

AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

SAMMENFATNING

Der har været ro på de finansielle markeder hen over sommeren efter store bevægelser omkring Storbritanniens EU-afstemning i juni. Den danske krone har ligget stabilt under hele forløbet, og der blev ikke inter文eneret i juli og august. De internationale organisationer forventer, at briternes beslutning om at træde ud af EU vil have en dæmpende virkning på landets økonomi, mens vækstudsigterne for resten af verden kun påvirkes beskedent. På længere sigt afhænger udviklingen i især Storbritannien af den aftale, der skal forhandles på plads med resten af EU. Fortsat fremgang i den globale velstand sikres bedst ved ikke at opstille nye hindringer for den internationale samhandel, jf. artiklen "Hvad driver den svage verdenshandel?" i denne Kvartalsoversigt.

I de avancerede økonomier fortsætter fremgangen på arbejdsmarkedene, mens produktionen stiger mere moderat. Væksten drives af solid fremgang i det private forbrug, som understøttes af voksende beskæftigelse, lav oliepris og meget lave renter. Blandt vækstøkonomierne er fremgangen i den økonomiske aktivitet bremsset lidt op.

Briternes beslutning om at forlade EU-samarbejdet har reduceret den forventede vækst på de danske eksportmarkeder en lille smule. Der er imidlertid fortsat stærke stimuli i form af lave renter og stigende disponible indkomster, som understøtter efterspørgslen i dansk økonomi. På den baggrund ventes væksten i det reale bruttonationalprodukt, BNP, at blive 0,9 pct. i år. Væksten øges til 1,5 pct. næste år og til 1,8 pct. i 2018.

Det er stort set uændret i forhold til prognosen fra juni.

Opsvinget er tydeligt på arbejdsmarkedet, og beskæftigelsen ventes at stige yderligere 50.000 personer fra 2. kvartal 2016 til 4. kvartal 2018. Der er tegn på et stigende pres på arbejdsmarkedet, og der er en risiko for, at opsvinget går tidligt i stå som følge af mangel på arbejdskraft. På den baggrund bør der de kommende år ske en gradvis opstramning af den aktuelt lempelige finanspolitik for at sikre en stabil udvikling i økonomien.

Regeringen fremlagde i slutningen af august et forslag til en 2025-plan, der lægger op til en styrkelse af dansk økonomi. Fokus er på at øge arbejdsudbuddet og fremme væksten i produktiviteten. Der planlægges først balance på den strukturelle offentlige saldo i 2024, hvor sigtepunktet hidtil har været 2020. En sådan udskydelse indebærer, at der først opnås balance lang tid efter, at økonomien har nået et konjunkturelt neutralt niveau, hvor produktionsgabene er lukket.

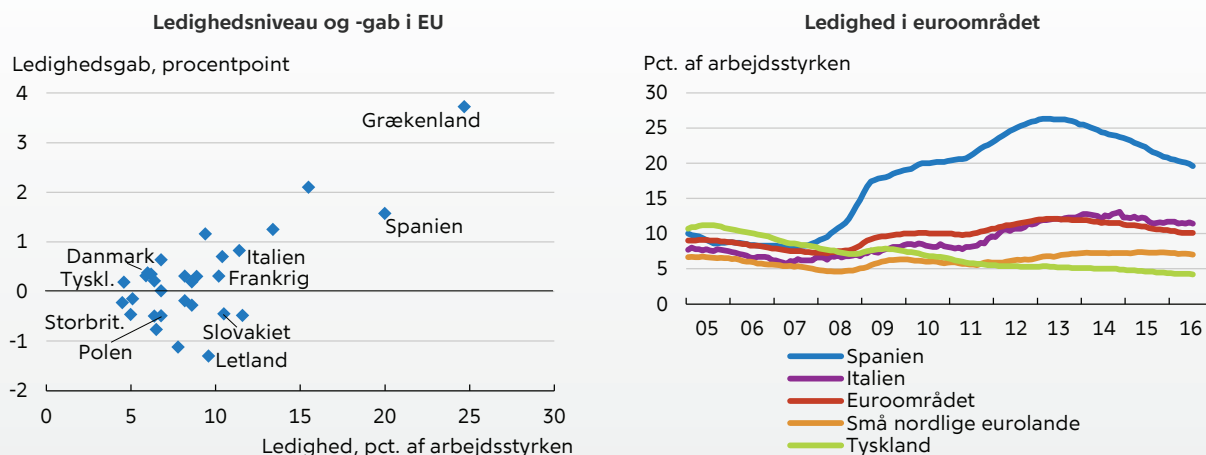
INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

SOLID FREMGANG PÅ ARBEJDSMARKEDERNE I DE AVANCEREDE ØKONOMIER

Opsvinget i de avancerede økonomier fortsætter. Fremgangen er tydeligst på arbejdsmarkedene, hvor beskæftigelsen fortsatte med at stige ind i 2. kvartal. I euroområdet betød det, at ledigheden

Ledigheden aftager i euroområdet – men der er stadig store forskelle på tværs af lande

Figur 1



Anm.: Venstre figur: Der er vist Europa-Kommissionens prognose for 2016 fra maj 2016. Højre figur: Små nordlige eurolande er Finland, Holland og Østrig. Der er vist et simpelt gennemsnit af de tre landes ledighed.
Kilde: Europa-Kommissionen og Macrobond.

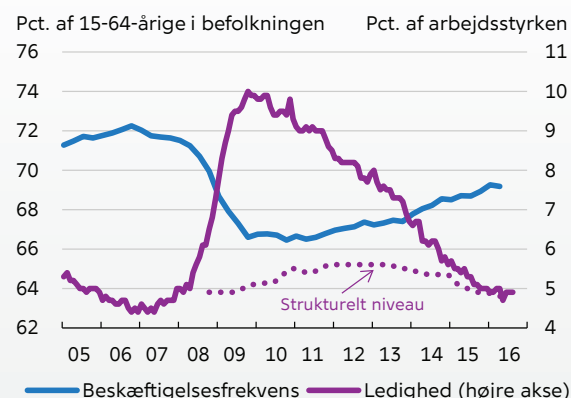
var 10,1 pct. i juli. Det er 2 procentpoint lavere end i foråret 2013, hvor den var på sit højeste niveau.

Faldet i ledigheden har betydet, at mange EU-lande ifølge Europa-Kommissionen er tæt på at have lukket deres ledighedsgab – forskellen mellem faktisk og strukturel ledighed – og i mange østeuropæiske EU-lande er gabet negativt, jf. figur 1 (venstre). Der er dog store forskelle i ledigheden på tværs af eurolandene, som både skyldes konjunkturelle og strukturelle forhold. Ledigheden er stadig væsentligt højere i de sydeuropæiske eurolande end i de nordeuropæiske, jf. figur 1 (højre). Spanien er blandt de eurolande, hvor ledigheden er faldet mest, men med 19,6 pct. i juli har landet den næsthøjeste i euroområdet. Det skal ses i lyset af, at ledigheden i Spanien i gennemsnit har været lidt over 7 procentpoint højere end i euroområdet siden 1980. I Tyskland er ledigheden 4,2 pct.

I USA har fremgangen i beskæftigelsen medvirket til, at ledigheden var 4,9 pct. i august, jf. figur 2. Det tyder på, at det amerikanske arbejdsmarked er tæt på kapacitetsgrænsen. Den amerikanske centralbanks, Federal Reserves, pengepolitiske komite, Federal Open Market Committee, FOMC, vurderer, at den strukturelle ledighed i USA er 4,8 pct. Dermed er ledighedsgabet omtrent lukket. Niveaue for den strukturelle ledighed er dog løbende blevet nedjusteret de seneste tre år. Siden midten af 2015 er faldet i ledigheden bremsset op, fordi

Ledigheden i USA er tæt på det strukturelle niveau

Figur 2



Anm.: FOMC begyndte først at offentliggøre medlemmernes skøn for den strukturelle ledighed i 2009. Det strukturelle niveau er midtpunktet af intervallet for FOMC's skøn frem til og med marts 2015, herefter medianen.
Kilde: FOMC, Macrobond og OECD.

stigningen i beskæftigelsen er blevet modsvaret af, at der kommer flere personer ind i arbejdsstyrken.

Både i euroområdet og USA udvikler BNP sig svagt i forhold til arbejdsmarkedet. En sammenligning af det nuværende opsving med tidligere viser, at beskæftigelsesfrekvensen i euroområdet er steget hurtigere, mens BNP pr. 15-64-årig er vokset i omtrent samme tempo, jf. boks 1.

I euroområdet voksede økonomien 0,3 pct. i 2. kvartal, jf. figur 3 (venstre), hvilket er lige under den gennemsnitlige kvartalsvækst under opsvinget. Blandt de store eurolande havde Spanien den stærkeste fremgang med 0,8 pct., mens den tyske økonomi voksede 0,4 pct. I både Frankrig og Italien var BNP uændret. I USA steg BNP 0,3 pct., og dermed tiltog væksten en anelse efter to svage kvartaler, jf. figur 3 (højre). Purchasing Managers' Index, PMI, som giver en god indikation af den økonomiske udvikling, peger på, at væksten

i euroområdet og USA også vil være moderat i 3. kvartal.

