationer har ligget omtrent fladt i både euroområdet og USA siden begyndelsen af marts.

På rentemødet den 2. juni besluttede ECB at holde de pengepolitiske renter uændrede, jf. figur 12 (venstre). Også programmet for opkøb af stats- og virksomhedsobligationer er uændret. Opkøbene, på i alt 80 mia. euro om måneden, fortsætter således frem til og med marts 2017. I 2015 og frem til maj 2016 har de samlede opkøb udgjort størstedelen af ECB's balanceudvidelse, jf. figur 12 (højre). De finansielle markeder forventer, at ECB vil sætte renten yderligere ned inden for det kommende år.

ECB's opkøb af virksomhedsobligationer begyndte 8. juni, men renterne på virksomhedsobligationer faldt allerede ved annonceringen 10. marts, jf. figur 13 (venstre). ECB vil købe obligationer udstedt i euro af ikke-finansielle virksomheder med en restløbetid på mellem 6 måneder og 31 år og en kreditvurdering på minimum BBB- (dvs. Investment Grade). Renterne er faldet mest på obligationer med en

ECB holdt pengepolitikken uændret i juni, men markederne forventer yderligere lempelser

Figur 12



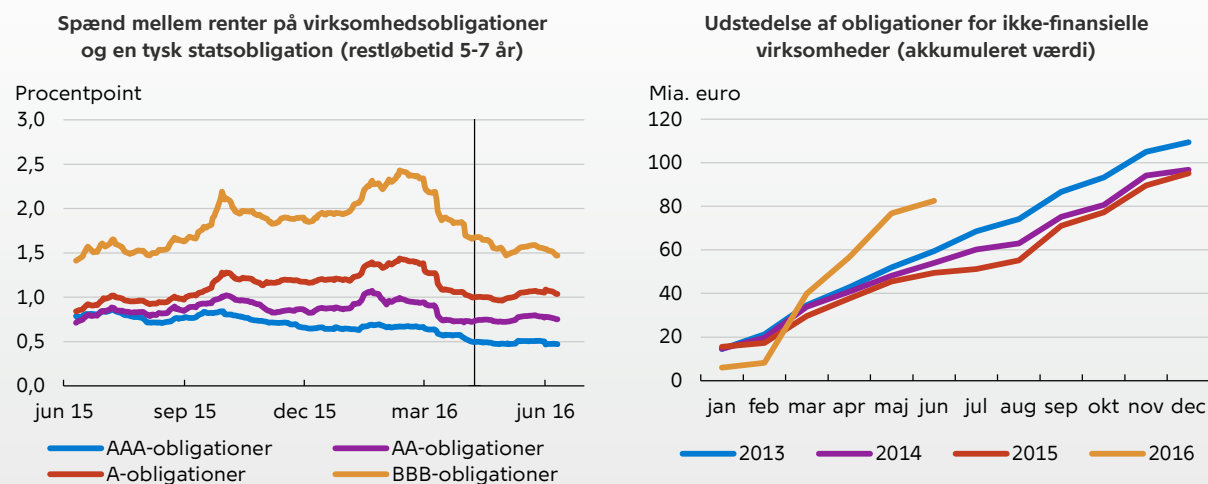
Anm.: Venstre figur: Markedsforventningerne er beregnet ud fra renterne på Overnight Interest Swaps.

Højre figur: Udlån er summen af main refinancing operations, MRO, longer-term refinancing operations, LTRO, og targeted longer-term refinancing operations, TLTRO. Opkøb er summen af covered bond purchase programmes, CBPP, asset-backed securities, ABSPP, securities market programme, SMP, og public sector purchase programme, PSPP.

Kilde: Macrobond, Scanrate Rio og ECB.

Udvidelsen af ECB's opkøbsprogram har haft en positiv effekt for virksomhedsobligationer

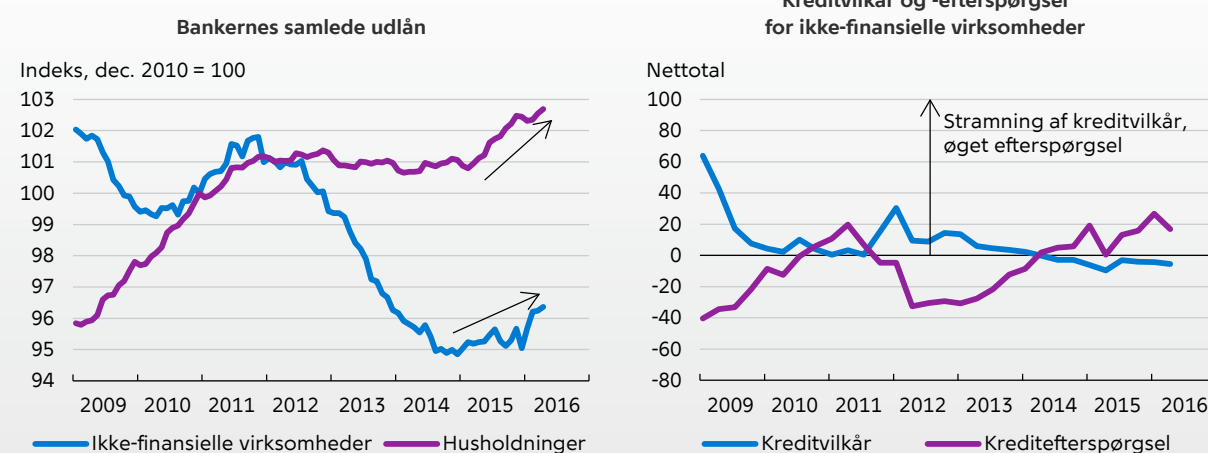
Figur 13



Anm.: Venstre figur: Den lodrette streg angiver ECB's rentemøde 10. marts 2016. Højre figur: Nyudstedte virksomhedsobligationer med en kreditvurdering på minimum BBB- og en løbetid på 6 måneder til 31 år.
Kilde: Thomson Reuters Datastream og Dealogic Analytics.

Kreditgivningen i euroområdet er på vej op

Figur 14



Anm.: Venstre figur: Udlånet er justeret for salg og securitisering. Højre figur: Data er baseret på ECB's udlånsundersøgelse.
Kilde: Macrobond.

lav kreditvurdering, og rentespændene for virksomhedsobligationer er således indsnævet. Der er endvidere tegn på, at udvidelsen af opkøbsprogrammet har fået virksomheder til at udstede flere obligationer. Den akkumulerede udstedelse fra januar til maj ligger således noget over niveauet for samme periode i de foregående år, jf. figur 13 (højre).

Også bankernes udlån til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder i euroområdet er steget, for virksomhederne især siden december 2015, jf. figur 14 (venstre). Det afspejler bl.a., at bankerne har lempet deres kreditvilkår, og at efterspørgslen efter kredit er steget, jf. figur 14 (højre). Bankerne har endvidere indikeret, at ECB's opkøbsprogram og målrettede langfristede markedsoperationer,

TLTRO'er, har haft en positiv effekt på deres udlån, jf. ECB's udlånsundersøgelser fra januar og april.

Federal Reserve's pengepolitiske komite, Federal Open Market Committee, FOMC, nedjusterede i marts sine forventninger til udviklingen i den pengepolitiske rente i USA. Det skal bl.a. ses i lyset af de store bevægelser på de finansielle markeder i årets første måneder. FOMC forventer nu, at renten bliver sat op med i alt 0,5 procentpoint inden udgangen af 2016 mod tidligere 1 procentpoint, jf. figur 15. Markedsdeltagerne har først indpriset en rentestigning på 0,25 procentpoint i midten af 2017. Det er således en stor forskel mellem forventningerne hos FOMC og markedsdeltagerne.

I artiklen "Scenarier for en normalisering af renteniveauet" i denne Kvartalsoversigt er der set på forskellige forløb for den fremtidige renteudvikling i USA. Hvis de lange renter stiger brat i forbindelse med en pludselig tilpasning af markedsforventningerne til FOMC's forventninger, kan det give investorer betydelige tab på deres obligationsbeholdninger. Det understreger behovet for, at såvel investorer som kreditinstitutter har fokus på risikostyring og er godt polstrede til at modstå eventuelle tab.

Norges Bank nedsatte den pengepolitiske rente med 25 basispoint til 0,5 pct. den 17. marts.

Begrundelsen var, at vækstudsigterne for den norske økonomi var blevet svagere, og at inflationen ventedes at aftage yderligere. Norges Bank indikerede, at renten muligvis vil blive sat yderligere ned i løbet af året. Renten blev dog holdt uændret på det pengepolitiske møde i maj.

Sveriges Riksbank besluttede i april at øge opkøbet af statsobligationer med 45 mia. svenske kroner i løbet af 2. halvår 2016. Det samlede opkøb vil således udgøre 245 mia. svenske kroner (svarende til 6 pct. af BNP) ved udgangen af 2016. Ifølge Riksbanken er hensigten at reducere risikoen for, at den svenske krone styrkes for hurtigt, og at sikre, at stigningen i inflationen fortsætter.

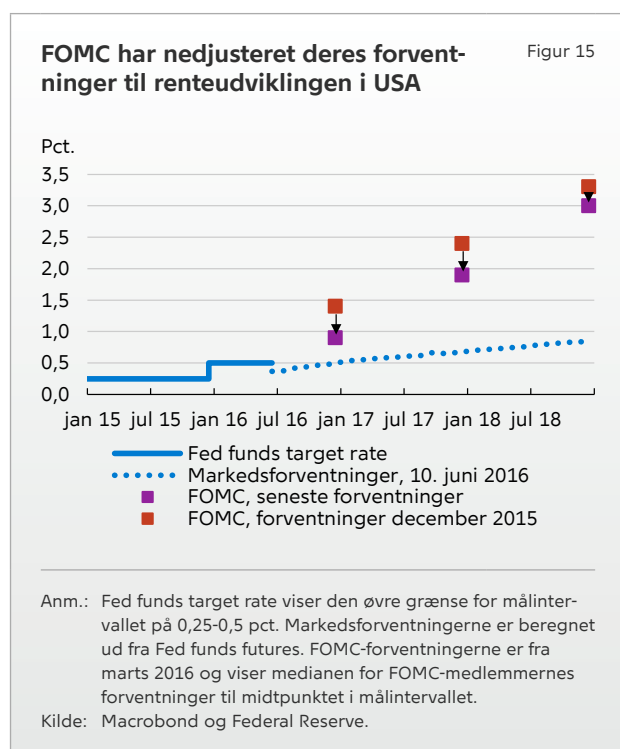
PENGE- OG VALUTAFORHOLD

ØGET EFTERSPØRGSEL EFTER KRONER

Kronens kurs over for euro ligger stabilt og meget tæt på centralkursen i ERM2, jf. figur 16. Nationalbanken købte eller solgte ingen valuta i forbindelse med interventioner i marts og april. Kronen blev styrket i slutningen af marts. En medvirkende årsag hertil kan have været, at likviditeten i pengemarkedet strammede lidt til hen over kvartals-skiftet, hvor penge- og realkreditinstitutternes nettoindestående i Nationalbanken (nettostillingen) faldt kortvarigt. Siden da har kronen ligget lidt på den stærke side af centralkursen. Flere markedsdeltagere pegede på, at nogle udenlandske investorer valgte at købe kroner i forventning om uro i euroområdet og Storbritannien i forbindelse med Storbritanniens EU-afstemning i juni.