I både euroområdet og USA er fremgangen i den indenlandske efterspørgsel solid, især i det private forbrug, jf. figur 4 (venstre og højre). Det skal ses i lyset af, at de reale disponible indkomster er steget, fordi beskæftigelsen er vokset, renterne lave og forbrugerpriserne steget langsomt. I euroområdet er væksten i investeringerne også tiltaget. Den understøttes af Den Europæiske Centralbanks, ECB's, lempelige pengepolitik,

Opsvinget i euroområdet i perspektiv

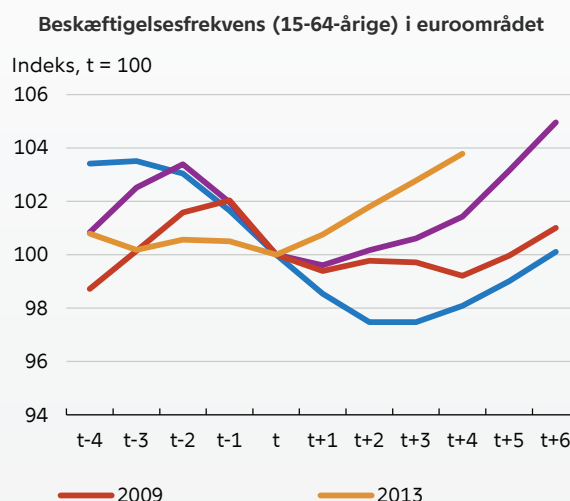
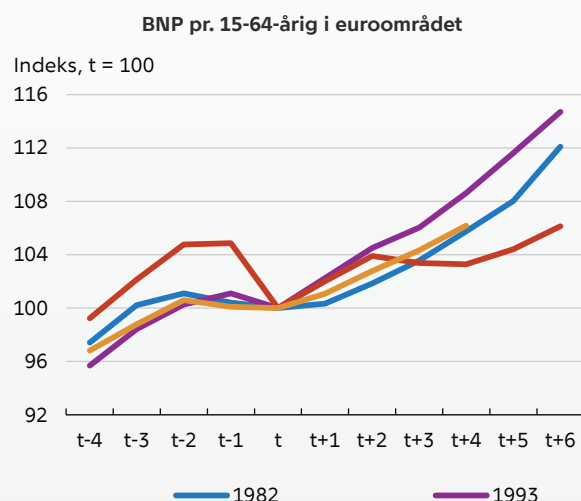
Boks 1

Fortsættes næste side

I euroområdet er BNP pr. 15-64-årig vokset i omtrent samme tempo under det aktuelle opsving som under tidligere opsving, jf. figur nedenfor (venstre). Beskæftigelsesfrekvensen – beskæftigede som andel af 15-64-årige i befolkningen – er til gengæld steget markant hurtigere, jf. figur nedenfor (højre). Det skal tilmed ses i lyset af, at beskæftigelsesfrekvensen er

steget fra ca. 60 til 70 pct. over de seneste 30 år, herunder som følge af, at kvinders deltagelse på arbejdsmarkedet er steget væsentligt. Fremgangen på arbejdsmarkedet har været ledsaget af en lav produktivitetsvækst ligesom i mange andre avancerede økonomier. Det er en væsentlig årsag til, at BNP ikke er steget hurtigere end normalt.

Væksten i euroområdet på niveau med tidligere opsving mens beskæftigelsesfrekvensen stiger hurtigere



Anm.: Udviklingen i BNP pr. 15-64-årig og beskæftigelsesfrekvensen i euroområdet fra fire år før til seks år efter de fire seneste recessioner. Data for 2016 og 2017 er baseret på Europa-Kommissionens prognose fra maj 2016. Recessionens år, t, er defineret som bunden af konjunkturcyklen på baggrund af Center for Economic Policy Research's, CEPR's, identifikation af konjunkturcykler for euroområdet.

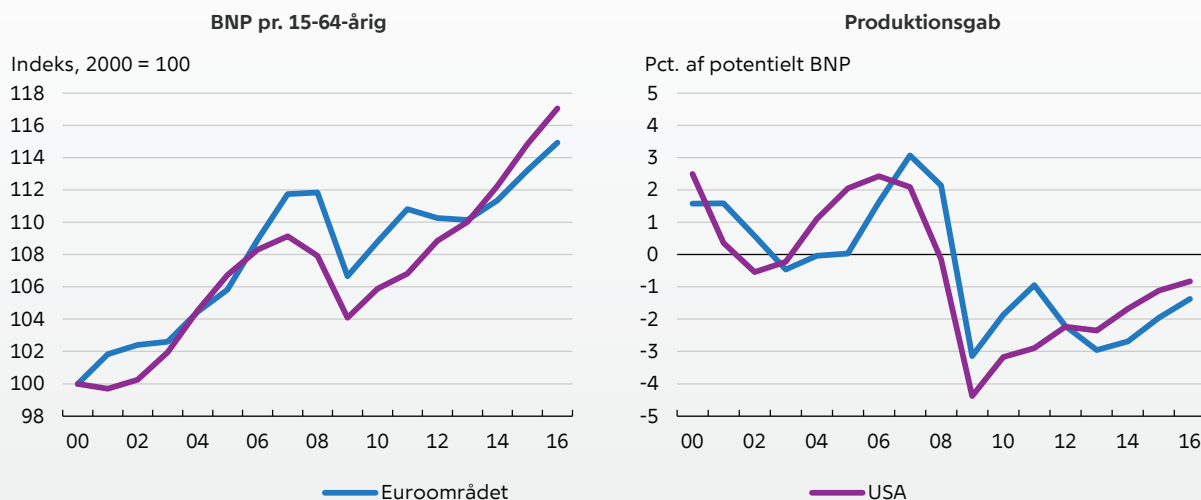
Kilde: Europa-Kommissionen og egne beregninger.

Fra årtusindeskiftet og frem til finanskrisen steg BNP pr. 15-64-årig lidt hurtigere i euroområdet end i USA, men i den efterfølgende periode er billedet vendt, jf. figur nedenfor (venstre). Det skyldes, at USA har haft et mere jævnt opsving, hvor den reale BNP-vækst pr. 15-64-årig har ligget mellem ca. 1 og 2,5 pct. hvert år siden finanskrisen. Omvendt blev euroområdet ramt af endnu et tilbageslag i forbindelse med gældskrisen og havde negativ BNP-vækst i 2012 og 2013. De seneste tre år har vækstraterne imidlertid nærmet sig hinanden igen.

Fremgangen har medvirket til, at produktionsgabets – forskellen mellem faktisk og potentiel produktion – er

indsnævret i både euroområdet og USA, jf. figur nedenfor (højre). Det indikerer, at de to økonomier nærmer sig normal kapacitetsudnyttelse. Gabet er dog stadig lidt større i euroområdet end i USA, når der ses på et gennemsnit af de internationale organisationers skøn. Da den potentielle produktion estimeres på baggrund af udviklingen i kapitalapparatet, arbejdskraften og produktiviteten, tages der i beregningerne højde for, at USA har en større befolkningstilvækst end euroområdet.

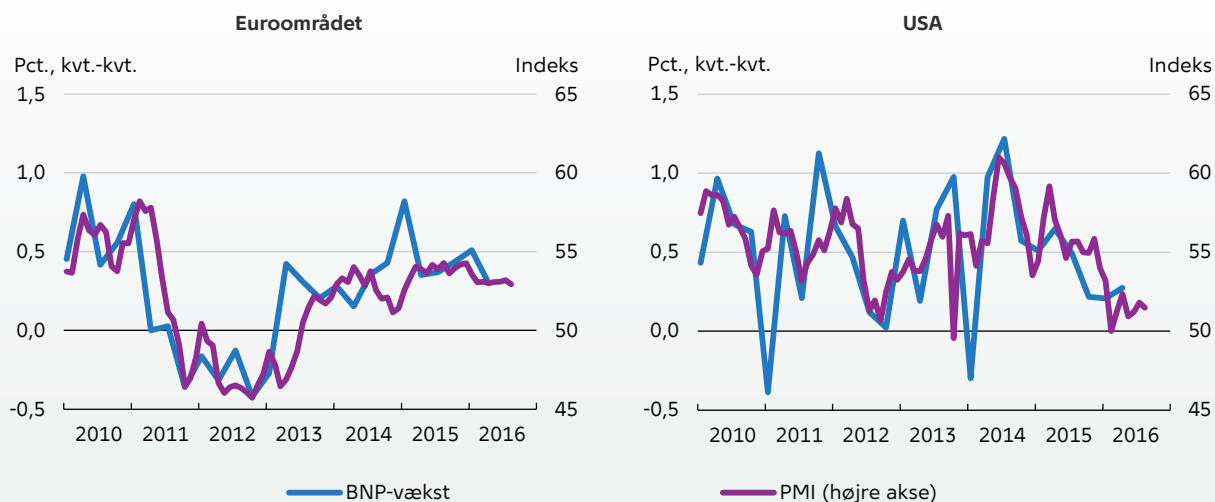
Mere afdæmpet vækst i euroområdet end i USA siden finanskrisen



Anm.: Venstre figur: BNP i 2016 er baseret på Europa-Kommissionens prognose fra maj 2016. Højre figur: Produktionsgabets er beregnet som et gennemsnit af estimaterne fra Europa-Kommissionen, Den Internationale Valutafond, IMF, og OECD.
Kilde: Europa-Kommissionen, IMF, OECD og egne beregninger.