Forskydningerne i markedet for kroner var i første omgang mest synlige i terminsmarkedet i slutningen af marts, men senere skiftede efterspørgslen også til spotmarkedet.¹ Derfor købte Nationalbanken valuta ved interventioner for 24 mia. kr. i maj. Valutareserven udgjorde dermed 427 mia. kr. ved udgangen af maj 2016.

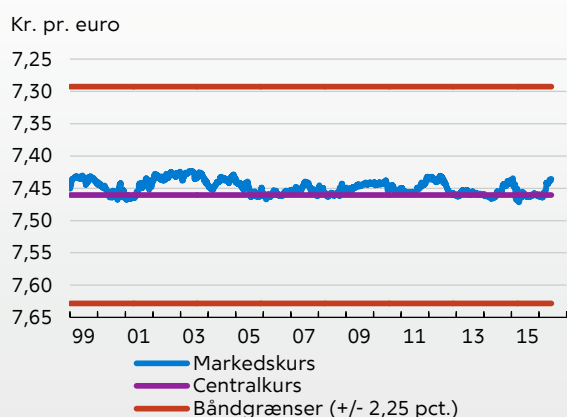
Nationalbanken har ikke ændret indskudsbevisrenten siden januar. Det pengepolitiske rentespænd til ECB er indsnævret ad tre omgange fra -0,55 til -0,25 procentpoint fra december 2015 til marts 2016, hvorefter det har været uændret. To



1 I en terminsforretning omveksles valuta på et bestemt tidspunkt i fremtiden til en på forhånd fastsat kurs, mens omvekslingen i en spothandel sker med det samme til den aktuelle spotkurs.

Kronen ligger på den stærke side af centralkursen

Figur 16



Anm.: Omvendt skala. Seneste observation er 10. juni 2016.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

af gangene blev det indsnævret, fordi ECB satte renten ned, og én gang fordi Nationalbanken forhøjede renten. Indsnævringerne skal ses i lyset af interventionssalg af valuta i slutningen af 2015 og i begyndelsen af 2016.

Med virkning fra 27. maj 2016 har Nationalbanken tilpasset penge- og realkreditinstitutternes individuelle rammer i Nationalbanken for, hvor meget det enkelte kreditinstitut kan have stående på dets foliokonto, når den samlede

ramme for alle institutter er fuldt udnyttet. Den samlede folioramme er uændret på omkring 31 mia. kr. Tilpasningen sikrer en mere enkel og objektiv tildeling, og at de individuelle foliorammer i højere grad tager hensyn til de enkelte kreditinstitutters betalinger og likviditetsudsving i kroner.

FORTSAT LAVE PENGEMARKEDSRENTER

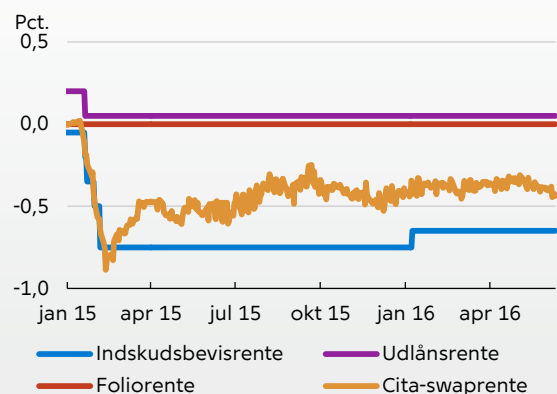
Pengemarkedsrenterne er stort set uændrede i forhold til midt i marts og har ligget relativt stabilt ca. 0,3 procentpoint over indskudsbevisrenten, jf. figur 17 (venstre). Bankernes nettostilling i Nationalbanken er faldet yderligere i år og var i slutningen af marts kortvarigt under 80 mia. kr. i forbindelse med momsafregning og selskabskattebetaling til staten, jf. figur 17 (højre). Det er det laveste niveau siden november 2014.

Når nettostillingen er høj, og de pengepolitiske modparter dermed har et stort placeringsbehov, bestemmer de pengepolitiske indlånsrenter de danske pengemarkedsrenter. Når nettostillingen er lav, kan de sædvanlige udsving i statens betalinger periodevis reducere likviditeten så meget, at pengemarkedsrenterne kan stige. I forbindelse med, at kronelikviditeten faldt i slutningen af marts, steg de helt korte pengemarkedsrenter. Det kan have medvirket til, at der strømmede kapital ind, og kronen blev styrket.

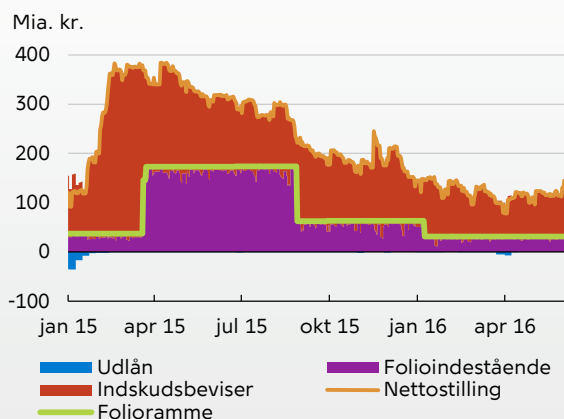
Pengemarkedsrenterne er fortsat lave, og bankernes nettostilling er reduceret

Figur 17

Nationalbankens renter og korte pengemarkedsrenter



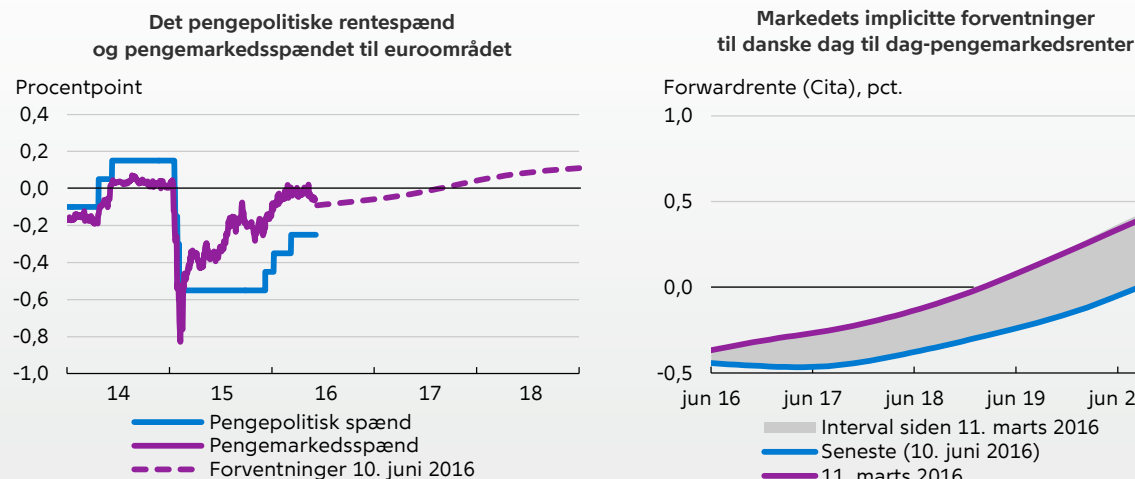
Anvendelse af Nationalbankens instrumenter



Anm.: Venstre figur: Cita-swaprenten har en løbetid på 1 måned. Højre figur: Nettostillingen betegner de pengepolitiske modparteres samlede nettomellemværende i kroner med Nationalbanken. Den er defineret som modparterernes beholdning af indskudsbeviser og indestående på foliokonti fratrullet de pengepolitiske lån.
Kilde: Thomson Reuters Datastream og Danmarks Nationalbank.

Markedsforventninger om lave renter i lang tid – både i Danmark og i euroområdet

Figur 18



Anm.: Venstre figur: Det pengepolitiske spænd er forskellen mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's rente på indlånsfaciliteten. Pengemarkedsspændet er baseret på 3-måneders Cita- og Eonia-swaprenter. Forventningerne er til pengemarkedsspændet og er baseret på forwardrenter beregnet ud fra henholdsvis Cita- og Eonia-renteswaps. Højre figur: Forwardrenter beregnet ud fra Cita-renteswaps. En kurve angiver, hvad dag til dag-renten på et givet tidspunkt i fremtiden forventes at være.

Kilde: Scanrate Rio, Thomson Reuters Datastream og Danmarks Nationalbank.

I de seneste tre måneder har spændet mellem de korte pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet ligget stabilt tæt på nul, jf. figur 18 (venstre). Markedspriser på finansielle produkter og spørgeskemaundersøgelser af bankanalytikere indikerer umiddelbart, at forventningerne til, at ECB's pengepolitiske renter kan blive nedsat yderligere og forblive lave i lang tid, er forstærket lidt i forhold til midt i marts. Udviklingen i euroområdet har også påvirket forventningerne til de danske pengemarkedsrenter. Markederne indregner, at den danske dag til dag-rente vil stige langsomt, end de indregnede i midten af marts 2016, jf. figur 18 (højre). Først om fire år er den implicitte dag til dag-rente omkring 0 pct. Det er over et år senere, end de markedsudledte forventninger indikerede i midten af marts.

INGEN TEGN PÅ EKSTRAORDINÆR EFTERSPØRGSEL EFTER KONTANTER

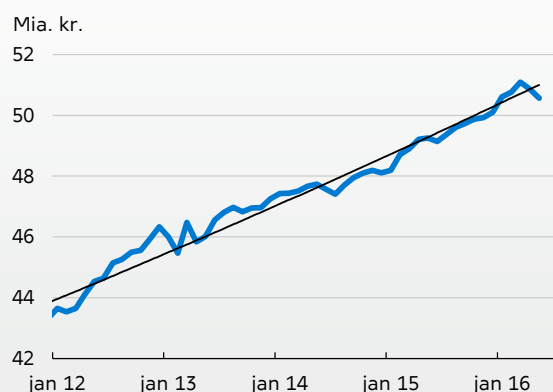
Der er fortsat ikke tegn på, at de negative renter har ført til usædvanlig stor efterspørgsel efter kontanter, jf. figur 19. De sektorer, der bliver mødt med negative renter, viser ingen tendens til ekstraordinær efterspørgsel efter kontanter, og efterspørgslen efter store sedler har heller ikke været usædvanligt høj.

OBLIGATIONSRENTER ER FALDET LIDT

Udviklingen i renterne på de danske statsobligationer har været præget af, at statsobligationsrenter i euroområdet er faldet lidt siden midt i marts, og at rentespændet mellem danske og tyske statsobligationsrenter er indsnævret lidt, jf. figur 20. Udviklingen i euroområdet skyldes primært, at for-

Omløbet af store sedler er ikke usædvanligt højt

Figur 19

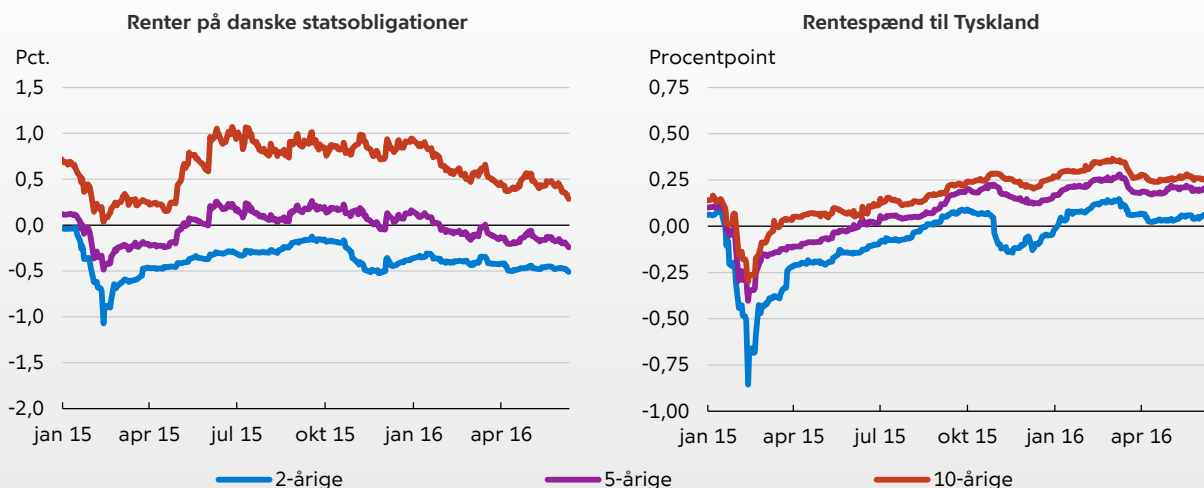


Anm.: Store sedler omfatter 500- og 1000-kronesedler. Den sorte linje er en eksponentiel tendenslinje.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Statsobligationsrenter og rentespænd til Tyskland er faldet

Figur 20



Anm.: Parrenter. Seneste observation er 10. juni 2016.
Kilde: Nordea Analytics.