PMI-indikatoren peger på fortsat moderat vækst i 3. kvartal i euroområdet og USA

Figur 3



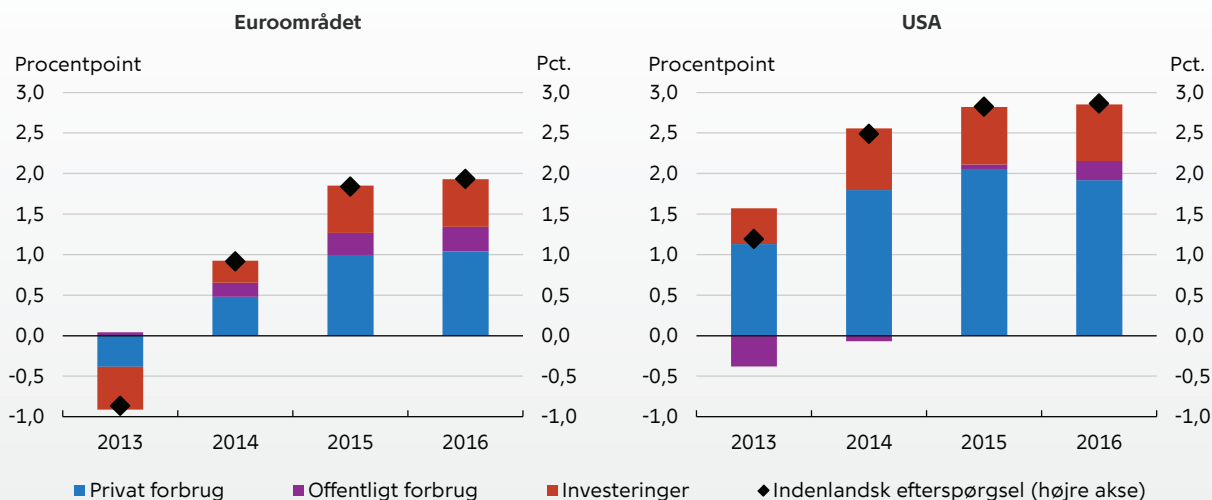
Anm.: Der er vist det samlede PMI for service- og industrisektoren (composite output). En værdi over (under) 50 indikerer positiv (negativ) vækst.
Kilde: Macrobond.

som har medvirket til, at renterne er meget lave, og at bankerne har lempet deres kreditvilkår. I USA er investeringsvæksten til gengæld aftaget over de seneste par år. Det skyldes hovedsagelig, at investeringerne i energiproduktionen er faldet

som konsekvens af faldet i olieprisen. Boliginvesteringerne er dog steget betydeligt over samme periode. I euroområdet har finanspolitikken – målt ved ændringen i den primære strukturelle saldo – endvidere en svagt stimulerende effekt på den

Væksten i euroområdet og USA drives af solid indenlandsk efterspørgsel

Figur 4



Anm.: Der er vist vækstbidrag til den indenlandske efterspørgsel, ekskl. lagerinvesteringer.

Kilde: Europa-Kommissionen og egne beregninger.

økonomiske aktivitet, mens effekten er omtrent neutral i USA.

Eksporten bidrog svagt positivt til væksten i USA i 2. kvartal efter at have trukket ned det seneste år. Det afspejler, at styrkelsen af dollar ophørte i begyndelsen af 2016. Fra midten af 2014 til slutningen af 2015 blev den styrket ca. 20 pct. over for en handelsvægtet kurv af valutaer. I euroområdet er væksten i eksporten bremset lidt op over det seneste år. Det skyldes bl.a., at den effektive eurokurs er styrket med 7 pct. fra april 2015 til juli 2016.

Storbritanniens økonomi har de seneste måneder været påvirket af, at briterne ved en

folkeafstemning den 23. juni besluttede, at landet skal forlade EU-samarbejdet, såkaldt "Brexit". Resultatet medførte store bevægelser på de finansielle markeder i ugerne efter afstemningen, ikke mindst i Storbritannien, jf. boks 2. De internationale organisationer og den britiske centralbank, Bank of England, mfl. venter alle, at væksten vil aftage i den kommende tid.

Den japanske økonomi voksede 0,2 pct. i 2. kvartal. Dermed fortsætter det afdæmpede vækstbillede, som har præget Japan de seneste år. Som konsekvens heraf præsenterede den japanske regering i slutningen af juli en stor vækstpakke, som bl.a. indebærer øgede investeringer i infrastruktur.

Den økonomiske situation i Storbritannien efter EU-afstemningen

Boks 2

Fortsættes næste side

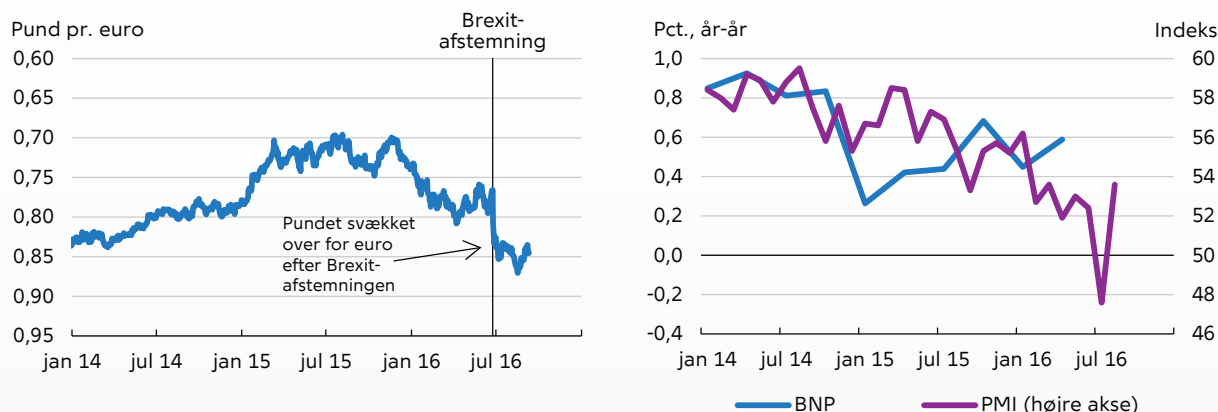
Briterne var den 23. juni til folkeafstemning om, hvorvidt Storbritannien skulle forblive i EU-samarbejdet eller forlade det. Resultatet viste et flertal for at forlade EU, såkaldt "Brexit". Det medførte store bevægelser på de finansielle markeder i ugerne efter afstemningen, ikke mindst i Storbritannien. Pundet blev svækket med 5 pct. over for euro dagen efter afstemningen, og medio september var det ca. 10 pct. svagere end før, jf. figur nedenfor (venstre). Svækkelsen afspejlede bl.a. en forventning om, at den britiske økonomi vil udvikle sig svagere efter Brexit-afstemningen. Renterne på britiske statsobligationer faldt endvidere betydeligt. Den 27. juni blev 10-årige statsobligationer handlet til

en rente under 1 pct. for første gang nogensinde, og medio september var renten 0,9 pct. Aktiekurserne faldt, men i modsætning til valutakursen og renterne har de rettet sig igen, dog ikke målt i fremmed valuta. Aktiekurserne faldt også på de internationale aktiemarkeder, men i løbet af juli faldt markederne til ro.

Nationalregnskabstal for indeværende kvartal vil først foreligge ved udgangen af oktober. Nøgletal og indikatorer offentliggjort efter afstemningen tyder på, at væksten i den britiske økonomi vil aftage på kort sigt. PMI faldt kraftigt i juli, men rettede sig dog igen i august, jf. figur nedenfor (højre).

Den britiske økonomi er påvirket af Brexit-afstemningen

Boks 2
Fortsat



Kilde: Macrobond.