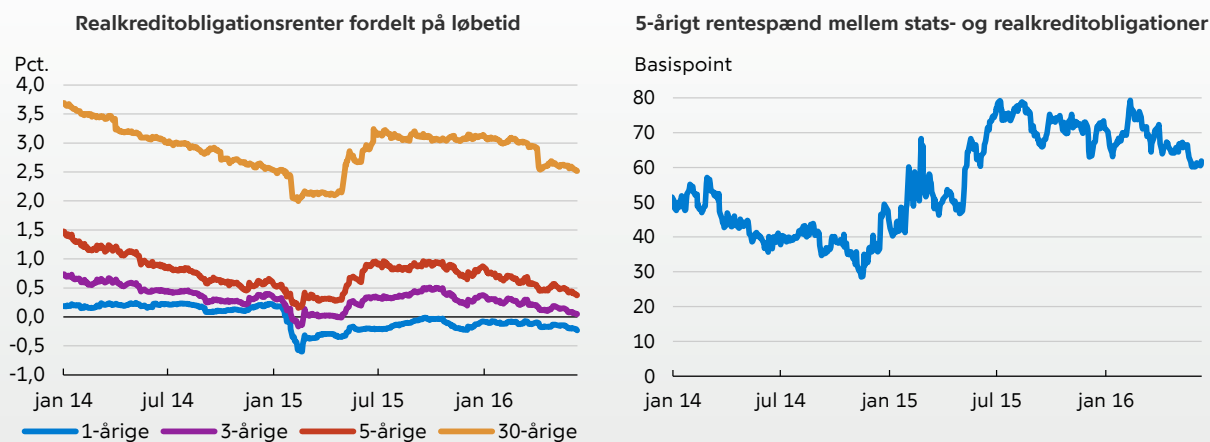
ventningerne til, hvornår de korte renter begynder at stige, er udskudt yderligere, samt formentligt også, at ECB's pengepolitiske opkøb af statsobligationer og andre typer af obligationer er intensiveret fra april. Rentspændet til Tyskland er over de seneste tre måneder reduceret, hvilket bl.a. skal ses i lyset af, at det var steget, siden presset på kronen aftog i foråret 2015, og at rentsplændet var højt set over en længere periode. Det kan have tiltrukket både danske og udenlandske investorer og

bidraget til at indsnævre spændet. Desuden kan et fald i realkreditrenterne have bidraget til at øge efterspørgslen fra pensionskasserne efter lange statsobligationer. Indsnævringen af rentsplændet til Tyskland er sket til trods for, at ECB udvidede sit opkøbsprogram, hvilket bidrager til at holde renterne i euroområdet ekstraordinært lave.

Siden marts er renten på realkreditobligationer faldet lidt mere end renten på statsobligationer, jf. figur 21 (venstre). Det skyldes formentligt, at

Realkreditobligationsrenter og rentsplændet er også faldet

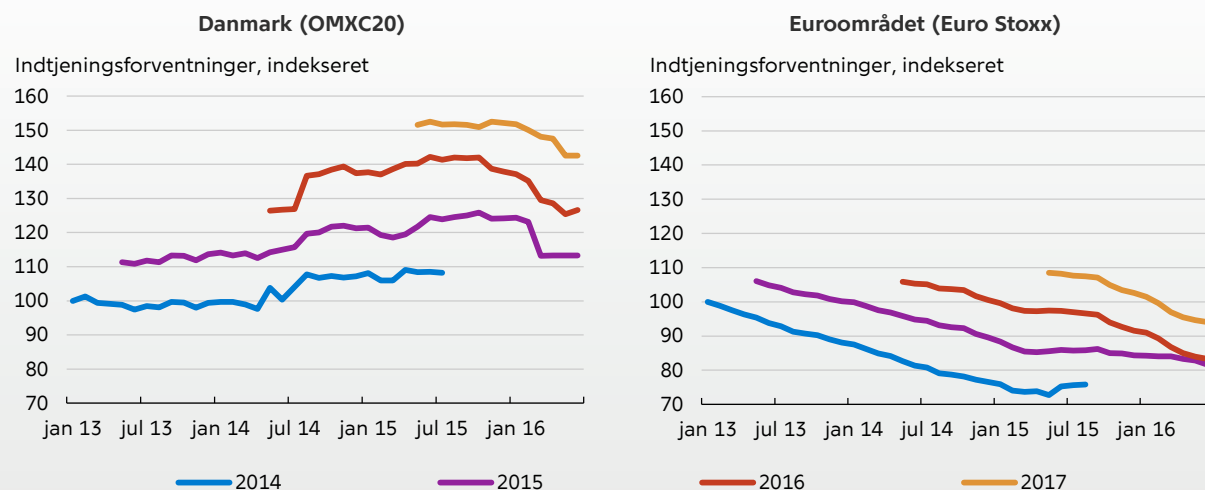
Figur 21



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 konverterbare realkreditobligationer. Højre figur: Nulkuponrenter.
Kilde: Nordea Analytics og Danmarks Nationalbank.

Virksomhedernes indtjening har udviklet sig mere positivt i Danmark end i euroområdet

Figur 22



Anm.: En linje angiver udviklingen over tid i estimater til virksomhedernes indtjening i et givent regnskabsår. Estimaterne er indsamlet af I/B/E/S for Thomson Reuters. Værdierne er indekseret til 100 i starttidspunktet januar 2013.
Kilde: Thomson Reuters Datastream og egne beregninger.

rentespændet mellem stats- og realkreditobligationer er højt, jf. figur 21 (højre). Der er indikationer på, at udenlandske investorer fortsætter med at øge deres beholdninger af danske realkreditobligationer. ECB opkøber to typer realkreditlignende obligationer i euroområdet, og det har presset renten på dem ned, så et af de naturlige alternativer for investorer på de markeder kan være at investere i danske realkreditobligationer. Øget interesse fra investorer kan bidrage til at presse realkreditobligationsrenterne og spændet i forhold til statsobligationer nedad.

DET DANSKE AKTIEMARKED ER STEGET MERE END EUROMÅRÅDETS I DE SENESTE ÅR

Det danske aktiemarked er samlet set steget over de seneste tre måneder og har dermed indhentet en del af faldet i de to første, urolige måneder af 2016. Samlet set er danske aktier siden årets begyndelse faldet 3 pct. mod 7 pct. i euroområdet. De seneste år er danske aktier steget mere end aktier i euroområdet. Forskellen skal findes i udviklingen i indtjening og forventninger til indtjeningen i de danske virksomheder, jf. også Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2016. Indtjeningen hos de største danske virksomheder har stort set levet op til forventningerne, og der har samtidig været vækst i indtjeningen, jf. figur 22 (venstre). Billedet er ikke

det samme i euroområdet på trods af, at en stor del af dansknoterede virksomheders omsætning og indtjening ikke stammer fra Danmark. Virksomhederne i Euro Stoxx-indekset har skuffet på indtjeningen sammenlignet med forventningerne, jf. figur 22 (højre). Væksten i indtjeningen har ligeledes været lav. Disse forhold har bidraget til, at aktiekurserne for virksomheder i Danmark har klaret sig bedre relativt til virksomheder i euroområdet.

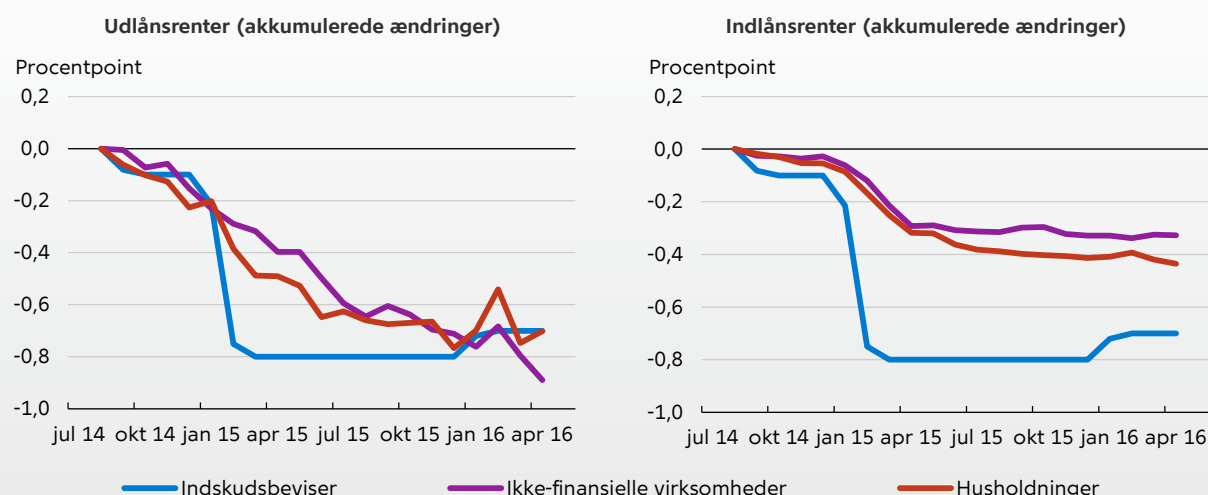
INDFØRELSE AF NEGATIVE RENTER HAR IKKE FUNDAMENTALT ÆNDRET TRANSMISSIONEN TIL DETAILRENTER

Pengeinstitutternes renter på udlån til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder er faldet en smule i løbet af de seneste måneder, hvorimod indlånsrenten har været nogenlunde uændret. Det fortsatte fald i udlånsrenterne betyder, at de samlet set er faldet omtrent det samme som Nationalbankens indskudsbevisrente siden presset på kronen i januar sidste år, jf. figur 23 (venstre).

Set over en længere periode har der generelt været tæt på fuldt gennemslag fra indskudsbevisrenten til pengeinstitutternes udlånsrenter. Det gælder også i de senere års lavrentemiljø. I forbindelse med finanskrisen i efteråret 2008 var gennemslaget dog kraftigt reduceret i en kortere periode, da pengeinstitutternes udlånsrenter var

Større gennemslag på udlånsrenter end på indlånsrenter af at nedsætte den pengepolitiske rente

Figur 23



Anm.: Månedsobservationer. Akkumulerede ændringer fra august 2014 til og med april 2016.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

træge til at følge de markante nedsættelser af Nationalbankens renter i de efterfølgende måneder.