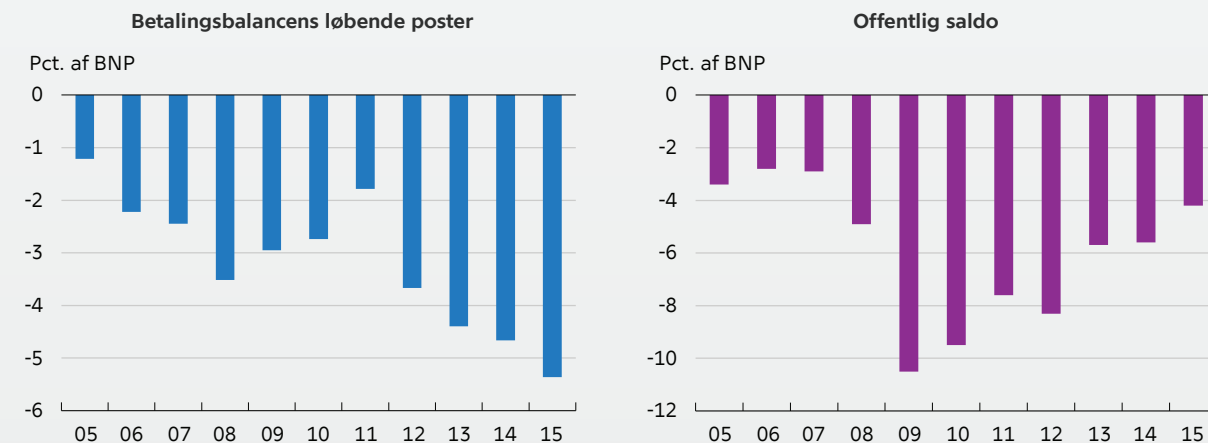
Den britiske centralbank, Bank of England, forventer også, at den økonomiske aktivitet bremser op. Derfor annoncerede den primo august en pakke med pengepolitiske lempelser for at modvirke afdæmpningen af økonomien: Den retningsangivende rente, Bank Rate, blev nedsat med 25 basispoint til 0,25 pct., der blev introduceret et Term Funding Scheme, der skal fremme transmissionen af rentenedsættelsen, opkøbsprogrammet for statsobligationer blev øget med 60 mia. pund til 435 mia. pund (i alt 23 pct. af BNP), og der blev introduceret et program for opkøb af virksomhedsobligationer for op til 10 mia. pund. Umiddelbart efter annonceringen blev pundet svækket lidt, hvilket indikerer, at udmeldingerne var lidt mere omfattende end forventet.

Studier fra bl.a. OECD og det britiske finansministerium, HM Treasury, peger på, at der også vil være store økonomiske konsekvenser for Storbritannien på længere sigt. Omfanget afhænger bl.a. af den nye handelsaftale, der skal forhandles med resten af EU. Generelt gælder, at den strukturelle vækst i Storbritannien vil være højere, jo færre hindringer for handel og arbejdskraftens mobilitet aftalen indeholder, jf. artiklen "Hvad driver den svage verdenshandel?" i denne Kvartalsoversigt. For at forhandlingerne om Storbritanniens udtrædelse af EU kan begynde, skal briterne

aktivere EU-traktatens artikel 50 om frivillig udtræden af unionen. Landet vil som udgangspunkt træde ud af EU senest to år efter aktiveringen.

Storbritannien har haft underskud på betalingsbalancens løbende poster siden 1984, og det er udvidet betydeligt de seneste år til over 5 pct. af BNP i 2015, jf. figur nedenfor (venstre). Det betyder, at landet er afhængig af fortsat kapitalindstrømning til at finansiere investeringer i realkapital og underskuddet på de offentlige finanser, jf. figur nedenfor (højre). Det er bl.a. også i det lys, at svækkelsen af pundet skal ses. En betydelig del af kapitalindstrømningen sker i form af udenlandske direkte investeringer, FDI, hvor Storbritannien er en af de største modtagere i EU. Bank of England forventer, at underskuddet på betalingsbalancen bliver reduceret i de kommende år, bl.a. fordi svækkelsen af pundet ventes at forbedre handelsbalancen. Det forudsætter dog, at import- og eksportmængden påvirkes væsentligt af ændringen i valutakursen (høj elasticitet). Det forventes endvidere, at Storbritanniens nettopassiver over for udlandet (udlandsgælden) vil falde, fordi landet har større aktiver i fremmed valuta end passiver. Det kan også føre til, at nettoformueindkomsten over for udlandet forbedres.

Dobbelt underskud i Storbritannien



Kilde: Macrobond.

Vækstøkonomiernes fremgang i den økonomiske aktivitet er bremset lidt op. Væksten i den kinesiske økonomi er aftaget gennem de seneste år, og dermed fortsætter tendensen til en gradvis overgang til lavere vækstrater, der ligger tættere på dem i de øvrige vækstøkonomier. Det skal ses i lyset af, at Kinas økonomi i disse år er ved at blive transformeret, så væksten i højere grad end tidligere drives af udviklingen i det private forbrug frem for af investeringer og eksport. De kinesiske myndigheder understøtter den økonomiske udvikling gennem finanspolitiske stimuli og en lempelig pengepolitik, som er med til at begrænse byrden ved at servicere den høje private gæld. Blandt de øvrige vækstøkonomier har Rusland og Brasilien været hårdt ramt af faldet i råvarepriserne, men der er nu små tegn på bedring i begge lande. Det skyldes bl.a., at olieprisen er steget siden årsskiftet.

I Sverige er væksten bremset lidt op de seneste kvartaler. Det skyldes bl.a., at eksporten er faldet og investeringsvæksten aftaget. Det lave renteniveau har medvirket til, at boligpriserne er steget kraftigt gennem flere år. Den svenske centralbank, Sveriges Riksbank, har advaret om, at et potentielt scenarie med store boligprisfald og høj gældssætning kan føre til en længerevarende recession.

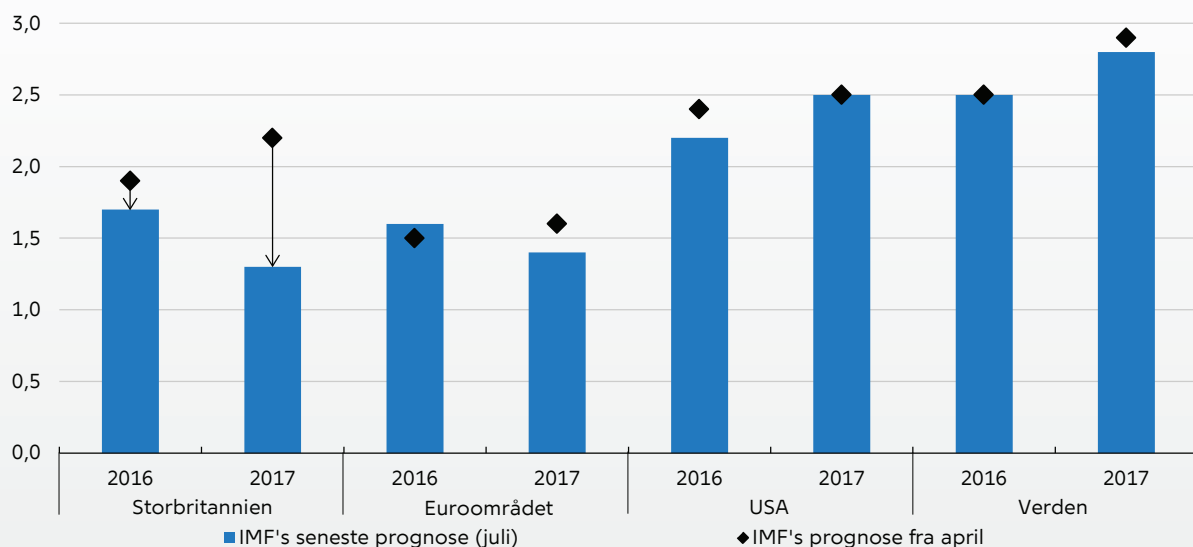
I Norge har økonomien de seneste par år været ramt af faldet i olieprisen, som har ført til, at investeringerne i energiproduktionen er faldet væsentligt. Særligt regioner, som er involveret i olieproduktionen, har mærket vækststopbremsningen. Den norske økonomi understøttes dog af, at renterne er lave og finanspolitikken lempelig. Den effektive norske kronekurs er svækket med ca. 20 pct. siden begyndelsen af 2013, og det har medvirket til et løft i den årlige stigningstakt i forbrugerpriserne til 5 pct. i juli.

Den Internationale Valutafond, IMF, vurderer i sin seneste prognose fra juli, at det globale konjunkturbillede er omtrent uændret på trods af Storbritanniens EU-afstemning, jf. figur 5. Væksten i den globale økonomi ventes således stadig at stige lidt i 2017, herunder fordi den økonomiske aktivitet ventes at tiltage i USA. Brexit ventes dog at få en afdæmpende virkning på den britiske økonomi, og vækstsønnet for Storbritannien er derfor markant nedjusteret. For euroområdet ventes også en mindre afdæmpning, bl.a. via effekter af øget usikkerhed. IMF fremhæver, at de nedadrettede risici er øget, fordi der er markant økonomisk, politisk og institutionel usikkerhed forbundet med Storbritanniens situation og de kommende udtrædelsesforhandlinger med resten af EU.

Det globale konjunkturbillede er omtrent uændret på trods af Brexit-afstemningen

Figur 5

Realvækst i BNP, pct. år-år



Anm.: Op- eller nedjustering i forhold til IMF's prognose fra april 2016.
Kilde: IMF, *World Economic Outlook Update*, juli 2016.