Pengeinstitutterne fastsætter deres udlånsrenter på baggrund af deres omkostninger ved at finansiere udlånene og risikoen på udlånene. Når institutternes omkostninger på finansiering medtages i forklaringen af gennemslaget fra indskudsbeviser er der ikke nævneværdig forskel på gennemslaget fra indskudsbevisrenten til udlånsrenterne før og efter finanskrisen. Rente-nedsættelserne efter presset på kronen i januar og februar sidste år har slået mindre igennem på indlånsrenterne, jf. figur 23 (højre). Institutterne har været tilbageholdende med at videresende den negative rente i Nationalbanken til små virksomheder og især husholdningerne. Sidstnævnte har været helt fritaget for negative indlånsrenter. Transmissionen af de pengepolitiske renter til pengeinstitutternes detailrenter analyseres nærmere i artiklen "Gennemslag fra Nationalbankens renter til pengeinstitutternes renter" i denne Kvartalsoversigt.

Nationalbanken har gennemført en stikprøve-analyse², der viser, at andelen af indlån fra ikke-

finansielle virksomheder, der forrentes negativt, har været ca. 30 pct. siden foråret 2015, jf. figur 24 (venstre). Negative indlånsrenter er udbredt for forsikrings- og pensionsselskaber, hvis alternativ til indlån i pengeinstitutterne er at placere på pengemarkedslignende vilkår, fx i korte værdipapirer, hvor renterne også er negative. Undersøgelsen viser også, at ca. halvdelen af husholdningernes indlån har nulrente, og den anden halvdel har positiv rente, jf. figur 24 (højre). To tredjedele af indskuddene med rente over nul er indlån med særlige vilkår, fx i forbindelse med prioritetslån eller lån med binding. Det skal understreges, at resultaterne i figur 24 er baseret på en stikprøve og ikke alle kreditinstitutter.

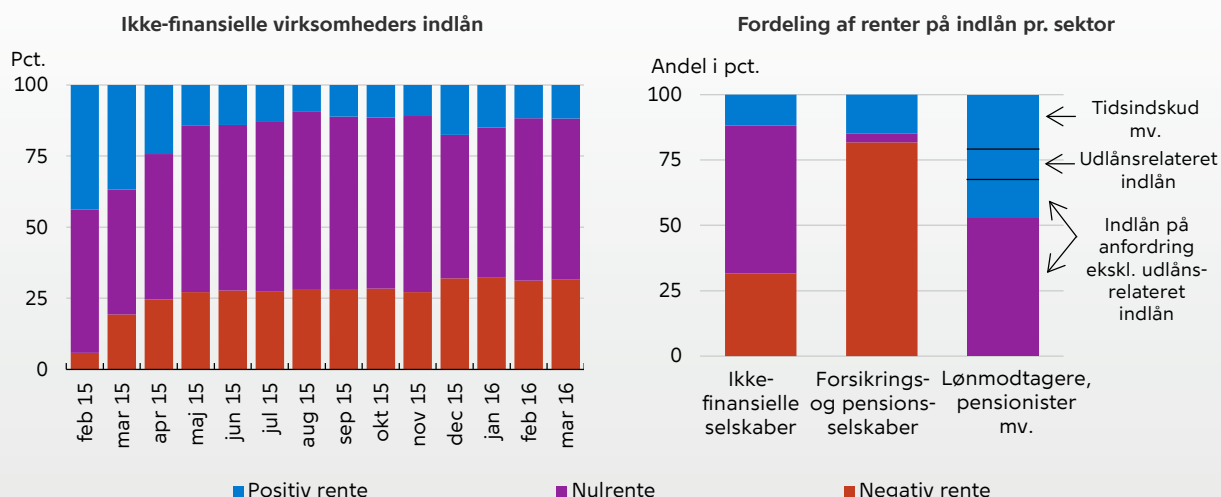
MODERAT UDLÅNSVÆKST OG EN SMULE STRAMMERE KREDITSTANDARDE

Penge- og realkreditinstitutternes samlede udlån til husholdninger og erhverv er steget lidt de seneste måneder, jf. figur 25 (venstre). For erhverv er udlånene steget med 1,3 pct. i det seneste år. Det dækker over, at pengeinstitutterne fortsat reducerer deres erhvervsudlån, mens realkredit-

2 De adspurgte pengeinstitutter udgør tilsammen godt 35 pct. af det samlede indlån fra danske modparter, og for udvalgte sektorer, fx ikke-finansielle selskaber og lønmodtagere, pensionister mv., henholdsvis 62 pct. og 57 pct. af deres samlede indlån. For forsikringsselskaber og pensionskasser er dækningen godt 57 pct.

Negative renter er udbredt for flere kundesegmenter

Figur 24

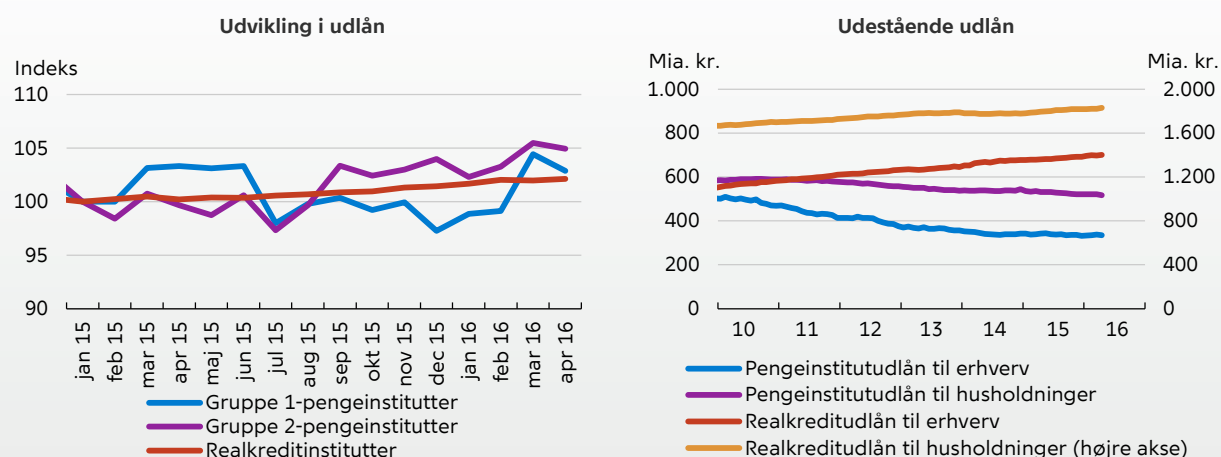


Anm.: Højre figur: Indlån i marts.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv stiger behersket

Figur 25



Anm.: Venstre figur: Indexet: Januar 2015 = 100. Kun institutter, der er med i udlånsundersøgelsen, er inkluderet.

Højre figur: Udlånet er opgjort til nominal værdi og er sæsonkorrigeret. Der er korrigeret for brud i data som følge af overgangen til ny MFI-statistik i september 2013. Seneste observation er april 2016.

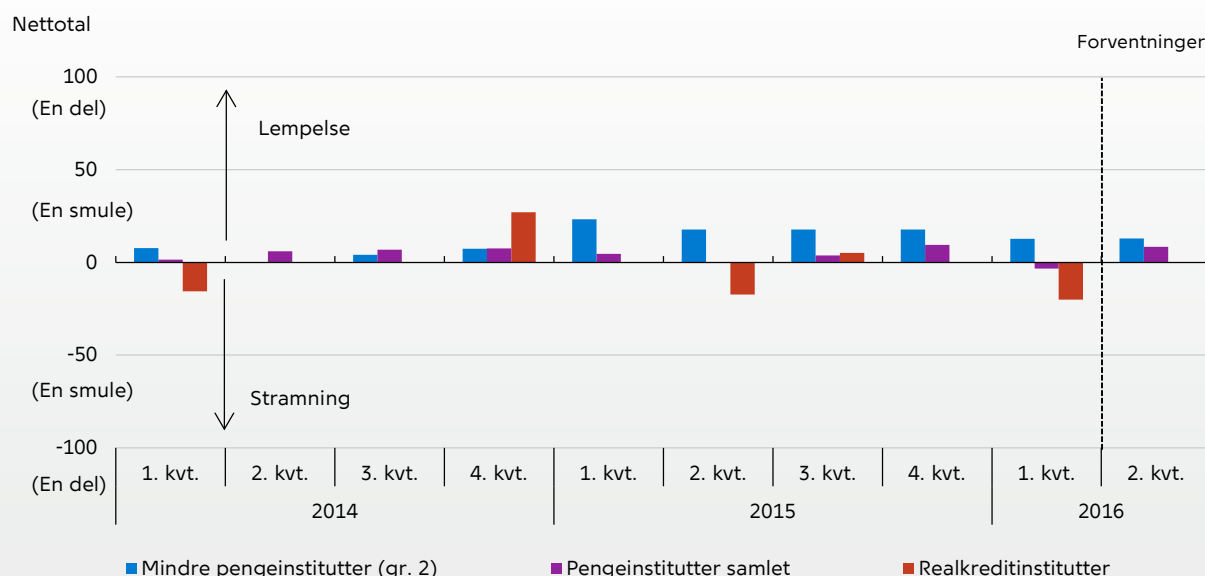
Kilde: Danmarks Nationalbank.

institutterne øger deres, jf. figur 25 (højre). Udlån til husholdninger følger samme mønster og er samlet set steget 0,8 pct. i det seneste år. Realkreditinstitutterne er klart den største finansieringskilde for både erhverv og husholdninger med en andel af de samlede udlån på omkring 75 pct., og pengeinstitutternes andel bliver stadig mindre.

I 1. kvartal 2016 strammede realkreditinstitutterne kreditstandarden, mens pengeinstitutterne stort set holdt dem uændrede, jf. figur 26. Samlet set mødte virksomhederne således en smule strammere kreditstandarde i 1. kvartal. Realkreditinstitutterne strammede – bl.a. som følge af Finanstilsynets nye ledelsesbekendtgørelse, der stiller krav om positiv likviditet ved belåning af erhvervsejen-

Penge- og realkreditinstitutternes kreditstandarder er strammet en smule

Figur 26



Anm.: Udlånsundersøgelsen er en kvalitativ statistik baseret på besvarelser fra de største danske penge- og realkreditinstitutter. Institutternes besvarelser tildeles en værdi på -100, -50, 0, 50 eller 100, og værdien vægtes med instituttets andel af det samlede udlån. Nettallet kan dermed ligge mellem -100 og 100. Et negativt tal indikerer en stramning og et positivt en lempelse. Fx vil et nettallet på -100 (100) svare til, at alle institutter har strammet (lempet) kreditstandarderne en del, mens et nettallet på -50 (50) kan svare til, at alle institutter har strammet (lempet) kreditstandarderne lidt.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

domme til udlejningsformål. Også i 2015 strammede realkrediten kreditstandarderne en smule, hvorimod de blev lempet i slutningen af 2014.

Mens pengeinstitutterne samlet set holdt kreditstandarderne uændrede, strammede gruppe 1 institutterne meget lidt, mens dem i gruppe 2 fortsatte med at lempe i 1. kvartal 2016. Selv om lempelserne var meget beskedne i 1. kvartal, er deres samlede lempelser over de seneste to år mærkbare sammenlignet med ændringerne for henholdsvis de større pengeinstitutter og realkreditinstitutterne. De mindre institutter angav, at særligt konkurrenternes adfærd medvirkede til, at de lempede kreditstandarderne for virksomhederne.