STIGENDE REALLØN OG LAV INFLATION I EUROOMRÅDET OG USA

På trods af, at beskæftigelsen er steget, har den nominelle lønudvikling i euroområdet og USA været moderat de seneste år, jf. figur 6 (venstre). Det skal imidlertid ses i lyset af, stigningstakten i forbrugerpriserne har været lav. Reallønnen er således steget hurtigere end i årene op til finanskrisen, jf. figur 6 (højre). Den længere periode med svag prisudvikling kan have ført til, at arbejdstagerne har nedjusteret deres inflationsforventninger og dermed deres krav til nominelle lønstigninger.

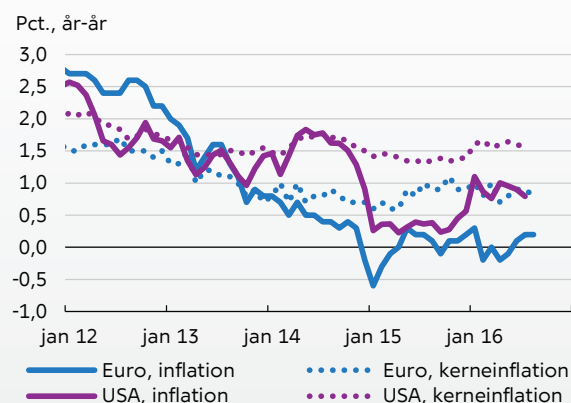
Der kan også være andre forklaringer på, at de nominelle lønninger er steget moderat. For det første har der hidtil været ledig arbejdskraft, selv om ledighedsgabet er blevet kraftigt indsnævret i mange lande. Det drejer sig fx om personer, der arbejder på deltid, men som ønsker at arbejde på fuld tid, eller personer, som har stået uden for arbejdsmarkedet gennem kriseårene, og som nu ser en mulighed for at vende tilbage. For det andet har væksten i produktiviteten været afdæmpet, hvilket isoleret set har reduceret virksomhedernes indtjeningsvækst og dermed muligheden for at give højere løn. Derudover har Federal Reserve fremført, at lønningerne allerede er høje, fordi mange virksomheder ikke kunne eller ville sætte lønniveauet ned under finanskrisen. De har derfor

efterfølgende kunnet tiltrække arbejdskraft uden at sætte lønningerne op.

I euroområdet steg forbrugerpriserne med 0,2 pct. år til år i august, og stigningstakten var dermed positiv for tredje måned i træk, jf. figur 7. De seneste måneder er det negative bidrag fra udviklingen i energipriserne blevet reduceret (basiseffekter). Kerneinflationen, målt ved den år-

Prispresset er lavt i både euroområdet og USA

Figur 7

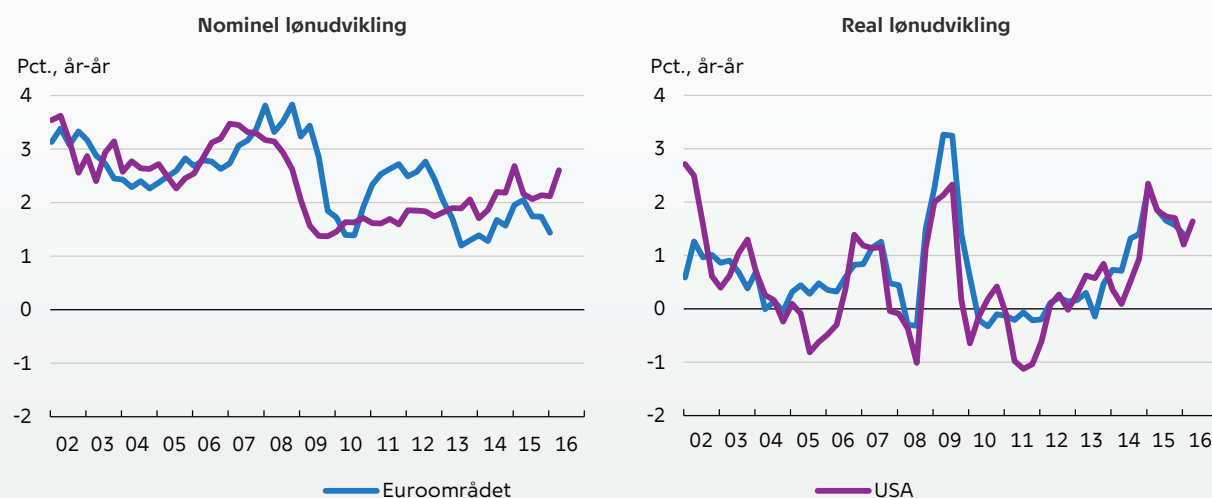


Anm.: Der er vist HICP-inflation for euroområdet og PCE-inflation for USA.

Kilde: Macrobond.

Den nominelle lønudvikling er afdæmpet – men reallønnen stiger pænt i både euroområdet og USA

Figur 6



Anm.: Lønudvikling i den private sektor. Højre figur: For USA er der deflateret med privatforbrugsdeflatoren, PCE, og for euroområdet med det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

lige stigning i forbrugerprisindekset ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak, har været knap 1 pct. det seneste år.

I USA steg inflationen i slutningen af 2015 målt ved privatforbrugsdeflatoren, PCE, som er Federal Reserves foretrukne mål for inflationen, og siden årsskiftet har PCE været ca. 1 pct. Kerneinflationen har ligget på lidt over 1,5 pct.

RENTEN FORVENTES LAV I LANG TID I BÅDE EUROOMRÅDET OG USA

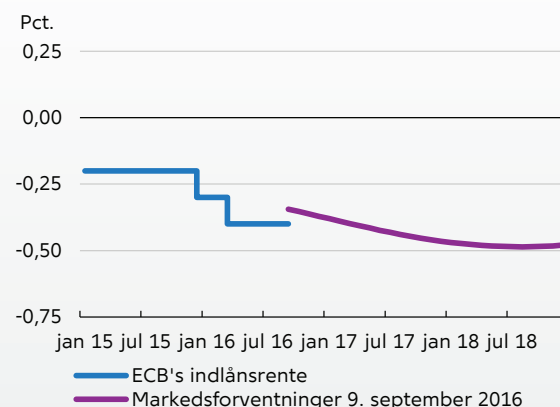
ECB holdt pengepolitikken uændret ved rentemødet 8. september. Dagen efter Storbritanniens EU-afstemning nedjusterede markedsdeltagerne deres forventninger til fremtidige stigninger i den pengepolitiske rente i euroområdet. Det afspejlede formentlig en forventning om svagere vækstudsigter. De implicitte markedsforventninger viser medio september, at renten først ventes sat op efter 2018, jf. figur 8.

I USA valgte FOMC at holde den pengepolitiske rente uændret i forbindelse med mødet i juli. Ved mødet i juni nedjusterede FOMC sine forventninger til renteutviklingen. Et flertal af FOMC-medlemmerne mente fortsat, at en rentestigning på i alt 0,5 procentpoint i 2016 ville være passende, men forventningerne til renteniveauet ved udgangen af 2017 og 2018 blev sat væsentligt ned, jf. figur 9 (venstre). Dermed fortsætter medlemmerne med at nedjustere forventningerne til niveauet

for de pengepolitiske renter, jf. figur 9 (højre), som historisk har været væsentligt højere i forbindelse med højkonjunkturer. Markedsdeltagernes forventninger til renteutviklingen blev nedjusteret efter Brexit-afstemningen, men er sidenhen reverseret og ligger nu lidt over niveauet før afstemningen. Der er dog stadig stor forskel mellem FOMC's og markedets forventninger.

Renterne i euroområdet ventes lave i lang tid

Figur 8



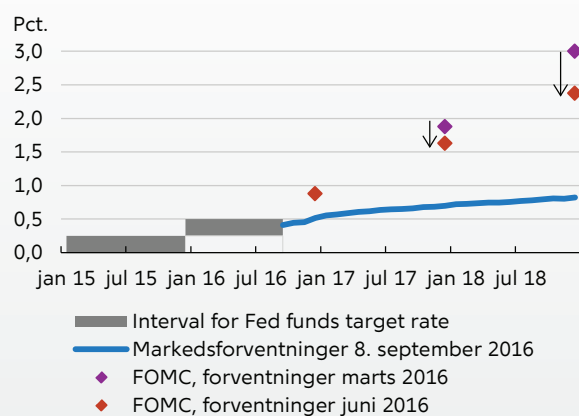
Anm.: De implicitte markedsforventninger er beregnet ud fra renterne på Overnight Interest Swaps.

Kilde: Scanrate Rio og Macrobond.