På trods af at virksomhederne samlet set mødte strammere kreditstandarder i 1. kvartal, havde det ikke en negativ effekt på udlånet. I marts var det fra både gruppe 1- og gruppe 2-pengeinstitutter samt realkreditinstitutterne steget i forhold til året før – dog mest for gruppe 2 institutterne. Det kan bl.a. skyldes, at stramningerne var relativt beskedne, og at de påvirkede bestemte typer virksomheder. Realkreditudlånet fortsatte således med at stige.

DANSK ØKONOMI

SOLID FREMGANG PÅ ARBEJDSMARKEDET

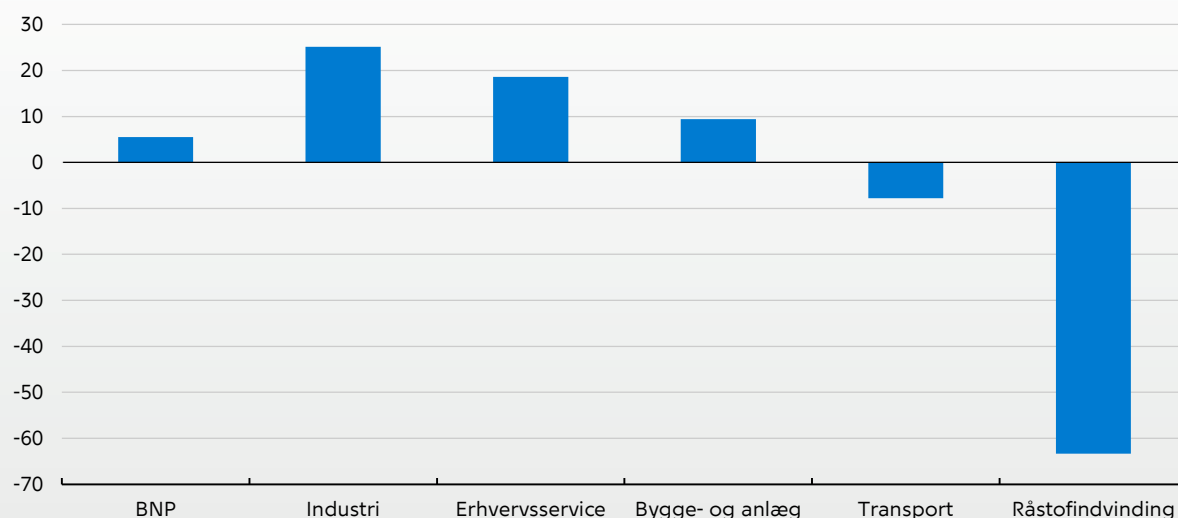
Fremgangen i beskæftigelsen fortsatte ind i første del af 2016 og steg med 11.000 personer i 1. kvartal. Det reale BNP voksede 0,5 pct. i 1. kvartal, både trukket af den indenlandske efterspørgsel og eksporten.

Over det seneste år har BNP udviklet sig forholdsvis svagt i forhold til beskæftigelsen. Det afspejler i høj grad tilbagegang i erhvervene råstofudvinding og søtransport, som begge beskæftiger forholdsvis få personer. Derimod har der været betydelig fremgang i både produktion og beskæftigelse i industrien, bygge- og anlægssektoren og en række serviceerhverv, jf. figur 27. Det understreger, at ensidigt fokus på reelt BNP for hele økonomien kan give et misvisende billede af udviklingen i dansk økonomi. Ser man på de beskæftigelsestunge private byerhverv eksklusive transport, er der en rimelig balance mellem

Stærk fremgang i industrien siden 2013

Figur 27

Nominel vækst i BNP (BVT for brancher) siden 2. kvartal 2013, pct.



Anm.: Vækst siden 2. kvartal 2013 i nominelt BNP samt BVT i udvalgte brancher.
Kilde: Danmarks Statistik.

udviklingen i beskæftigelse og produktion³. Fremgangen i beskæftigelsen siden begyndelsen af 2013 skønnes derfor at være velfunderet.

Der ventes en vis genopretning af produktiviteten, og fremgangen i det reale BNP skønnes at blive 1,0 pct. i 2016 stigende til 1,6 pct. i 2017 og 1,8 pct. i 2018. Det er lidt svagere end i seneste prognose. Samlet er der tale om en nedjustering med 0,5 procentpoint over de tre år. De væsentligste bidrag til væksten kommer fra det private forbrug og delvis de private investeringer samt eksporten, jf. figur 28. Beskæftigelsen forventes at vokse med 60.000 personer fra 1. kvartal 2016 til udgangen af 2018, jf. tabel 2.

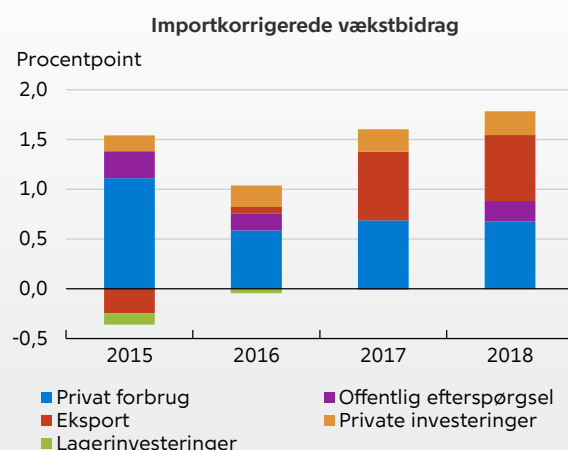
Produktionsgabet, der angiver omfanget af ledig kapacitet, skønnes at være omkring -1,2 pct. af BNP i 2016. Arbejdsmarkedsgabet, der viser, hvor meget beskæftigelsen kan stige, uden at der opstår et inflationært pres, indsnævres, og økonomien vil ved udgangen af prognoseperioden være tæt på en neutral kapacitetsudnyttelse.

Den ventede højere vækst i de kommende år er tæt knyttet til eksporten. Der har det seneste år været en vis afmatning i flere af vækstøkonomi-

erne, herunder Kina, mens der ventes fremgang på Danmarks nærmeste eksportmarkeder. Samlet skønnes væksten på Danmarks eksportmarkeder at blive lidt svagere end i prognosen fra marts, jf. appendiks 1. Hertil kommer, at den effektive kronekurs er steget svagt i 1. kvartal 2016, hvilket

Lille vækstbidrag fra eksport i 2016

Figur 28



Anm.: Vækstbidragene er korrigeret for gennemsnitligt importindhold.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

³ Jf. artiklen "Dansk produktivitet under opsvinget" i denne kvartalsoversigt.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 2

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2015/2016						
	2015	2016	2017	2018	3. kv.	4. kv.	1. kv.
BNP	1,2	1,0	1,6	1,8	-0,6	0,1	0,5
Privat forbrug	2,1	1,8	1,8	1,9	0,7	0,3	0,6
Offentligt forbrug	0,6	1,0	0,0	1,2	-0,3	-0,3	0,6
Boliginvesteringer	-0,5	2,1	3,0	4,1	-1,0	-1,7	4,6
Offentlige investeringer	-1,0	-1,9	-1,3	-1,5	-0,8	1,2	-1,0
Erhvervsinvesteringer	2,6	2,3	3,7	3,2	-0,8	1,0	-0,1
Lagerinvesteringer mv. ¹	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,4	-0,1	-0,3
Eksport	-1,0	0,0	3,1	2,9	-1,4	-0,2	0,6
Industrieksport	0,4	1,4	3,9	3,7	-3,5	-0,1	2,6
Import	-1,4	0,7	3,0	3,1	0,7	-0,3	0,1
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.796	2.832	2.855	2.876	2.799	2.811	2.822
Ledighed, brutto, 1.000 personer	124	112	103	99	122	119	115
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,0	6,3	6,5	6,5	7,3	6,5	6,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	-1,7	-2,0	-1,9	-1,7	-1,4	-0,6	-1,8
Kontantpriser, pct. år-år	6,1	3,3	3,3	3,1	6,1	6,1	3,6
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,2	0,3	1,5	1,7	0,4	0,1	0,1
Timeløn, pct. år-år	1,8	2,2	2,5	2,6	2,0	1,9	2,2

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

umiddelbart svækker den danske konkurrenceevne. Det betyder, at eksporten kun vil bidrage ganske lidt til væksten i BNP i 2016 for så at øges i de kommende år.

Det private forbrug steg 0,6 pct. i 1. kvartal i forhold til kvartalet før. Det sker efter en forbrugsvækst i 2015 på 2,1 pct., hvilket er den højeste årlige vækst siden 2006. De underliggende drivkræfter er grundlæggende uændrede fra seneste prognose. Stigende beskæftigelse og disponibel indkomst peger på fortsat vækst i det private forbrug, ligesom boligpriserne stadig stiger med større friværddi til boligejerne til følge. Den lange rente er faldet i 1. kvartal, hvilket skubber på det private forbrug og boliginvesteringerne. Desuden ligger forbrugskvoten lavt set i et længere perspektiv, og husholdningernes formuer er betydelige. Der er således et betydeligt potentiale for vækst i det private forbrug, sådan som det har

været tilfældet i nogen tid. Væksten i det private forbrug skønnes til 1,8 pct. både i år og i 2017 og 1,9 pct. i 2018. Forløbet indebærer, at forbrugskvoten stiger frem mod 2018, men dens niveau vil fortsat være lavt.

Boliginvesteringerne er faldet gennem størstedelen af 2015, men steg i første del af 2016. Der har over det seneste år været en stigning i nybyggeriet, men hovedreparationer, der udgør en stor del af boliginvesteringerne, har også trukket op. Boliginvesteringerne ventes fortsat at vokse.

Erhvervsinvesteringerne faldt lidt i 1. kvartal 2016. Det følger en længerevarende tendens, hvor især erhvervenes materielinvesteringer har drevet fremgangen, mens bygge- og anlægsinvesteringerne har ligget fladt. Fremgangen i materielinvesteringerne har fulgt værditilvæksten i den private sektor de senere år, hvorved investeringskvoten for materiel har været næsten uændret. Investe-

ringskvoten for erhvervsbyggeriet er derimod faldet igennem en længere årrække. Aktuelt står mange kontorlokaler tomme, men der er dog sket et lille fald i lokaleledigheden det seneste år. Den stigende aktivitet og kapacitetsudnyttelse ventes sammen med det lave renteniveau og virksomhedernes betydelige opsparingsoverskud at løfte erhvervsinvesteringerne.

Prognosen er forbundet med både nedadrettede og opadrettede risici. Afbøjningen af væksten i timeproduktiviteten det seneste år skaber usikkerhed om, hvorvidt væksten i produktiviteten genoprettes i det omfang, som det er forudsat i prognosen.

På kort sigt skaber den britiske afstemning den 23. juni 2016 om fortsat medlemskab af EU betydelig usikkerhed. Der er endvidere generel usikkerhed om styrken af den internationale konjunkturfremgang, hvor væksten i mange af vækstøkonomierne, herunder Kina, er bremset op.

I opadgående retning trækker det fortsat meget lave renteniveau og olieprisen, som kan virke mere ekspansivt på den økonomiske vækst end forudset. Hertil kommer, at såvel forbrugs- som investeringskvoten ligger betydeligt under det historiske gennemsnit, som det nu har været tilfældet i snart nogle år, ligesom opsparingen i selskabssektoren fortsat er høj.

PRISEN PÅ EJERLEJLIGHEDER

STIGER FORTSAT STÆRKT

Huspriserne er bøjet af de seneste måneder, mens man ikke kan spore nogen afdæmpning af priserne på ejerlejligheder i hovedstadsområdet og andre større byer, jf. figur 29 (venstre). Priserne på enfamiliehuse steg i de første måneder af året omkring 4 pct. år til år, mens stigningstakten for ejerlejligheder var over 10 pct., som det har været tilfældet siden slutningen af 2012. De største prisstigninger har fundet sted i hovedstadsområdet.

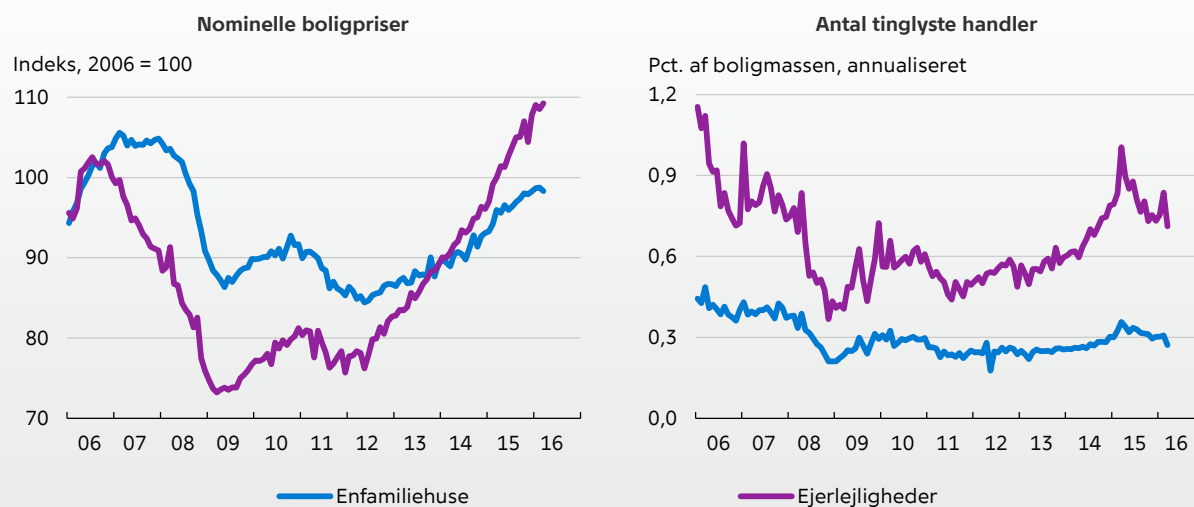
Antallet af tinglyste salg for ejerlejligheder er på et højt niveau, jf. figur 29 (højre). Aktiviteten var ekstraordinært høj i første del af 2015, hvor renteniveauet tog et dyk i forbindelse med det opadgående pres på den danske krone. Siden er handelsaktiviteten faldet lidt tilbage. Antallet af handler med huse har ligget mere konstant.

Finanstilsynets henstilling om en udbetaling på minimum 5 pct. af købesummen samt skærpede krav til soliditeten hos boligkøberne i de større byer må ventes at tage toppen af efterspørgslen efter ny bolig. Det er dog endnu ikke slået igennem på husholdningernes forventninger til den fremtidige udvikling i boligpriserne.

Boligpriserne for landet under ét skønnes at stige ca. 3 pct. årligt i 2016 og de følgende år. Det er mindre end de forudgående år. Den fortsatte stigning skal ses i lyset af det lave renteniveau, som er faldet yderligere i begyndelsen af i år,

Fortsat fremgang på boligmarkedet, tydeligst for ejerlejligheder

Figur 29



Anm.: Egen sæsonkorrektur. Seneste observation er marts 2016.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

samt den generelle fremgang i økonomien. Husholdningernes fortsat høje forventninger til de fremtidige boligprisstigninger spiller også ind. Mange steder i landet er der dog stadig ophobet et lager af boliger til salg, som lægger et nedadrettet pres på huspriserne der.

FALD I EKSPORTEN – ISÆR AF SØFRAGT

Såvel import som eksport af varer i værdi faldt lidt i de første fire måneder i 2016, mest for brændsel som følge af lavere oliepriser. Samtidig fortsatte eksporten af søtransport med at falde for fjerde kvartal i træk. Det skal ses i lyset den lavere vækst i Kina samt reducerede fragtrater. Øvrige tjenester trækker dog også ned. Industrieksporten gik omvendt frem i både værdi og mængde, jf. figur 30 (venstre). Hermed fortsætter den overordnede tendens fra de senere år, hvor industriens produktion, beskæftigelse og eksport har vist solid fremgang.

Med de aktuelle udsigter er der et godt grundlag for, at dansk eksport kan stige. Den effektive kronekurs er – selv om den steg i første del af 2016 – fortsat på et forholdsvis lavt niveau sammenlignet med de seneste ti år, og fra finanskrisen i 2008 til slutningen af 2015 har de danske lønstigninger ligget under udlandets. Det afspejler sig i en forbedring af konkurrenceevnen. Eksporten ventes at stige nogenlunde i takt med den tiltagende verdenshandel og fremgangen på eksportmarkederne. Eksporten af energi vil dog fortsat trække ned i vareeksporten. Udvindingen af olie

og gas i Nordsøen er for nedadgående, og som følge af den lave oliepris er det ikke rentabelt at opføre nye udvindingsfaciliteter.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster var i de første fire måneder i 2016 17 mia. kr. lavere end i samme periode sidste år. Det skyldes overvejende, at tjenesteeksporten var lavere. Især søtransporten trak ned. Set over de seneste 12 måneder til og med april 2016 var der et overskud på betalingsbalancen på 124 mia. kr. svarende til 6 pct. af BNP. Set i forhold til den forudgående 12 måneders periode var der tale om et fald på 25 mia. kr., jf. figur 30 (højre). Det store overskud på betalingsbalancen ventes at fortsætte de kommende år.

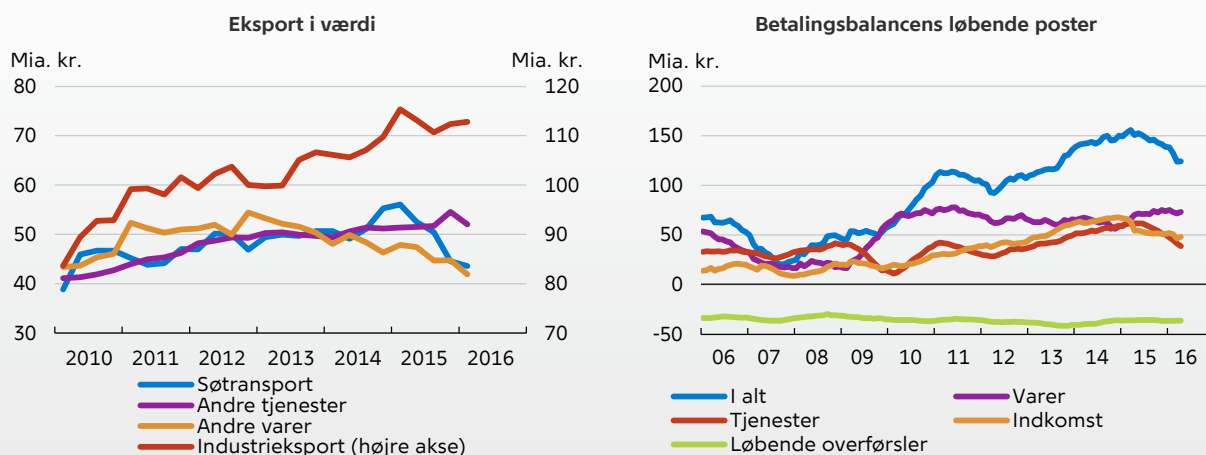
PRISPRESSET ER FORTSAT LAVT

Prisstigningstakten er fortsat meget lav, jf. figur 31 (venstre). Årstigningstakten i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var negativ i marts, april og maj, især trukket ned af fald i olieprisen. Olieprisen er dog steget lidt de seneste måneder til knap 50 dollar pr. tønde i begyndelsen af juni.

Kerneinflationen, der viser priserne ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, var 0,4 pct. i maj. Den er faldet i takt med faldende priser på importerede forbrugsvarer. Den lave oliepris lægger et nedadrettet pres på kerneinflationen, efterhånden som energiprisen slår igennem på forbrugsvarer og tjenester mere bredt. Især priserne på varer, herunder tøj, har udviklet sig svagt.

Fald i eksporten i værdi samt i overskuddet på betalingsbalancen

Figur 30

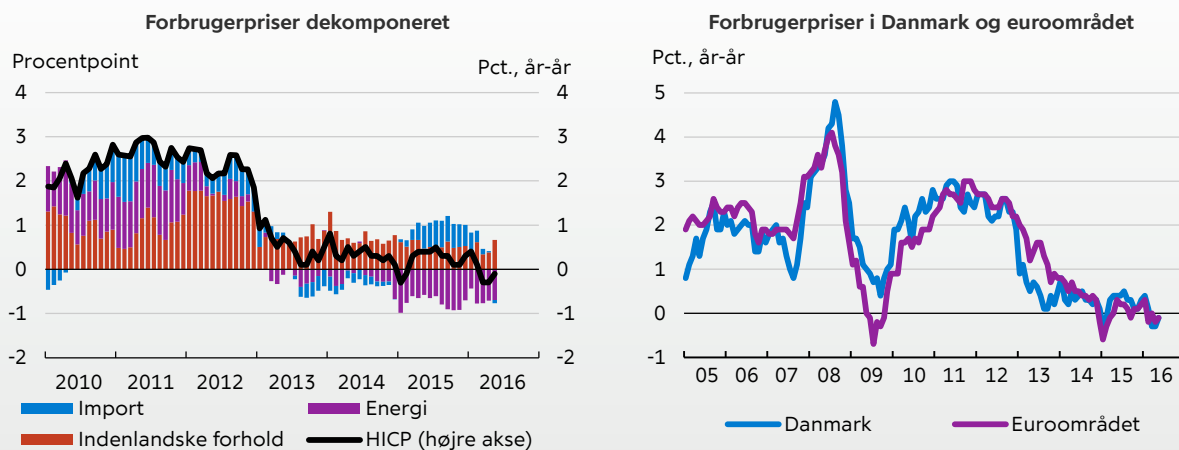


Anm.: Højre figur: 12 måneders sum.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Svag udvikling i forbrugerpriserne

Figur 31



Anm.: EU-harmoniserede forbrugerpriser, HICP. Højre figur: HICP for euroområdet for maj er foreløbigt.
Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat og Danmarks Nationalbank.

Forbrugerpriserne herhjemme udvikler sig generelt omtrent som priserne i euroområdet. Stigningstakten i de danske forbrugerpriser har i en periode omkring årsskiftet ligget lidt over euroområdets, men lå i marts og april en smule under, jf. figur 31 (højre). Også den danske kerneinflation har de seneste måneder været lavere end i euroområdet.

Gennem det seneste halve år er importpriserne faldet, bl.a. som følge af at den effektive kronekurs er steget med knap 4 pct. fra foråret 2015. Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, var 1,2 pct. i maj. IMI er på sigt bestemt af omkostningsudviklingen i økonomien, herunder lønnen. På kort sigt bevæger IMI sig ofte modsat af importpriserne, så stigende importpriser ikke straks overvælttes fuldt ud i de indenlandske priser, men presser avancerne ned, og omvendt ved faldende importpriser.

Alt i alt viser niveauet for både IMI og kerneinflationen, at der er et beskedent indenlandsk prispres. Forbrugernes forventninger til prisudviklingen de kommende 12 måneder har dog ligget på et stort set uændret niveau de seneste fem år, og lønstigningstakten er på vej op. Inflationsforventningerne er således godt forankrede, og forbrugerne forventer ikke mere vedvarende prisfald og dermed deflation.