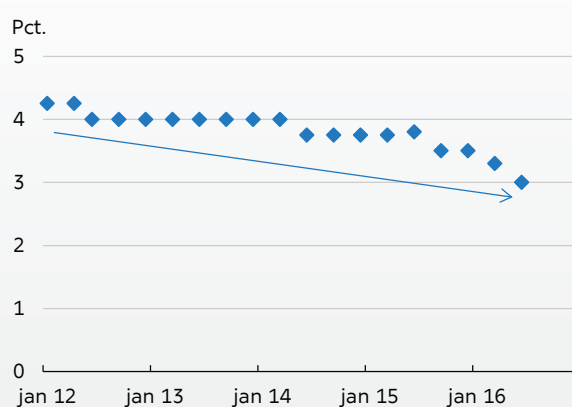
Forventningerne til rentestigninger i USA blev nedjusteret i juni

Figur 9

Fed funds target rate og forventninger til renteutviklingen



Medianskøn for FOMC's forventninger til Federal funds rate på mellemlangt sigt



Anm.: Venstre figur: Markedsforventningerne er beregnet ud fra Fed funds futures. Højre figur: Medianskønnet er blevet offentliggjort siden 2012.
Kilde: FOMC og Macrobond.

Den japanske centralbank, Bank of Japan, holdt renten og programmet for opkøb af statsobligationer uændret ved mødet ultimo juli. Den besluttede dog at fordoble opkøbet i børsnoterede investeringsforeninger til ca. 1 pct. af BNP.

DE FINANSIELLE MARKEDER ER FALDET TIL RO IGEN EFTER BREXIT-AFSTEMNINGEN

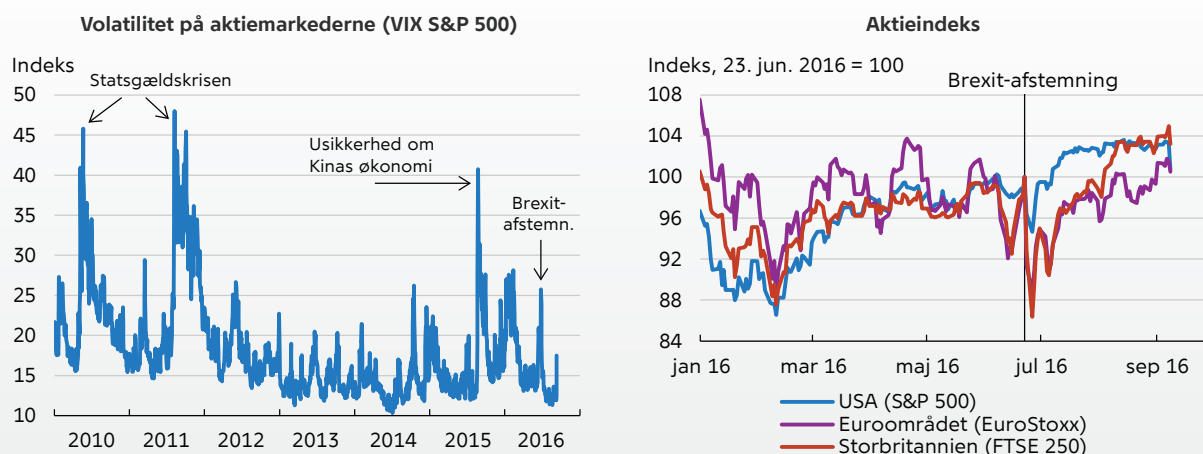
Udviklingen på de finansielle markeder stabiliserede sig i løbet af juli, efter at der var store bevægelser i forbindelse med Storbritanniens EU-afstemning, jf. figur 10 (venstre). I euroområdet faldt det toneangivende aktieindeks, EuroStoxx, 9 pct. dagen efter afstemningen, men medio september

var kurserne tilbage på niveauet fra før afstemningen, jf. figur 10 (højre). I USA faldt aktiekurserne lidt mindre, og i juli satte det toneangivende indeks, S&P 500, flere gange nye rekorder. Det afspejlede bl.a. flere gode nøgletal for den amerikanske økonomi.

Renterne på statsobligationer i euroområdet er generelt fortsat med at falde de seneste måneder. De steg kortvarigt i bl.a. Spanien og Italien i forbindelse med Brexit-afstemningen, men medio september var de 10-årige statsobligationsrenter i Spanien, Italien og Irland tæt på det laveste nogensinde, jf. figur 11 (venstre). Det er bl.a. en konsekvens af ECB's opkøbsprogram. Renten på

Aktiekurserne er steget igen efter store bevægelser i forbindelse med Brexit-afstemningen

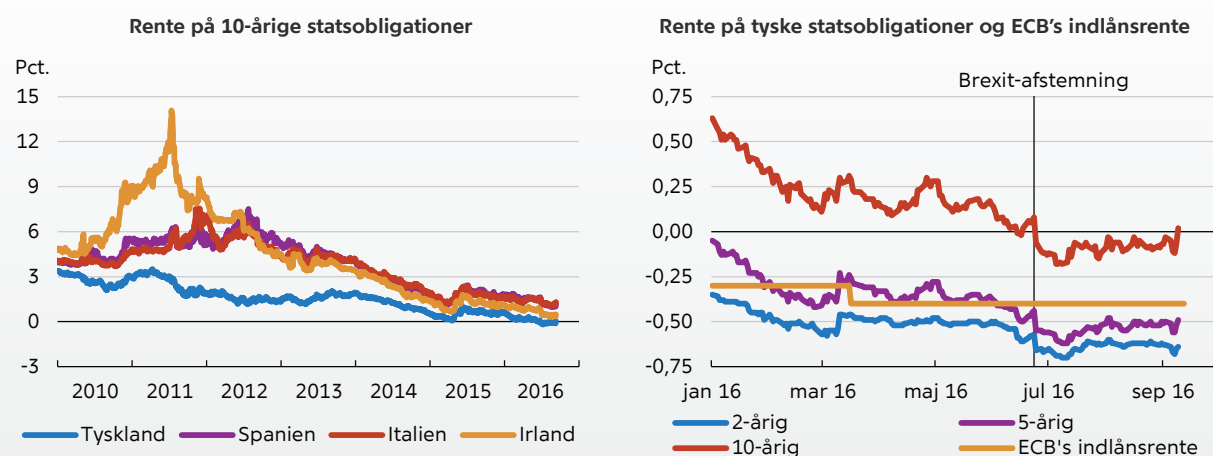
Figur 10



Kilde: Macrobond.

Statsobligationsrenterne i euroområdet er historisk lave

Figur 11



Kilde: Macrobond.

tyske statsobligationer fortsatte også med at falde, især i dagene efter Brexit-afstemningen, jf. figur 11 (højre), hvor usikkerheden fik investorerne til at søge mod mere sikre aktiver. I løbet af juni kom renten på både 5-, 6- og 7-årige tyske statsobligationer under -0,4 pct., og ECB kunne derfor ikke længere købe dem under opkøbsprogrammet. Det skyldes, at grænsen er renten på ECB's indlånsfacilitet, som aktuelt er -0,4 pct. Siden begyndelsen af juli er de tyske renter steget lidt igen, men renten på de 5- og 6-årige statsobligationer er dog stadig under -0,4 pct.

I slutningen af juli offentliggjorde Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, EBA, resultaterne af den fælles europæiske stresstest for 2016. Den omfatter 51 europæiske banker, heraf tre danske.¹ Bankerne viste generelt stor robusthed, hvilket især skyldes, at de var bedre kapitaliseret end ved den tilsvarende øvelse i 2014. Der var dog stor forskel på, hvordan de klarede testen. Italiens tredjestørste bank, Banca Monte dei Paschi di Siena, klarede sig dårligst. Det medvirkede til, at den fremlagde en genopretningsplan samme dag, som testen blev offentliggjort.

Efter at stresstesten var offentliggjort, faldt bankernes aktiekurser, især i Italien, hvor de faldt 5 pct., jf. figur 12. Det kan bl.a. afspejle, at testen har sat yderligere fokus på, at nogle banker i euroområdet er udfordret af, at de har en stor andel misligholdte lån. Bankaktierne faldt dog væsentligt mere efter Storbritanniens EU-afstemning. Det skal ses i lyset af, at udsigten til Brexit har øget usikkerheden om bankernes indtjening og generelt skabt usikkerhed for den finansielle sektor på grund af Londons status som finansielt centrum. Udviklingen er næsten reverseret siden Brexit-afstemningen, men bankaktierne – særligt de italienske – ligger på et lavt niveau i forhold til årets begyndelse.

FINANSPOLITIKKEN I EUROOMRÅDET ER SVAGT LEMPELIG

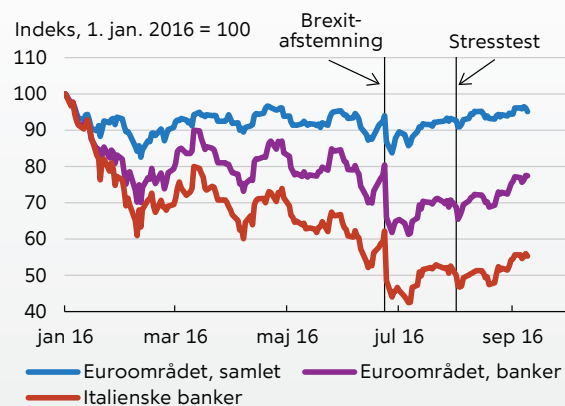
Det offentlige underskud i euroområdet blev reduceret betydeligt frem til 2015, jf. figur 13 (venstre). Det skyldes især, at finanspolitikken blev strammet i mange eurolande i årene efter finanskrisen. Samtidig har det økonomiske opsving og lave renteudgifter bidraget til at forbedre de offentlige finanser.

I euroområdet under ét lempes finanspolitikken lidt i 2016, jf. figur 13 (højre). Det afspejler bl.a., at de offentlige udgifter stiger i nogle lande, fordi antallet af asylansøgere stiger. Nogle lande konsoliderer dog fortsat deres offentlige finanser. Frankrig, Grækenland, Kroatien, Portugal, Spanien og Storbritannien er stadig i EU's underskudsprocedure og har henstillinger om at gennemføre finanspolitiske stramninger for at bringe det offentlige underskud ned under 3 pct. af BNP inden en given frist. I august vedtog Ecofin-Rådet endvidere at give en skærpet henstilling til Portugal og Spanien, fordi de ikke har efterlevet deres henstillinger i tilstrækkelig grad, jf. boks 3.

Ecofin-Rådet besluttede i juni at ophæve underskudsproceduren for Cypern, Irland og Slovenien, fordi de havde bragt deres underskud ned under 3 pct. af BNP. For Cyperns vedkommende var det et år før fristen.

Bankaktier i euroområdet påvirket af Brexit-afstemningen og EU's stresstest

Figur 12



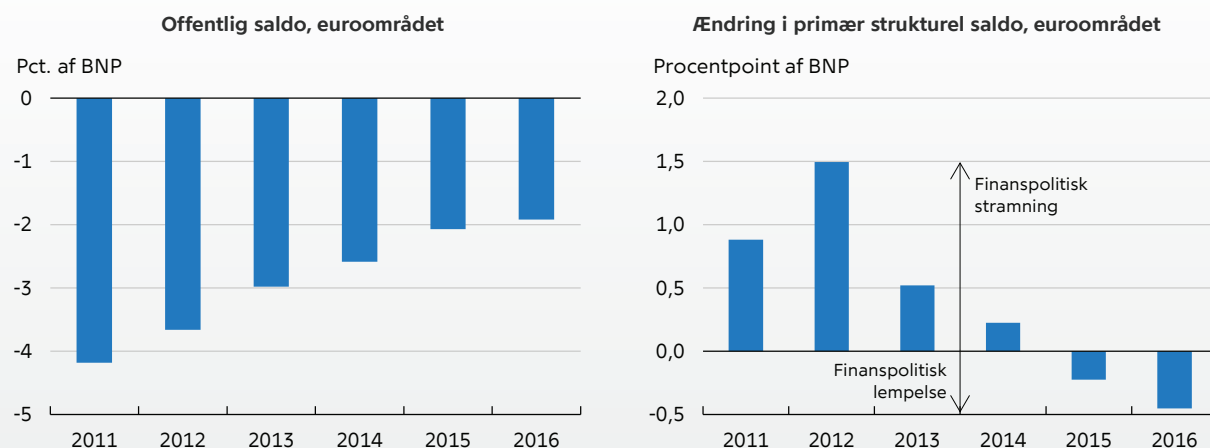
Anm.: For euroområdet er vist EuroStoxx og EuroStoxx Banks.
For italienske banker er vist FTSE Banks.

Kilde: Macrobond.

1 Fra Danmark deltog Danske Bank, Nykredit og Jyske Bank. Derudover har Finanstilsynet gennemført en tilsvarende stresstest af Sydbank for at opnå en større dækningsgrad af den danske banksektor.

Finanspolitikken i euroområdet er svagt lempelig

Figur 13



Kilde: Europa-Kommissionen.

Europa-Kommissionen foreslår yderligere finanspolitiske stramninger i Portugal og Spanien

Boks 3

Ecofin-Rådet besluttede i juli, at Spanien og Portugal ikke i tilstrækkelig grad havde efterlevet deres henstillinger om at reducere de offentlige underskud. Rådet besluttede efterfølgende at give en skærpet henstilling (pålæg) til de to lande for at bringe underskuddet vedvarende under 3 pct. af BNP. Det er fjerde gang, at et euroland får tildelt et pålæg – Grækenland, Tyskland og Belgien har tidligere fået et.

Kommissionen har foreslået, at Portugal skal levere ekstra finanspolitiske stramninger for 0,25 pct. af BNP i 2016 i forhold til stramningerne indeholdt i budgettet for 2016. Det skal bidrage til at reducere det offentlige underskud til 2,5 pct. af BNP i 2016. Landet havde tidligere frist til 2015 for at bringe underskuddet under de 3 pct. af BNP. I forhold til Spanien har Kommissionen foreslået at udskyde landets frist fra 2016 til 2018. For at reducere underskuddet tilstrækkeligt skal Spanien endvidere gennemføre ekstra finanspolitiske stramninger svarende til 0,5 pct. af BNP i både 2017 og 2018

i forhold til de stramninger, som Kommissionen har inkluderet i sin prognose fra maj. Begge lande skal fremlægge en rapport om de finanspolitiske stramninger for Kommissionen inden 15. oktober sammen med forslaget til finanslov for 2017.

Med det reviderede finanspolitiske regelsæt fra 2011, den såkaldte "Six Pack", er det blevet muligt at tildele eurolandene bøder på op til 0,2 pct. af BNP, når de får et pålæg. Bøden kan dog nedsættes eller annulleres under særlige omstændigheder. Derudover kan midler fra strukturfondene suspenderes. Både Portugal og Spanien stod til at få en bøde, hvilket ville være første gang, at de nye regler blev anvendt. Kommissionen har dog foreslået at annullere begge bøder med henvisning til, at de to lande allerede har konsolideret finanspolitikken betydeligt og gennemført omfattende strukturreformer. Spørgsmålet om suspension af midler fra strukturfondene er udskudt til efteråret.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

STABIL KRONE PÅ DEN STÆRKE SIDE AF CENTRAKKURSEN

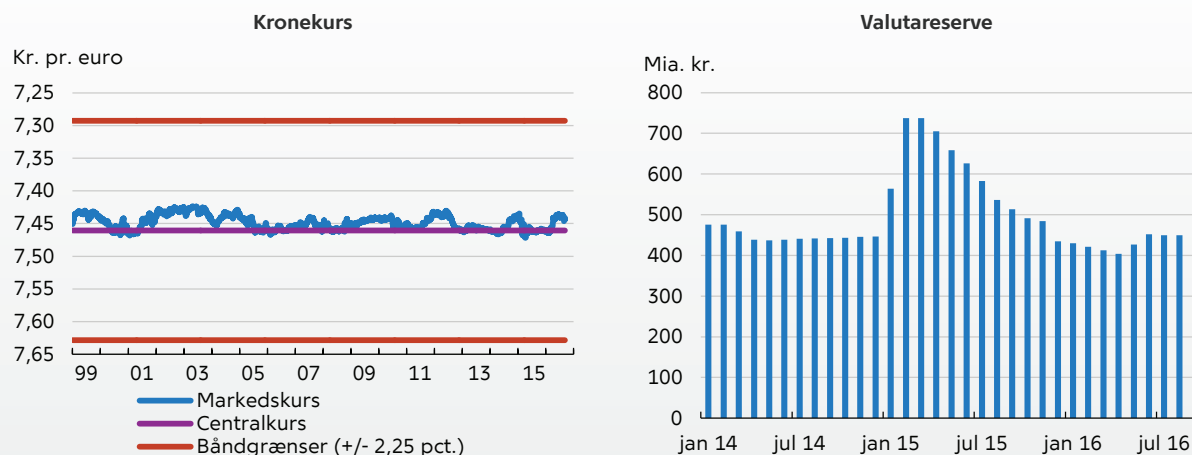
Kronen har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen lidt over centralkursen i ERM2, jf. figur 14 (venstre). Den tiltagende usikkerhed på de europæiske finansielle markeder forud for Storbritanniens EU-afstemning den 23. juni fik efterspørgslen efter kroner til at stige, og Nationalbanken intervenerede ved at købe valuta for knap 50

mia. kr. i maj og juni. Udenlandske investorer købte aktier i Dong ved børsnoteringen i juni bidrog også til efterspørgslen efter kroner. Størstedelen af interventionerne i juni fandt sted før afstemningen om Storbritanniens EU-medlemskab.

Uroen på de finansielle markeder efter afstemningen aftog betydeligt i de følgende dage, og den øgede efterspørgsel efter kroner var tilsvarende kortvarig. Nationalbanken intervenerede ikke i

Kronen er på den stærke side af centralkursen

Figur 14



Anm.: Venstre figur: Omvendt skala. Seneste observation er 9. september 2016.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

juli og august, og valutareseven var 449,8 mia. kr. ved udgangen af august, jf. figur 14 (højre).