Prisindekset på indenlandsk vareforsyning ekskl. energi var i april på niveau med året før. Det samlede prispres fra engrosleddet er således

begrænset. Også producentpriserne for danske varer til hjemmemarkedet ekskl. energi udvikler sig fortsat svagt.

Den lave oliepris dæmper prisstigningstakten gennem 2016, hvor HICP ventes at stige 0,3 pct. år til år. I 2017 og 2018 falder gennemslaget af den lave oliepris væk, samtidig med at økonomien nærmer sig sin kapacitetsgrænse, og forbrugerpriserne ventes derfor at stige henholdsvis 1,5 og 1,7 pct., jf. tabel 3.

MODERAT STIGNING I LØNNINGERNE OG FORBEDRET KONKURRENCEEVNE

Lønstigningerne i den private sektor er fortsat moderate. Årsstigningstakten var 1,8 pct. i 1. kvartal 2016 ifølge Danmarks Statistiks opgørelse. Lønstigningstakten på det private område har været højest inden for dele af serviceerhvervene, men også i bygge- og anlægssektoren, hvor lønnen i 1. kvartal lå omkring 2 pct. over niveauet året før. Det samme gjaldt lønningerne i fremstillingserhverv, hvor en stor del af produktionen går til eksport, jf. figur 32 (venstre). Omvendt er lønstigningerne inden for bl.a. erhvervsservice samt handel og transport lavere.

Lønstigningstakten i fremstillingserhvervene ventes de kommende år at blive omkring 2,5 pct. årligt og dermed lidt højere end i de senere år. Det giver sammen med den aktuelt svage udvikling i forbrugerpriserne lønmodtagerne en pæn fremgang i reallønnen.

Forbrugerpriser

Tabel 3

Pct., år-år	Vægte ¹	2016									
		2015	2016	2017	2018	1. kv.	2. kv.	3. kv.	maj	juni	juli
HICP		0,2	0,3	1,5	1,7	0,1	-0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoprisindeks	100,0	0,7	0,6	1,8	1,9	0,6	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4
Eksogene:											
Energi	6,9	-9,9	-5,6	4,2	2,7	-8,5	-9,0	-4,6	-8,9	-8,4	-7,4
Fødevarer	4,8	2,6	2,3	1,8	1,4	2,3	2,5	2,1	2,8	2,5	2,4
Adm. priser	4,1	0,9	2,2	2,8	2,7	2,3	2,1	2,0	2,0	2,1	2,1
Husleje	26,0	2,1	1,9	1,8	2,5	2,2	2,0	1,9	2,1	2,0	2,2
Ekskl. eksogene:	58,2	1,3	0,7	1,5	1,5	0,8	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3
Import	18,7	2,4	0,2	1,1	1,3	1,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,4
IMI	39,5	0,9	0,9	1,7	1,7	0,6	1,0	0,8	1,2	1,3	0,7

Anm.: Seneste faktiske tal er maj 2016.

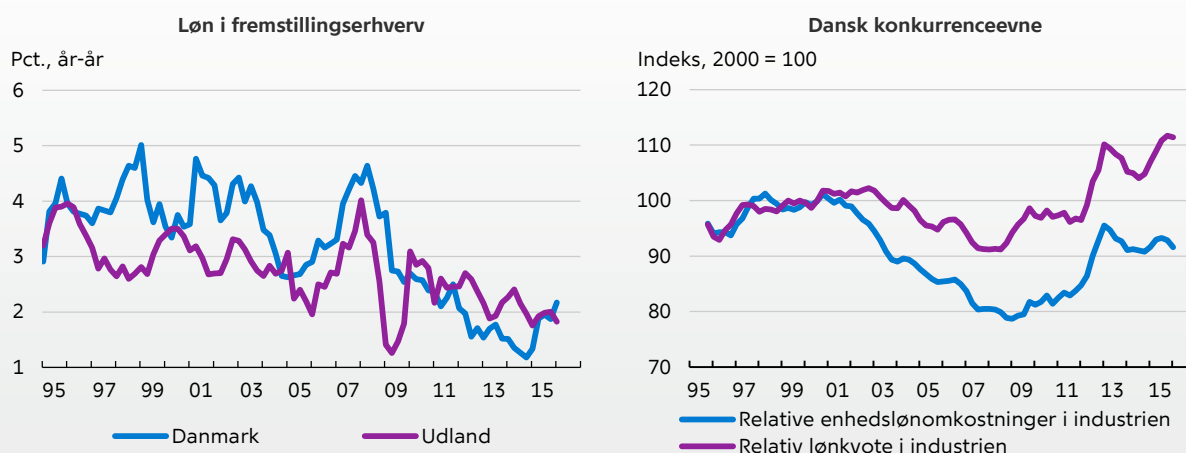
1. Vægt i nettoprisindekset, procent. Vægtene er fra januar 2016.

Et bredere mål for konkurrenceevne inddrager ud over løn også den relative vækst i produktivitet, samt hvor gode priser danske virksomheders produkter kan sælges til i forhold til prisen på importerede varer, dvs. bytteforholdet. Begge disse forhold fanges af udviklingen i den relative

lønvote. Ifølge den opgørelse har dansk industri forbedret sin lønkonkurrenceevne over de senere år, jf. figur 32 (højre). Uanset hvilket mål, der fokuseres på, er den danske konkurrenceevne god, hvilket bidrager til de betydelige overskud på såvel handels- som betalingsbalancen.

Den danske konkurrenceevne er forbedret

Figur 32



Anm.: Venstre figur: Løn i fremstillingserhverv. Udenlandske lønninger er sammenvæjet med vægtene fra den effektive kronekurs.

Højre figur: Konkurrenceevne, hvor der ud over relativ løn tages hensyn til relativ produktivitet (giver relativ enhedslønomkostning) og yderligere relativ prisudvikling (giver relativ lønvote). Et stigende indeks angiver en forbedret konkurrenceevne. 4 kvartalers glidende gennemsnit.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

De offentlige lønstigninger er beherskede. Lønudviklingen er præget af forløbet siden 2008, hvor de i en periode steg hurtigere end i den private sektor. De reguleres imidlertid, så de på sigt er parallelle med de private. Det betyder, at der er udsigt til relativt lave offentlige lønstigninger i de kommende år, specielt på det statslige område, hvor de aftalte lønstigninger er placeret sidst i overenskomstperioden, dvs. i 2018.

BESKÆFTIGELSEN VOKSER OG LEDIGHEDEN FALDER

Beskæftigelsen steg ifølge nationalregnskabet med 11.000 personer i 1. kvartal 2016. Hermed er den steget uafbrudt siden 4. kvartal 2012 med samlet 86.000 personer, jf. figur 33 (venstre). Stigningen er udelukkende sket i den private sektor, hvor beskæftigelsen er øget med 94.000 personer. Fremgangen har været bredt fundement, men tydeligst inden for mange serviceerhverv samt bygge- og anlægssektoren. Modsat er beskæftigelsen i offentlig administration faldet.

Siden årsskiftet er bruttoledigheden faldet med knap 5.000 personer og udgjorde i april 115.000 personer, svarende til 4,3 pct. af arbejdsstyrken. Ledigheden er hermed tæt på sit strukturelle niveau, der skønnes at være omkring 110.000 personer. Ved slutningen af prognoseperioden vil bruttoledigheden ligge under det konjunkturmæssigt neutrale niveau.

Indikatorerne for, om der er mangel på arbejdskraft, giver et billede af tiltagende udnyttelse af kapaciteten på arbejdsmarkedet. Det gælder særligt i byggeriet, hvor 15 pct. af virksomhederne (vægtet efter beskæftigelse) giver udtryk for, at mangel på arbejdskraft hæmmer produktionen. I de øvrige sektorer har indikatoren ligget mere fladt.

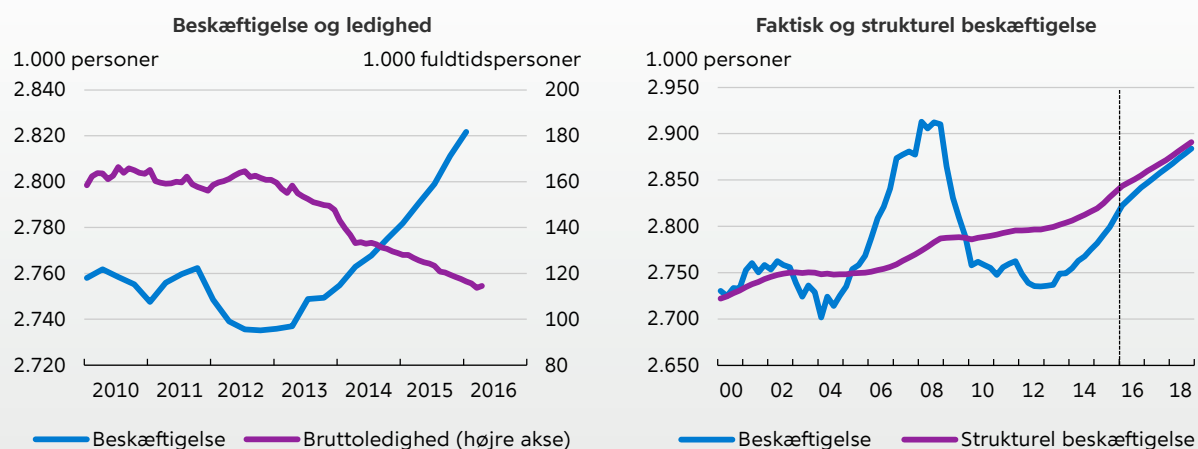
Arbejdsmarkedsgabet, der er et mål for, hvor meget beskæftigelsen kan stige, uden at der opstår et inflationært pres i økonomien, skønnes aktuelt at udgøre omkring 20.000 personer. Fra 1. kvartal 2016 til udgangen af 2018 ventes beskæftigelsen at stige med 60.000 personer. Det betyder, at en væsentlig del af den forventede fremgang i beskæftigelsen skal komme fra personer, der i dag står uden for arbejdsstyrken. I prognosen er lagt til grund, at den strukturelle arbejdsstyrke øges de kommende år, bl.a. som følge af tilbagetrækningsreformen fra 2011, der hæver erhvervsfrekvensen for de ældre aldersklasser. Lidt mindre end halvdelen af den samlede fremgang i beskæftigelsen skyldes den bedre konjunktur, mens resten kan tilskrives stigningen i den strukturelle beskæftigelse, jf. figur 33 (højre).

DE OFFENTLIGE BUDGETUNDERSKUD HOLDER SIG INDEN FOR GRÆNSERNE

Det offentlige forbrug skønnes at vokse 1,0 pct. i 2016, mens der i 2017 vil være nulvækst og i 2018 en stigning på 1,2 pct. Det er på linje med regering-

Arbejdsmarkedet fremstår stærkt med stadigt færre ledige arbejdskraftressourcer

Figur 33



Anm.: Beskæftigelse ifølge nationalregnskabet. Højre figur: Nationalbankens prognose efter den lodrette streg.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

ens fremskrivning i Økonomisk Redegørelse fra maj 2016.

De offentlige investeringers andel af BNP har de senere år ligget på et historisk højt niveau og gentagne gange overskredet budgetterne, jf. figur 34 (venstre). Regeringen har bebudet en tilpasning af investeringsomfanget. Derfor ventes de offentlige investeringer at falde ca. 5 pct. i prognoseperioden.

Underskuddet på de offentlige finanser i år skønnes til 2,0 pct. af BNP. Det er 1,2 procentpoint bedre end i prognosen fra marts, hvilket bl.a. skyldes et højere provenu fra pensionsafkastskatten, PAL, som følge af lavere obligationsrenter. Underskuddet forventes mindsket yderligere til 1,9 pct. af BNP næste år og 1,7 pct. i 2018, fortrinsvis som følge af en stærkere konjunktur og afdæmpet udgiftsvækst. Der er derfor udsigt til, at det offentlige underskud holdes inden for 3-pct.-grænsen i stabilitets- og vækstpagten med en forholdsvis bred margin, men der er tidligere set store udsving i forhold til prognosen, især på grund af usikkerhed omkring provenuet fra PAL-skatten og aktuelt omkring udgifterne til asylansøgere.

Regeringen venter i Økonomisk Redegørelse fra maj 2016, at underskuddet på den strukturelle saldo i år bliver 0,4 pct. af BNP, svarende til en finanspolitisk stramning på 0,2 procentpoint i forhold til 2015, jf. figur 34 (højre). Den struk-

turelle saldo ventes også næste år at udvise et underskud på 0,4 pct. af BNP for derefter gradvist at konvergere mod balance i 2020 i regeringens konvergensprogram fra april. Størrelsen af underskuddet på den strukturelle saldo efterlader ikke meget rum til at imødegå uforudsete udgifter før grænsen i budgetloven overskrides.

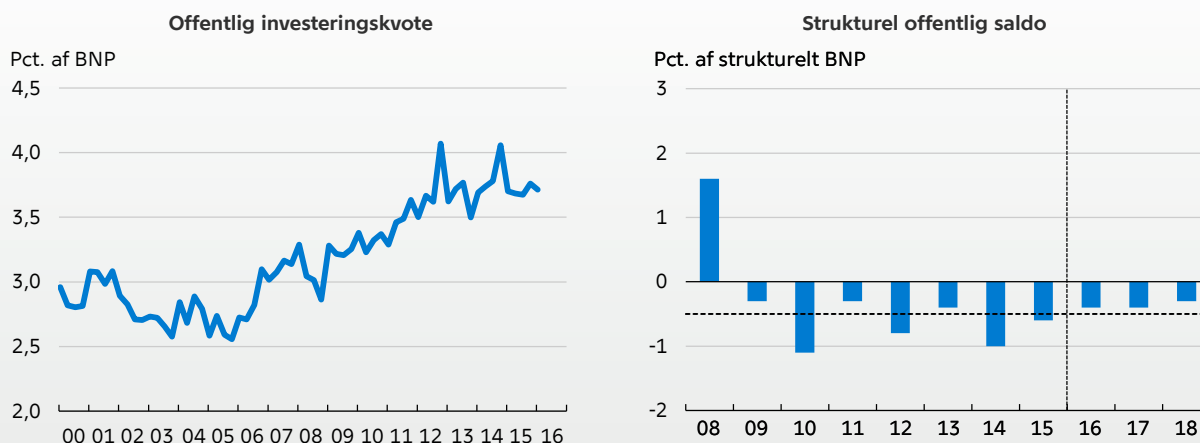
ØKONOMISK POLITIK

Arbejdsmarkedet fremstår stærkt med stigende beskæftigelse og faldende ledighed. Det afspejler fremgang i produktionen i især industri, bygge- og anlægssektoren og inden for erhvervsservice. I prognosen skønnes en gradvis stærkere vækst i realt BNP de næste par år, og produktionsgab ventes at lukke frem mod udgangen af 2018. Finanspolitikken bør på baggrund af konjunkturudsigterne tilrettelægges med henblik på at opnå balance på den strukturelle saldo i løbet af de kommende år.

Der er over det seneste tiår gennemført en række reformer med henblik på at øge arbejdsudbuddet for derigennem at sikre holdbare offentlige finanser. Fremadrettet ligger det største potentiale til at styrke arbejdsudbuddet i en øget integrationsindsats samt opkvalificering af arbejdsstyrken. Skal den danske velstand fortsat stige på linje med de lande, som vi normalt sammenligner os med, må fokus derudover være på at øge produktiviteten.

De offentlige investeringer er høje, og strukturel saldo er tæt på grænsen i budgetloven

Figur 34



Anm.: Højre figur: Finansministeriets opgørelse af strukturel saldo. Den vandrette stiplede linje viser grænsen for strukturelt underskud i budgetloven.

Kilde: Danmarks Statistik og Finansministeriet.

Selv om det er vigtigt at få væksten i produktiviteten i samfundet op, bør fremgangen i realt BNP dog ikke være eneste fokus. En bredere sammenligning med fx Sverige, hvor væksten i realt BNP i en årrække har været højere end herhjemme, viser, at den danske velstand pr. hoved har udviklet sig på linje med den svenske, bl.a. som følge af en løbende forbedring af det danske bytteforhold og et højt afkast på udlandsformuen. Den stærke svenske vækst skyldes hovedsagelig en kraftig indenlandsk efterspørgsel bl.a. som følge af pres på boligmarkedet samt stor befolkningstilvækst, mens eksporten i de to lande har udviklet sig stort set parallelt siden finanskrisen i 2008. Den svenske industriproduktion er omvendt steget betydelig mindre end herhjemme siden 2008.

Den stærke stigning i beskæftigelsen herhjemme sammenholdt med moderat udvikling i realt BNP har indebåret en lav vækst i produktiviteten, især over det seneste år. I prognosen forudsættes en vis genopretning af produktivitetsvæksten, så den kommer tættere på sit historiske niveau. Som påpeget af Produktivitetskommissionen er der en række håndtag, der kan drejes på for at fremme

væksten i produktiviteten. Først og fremmest skal konkurrencen styrkes. Det kræver åbne markeder både indenlandsk og over for udlandet. Der er i Danmark sektorer, som ikke er særlig konkurrenceudsatte, hvilket bl.a. viser sig i et højt prisniveau. En tilretning af uddannelsessystemet, så der er øget tilskyndelse til at tage uddannelser, hvor beskæftigelsesmulighederne er gode, kan også bidrage til at styrke væksten i produktiviteten. Det lave renteniveau holder hånden under efterspørgslen i økonomien, men bidrager samtidigt til at holde liv i virksomheder med lav produktivitet, som under normale omstændigheder ville være gået ned. Det reducerer væksten i produktiviteten i samfundet som helhed.

Regeringen har bebudet, at den til efteråret vil fremlægge en ny mellemfristet finanspolitisk strategi til 2025, herunder 2. fase af den jobreform, der blev igangsat i 2015 (skattereform). Centrale emner i en sådan 2025-plan bør være at styrke de automatiske stabilisatorer i økonomien og fjerne asymmetrier i skattesystemet med henblik på at styrke den økonomiske og finansielle stabilitet samt fremme væksten i produktiviteten.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA⁴ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 1. kvartal 2016. 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. De internationale vækstudsigter understøttes stadig af en lav oliepris og de lave renter. I forhold til seneste prognose er der sket en mindre nedjustering af vækstsånnene for især 2016, hvilket primært skyldes svagere importvækst for vækstøkonomierne, herunder Kina, og at væksten i begyndelsen af 2016 har været svagere end ventet i USA. Samlet set forventes væksten på markederne for den danske industrieksport at vokse med 3,1 pct. i år og med henholdsvis 4,3 og 4,2 pct. i 2017 og 2018, jf. tabel 4.

Lønstigninger i udlandet forventes at være moderate, men øges lidt frem mod 2018 i takt med bedrende arbejdsmarkeder. En lavere oliepris i år i forhold til sidste år medvirker til et fald i eksportprisen i år hos de fleste af Danmarks vigtigste samhandelspartnere. Til næste år og i 2018 ventes beherskede udenlandske eksportprisstigninger.

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 ventes at være negativ gennem hele prognoseperioden på ca. -0,4 pct. gennem 2016 og 2017 stigende til -0,2 pct. ved udgangen af 2018.

Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den ventes at stige svagt gennem prognoseperioden fra et udgangspunkt på 0,8 pct. op til 1,4 pct. ved udgangen af 2018.

Der forventes ikke længere en snarlig rentestigning i USA, hvilket har fået euroen til at stige lidt i forhold til dollaren. Endvidere har uroen omkring afstemningen i Storbritannien den 23. juni om fortsat EU-medlemskab fået pundet til at depreciere. Begge dele har styrket den effektive kronekurs i forhold til udgangspunktet for sidste prognose, hvilket den forudsættes at holde sig på gennem prognoseperioden. I fremskrivningen antages dollarkursen ligeledes at være uændret på det nuværende niveau.

Primo juni 2016 lå olieprisen på knap 50 dollar pr. tønde. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne og dermed stiger til knap 55 dollar frem mod slutningen af 2018. Det er en opjustering på 5-10 dollar gennem forløbet i forhold til seneste prognose.

FINANSPOLITISKE FORUDSÆTNINGER

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i den tilrettelagte finanspolitik i Økonomisk Redegørelse fra maj 2016, herunder aftalen om finansloven for 2016, de kommunale og regionale budgetter samt Danmarks Konvergensprogram 2016.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 1,0 pct. og henholdsvis 0,0 og 1,2 pct. i 2017 og 2018, mens de offentlige investeringer antages at falde 1,9 pct. i år og henholdsvis 1,3 og 1,5 pct. i 2017 og 2018, jf. tabel 4.

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

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 4

	2015	2016	2017	2018
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år/år	3,8	3,1	4,3	4,2
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år/år	-2,7	-1,5	1,4	1,5
Udenlandsk pris ² , pct. år/år	-2,7	-1,5	1,4	1,5
Udenlandsk timeløn, pct. år/år	1,9	1,7	2,3	2,5
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	1,0	0,9	1,0	1,3
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	99,2	100,6	100,7	100,7
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,7	6,6	6,6	6,6
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	52,4	45,1	52,1	54,0
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,6	1,0	0,0	1,2
Offentlige investeringer, pct. år-år	-1,0	-1,9	-1,3	-1,5
Offentlig beskæftigelse, 1.000 pers.	815	811	813	816

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

Skønnet for BNP-væksten i Danmark i indeværende år er nedjusteret med 0,3 procentpoint i forhold til prognosen fra marts. Det skyldes delvist en lavere forventet eksport for 2016 på baggrund af lavere eksportmarkedsvækst og højere effektiv kronekurs og delvist en revision af det kvartalsvise nationalregnskab, som giver et lavere udgangspunkt for 2016.

Lavere eksportmarkedsvækst og højere effektiv kronekurs er også baggrunden for, at BNP-væksten i 2017 er nedjusteret med 0,2 procentpoint. Obligationsrenterne er nedjusteret og har en mindre stigende profil, hvilket isoleret set trækker i retning af lavere kapitalomkostninger og højere BNP-vækst.

Skønnet for stigningstakten i HICP er på trods af de stigende oliepriser igennem foråret nedjusteret i forhold til marts-prognosen. For 2016 skyldes det, at både den indenlandske markeds-mæssige og den importerede inflation har været markant lavere end ventet for februar-april 2016, hvilket også trækker stigningstakten i 2017 ned på grund af et lavere udgangspunkt for 2016. I 2017 og 2018 trækker den højere effektive kronekurs sammen med en nedjustering af væksten i importpriserne i retning af lavere indenlandske forbrugerpriser.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 5

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Prognose fra marts 2016	1,3	1,8	1,8	0,6	1,8	1,9
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0
Andre faktorer	-0,2	-0,2	-0,1	-0,5	-0,5	-0,1
Denne prognose	1,0	1,6	1,8	0,3	1,5	1,7

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