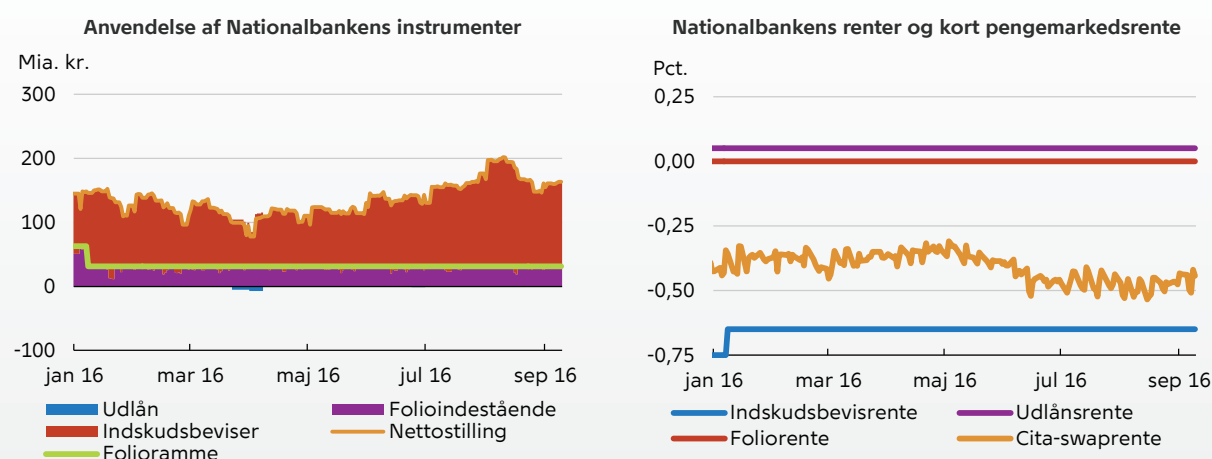
Nationalbanken har fastholdt indskudsbevisrenten på -0,65 pct. siden januar, og ECB har fastholdt den toneangivende pengepolitiske rente på -0,40 pct. siden marts. Dermed er det pengepolitiske rentespænd til euroområdet fortsat -0,25 procentpoint.

LAVERE PENGEMARKEDSRENTER

Bankernes nettostilling over for Nationalbanken er steget betydeligt siden april og er nu omkring 160 mia. kr., jf. figur 15 (venstre). Stigningen skyldes bl.a., at Nationalbanken inter文nerede ved at sælge kroner som følge af valuta-indstrømmingen i maj og juni. Den øgede kronelikviditet for banksektoren som helhed forrentes med ind-

Bankernes nettostilling er steget og pengemarkedsrenterne er faldet

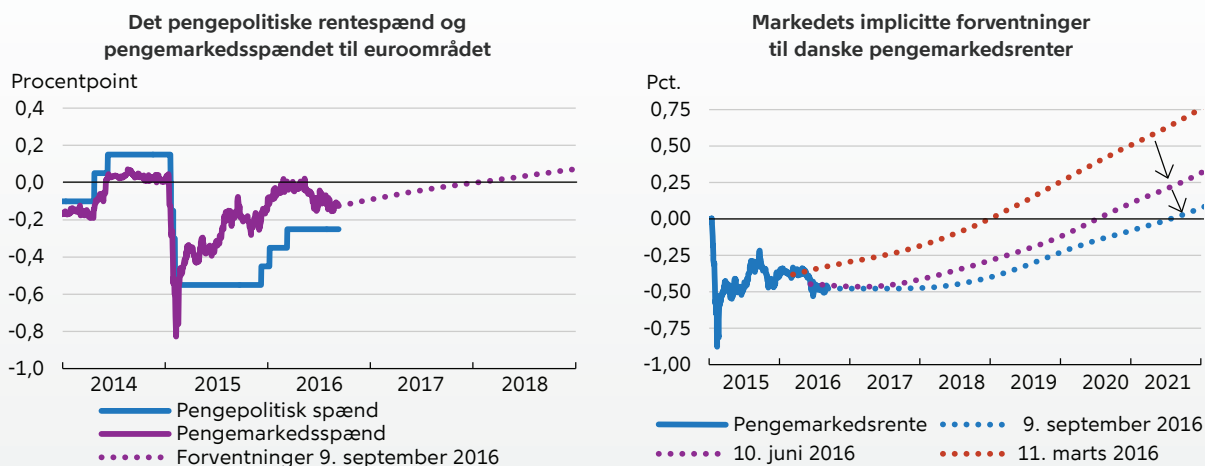
Figur 15



Anm.: Seneste observation er 9. september 2016. Venstre figur: Nettostillingen betegner de pengepolitiske modparter samlede nettomellemværende i kroner med Nationalbanken. Den er defineret som modparternes beholdning af indskudsbeviser og indestående på foliokonti fratrasket de pengepolitiske lån. Højre figur: Den viste Cita-swaprente har en løbetid på 1 måned.
Kilde: Thomson Reuters Datastream og Danmarks Nationalbank.

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

Figur 16



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: Den viste pengemarkedsrente er en 3-måneders Cita-swaprente. De stiplede linjer er implicitte forwardrenter beregnet ud fra Cita-renteswaps med forskellige løbetider og angiver, hvad 3-måneders pengemarkedsrenten på et givet tidspunkt i fremtiden forventes at være.

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

skudsbevisrenten på -0,65 pct. Samtidig med at nettostillingen er steget, er de danske pengemarkedsrenter faldet omkring 15 basispoint og har hen over sommeren været ca. 15 basispoint over indskudsbevisrenten, jf. figur 15 (højre).

Faldet i de danske pengemarkedsrenter i de seneste tre måneder har bevirket, at spændet mellem pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet igen er blevet negativt efter at have været omkring nul i begyndelsen af 2016, jf. figur 16 (venstre). Renteforventninger beregnet på baggrund af aktuelle renter med længere løbetid indikerer, at markedets forventninger om, at ECB vil sætte renten yderligere ned, tog til i perioden op til Storbritanniens EU-afstemning. Forventningerne har været nærmest uændrede siden.

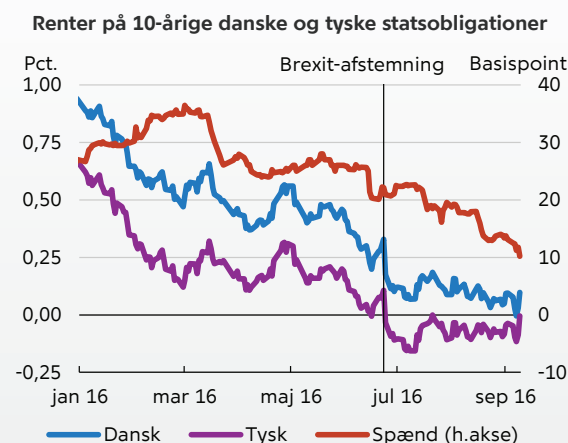
Udviklingen i euroområdet har også påvirket forventningerne til de danske pengemarkedsrenter. Markederne indregner, at de vil stige langsomt, end de indregnede tidligere på året, jf. figur 16 (højre). Pengemarkedsrenterne forventes først at være positive igen om fem år.

FORTSAT MEGET LAVE OBLIGATIONSRENTER

På linje med statsobligationsrenterne i Tyskland og en række europæiske kernelande faldt de danske statsobligationsrenter i ugerne op til og

Statsrentespænd til Tyskland er indsnævret yderligere

Figur 17

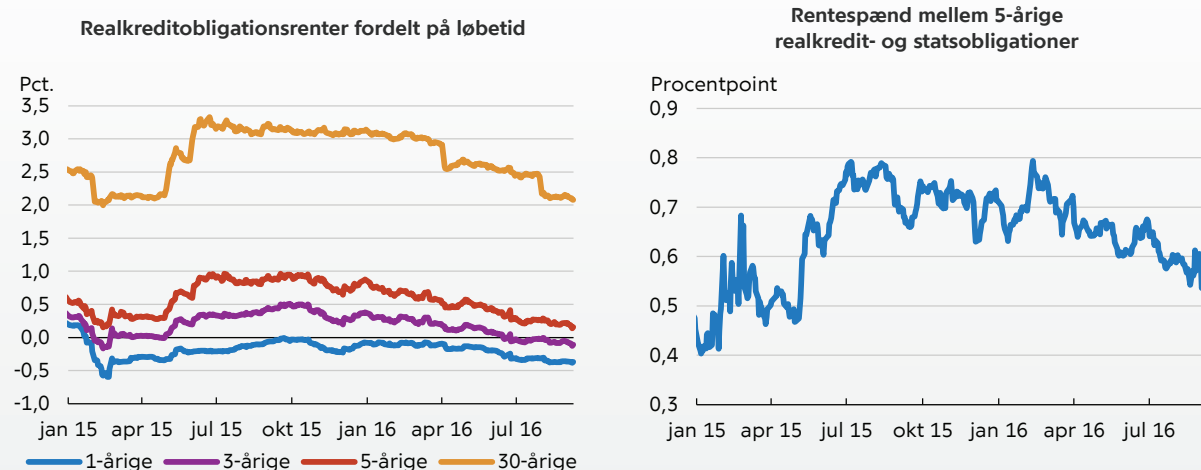


Anm.: Parrenter. Seneste observation er 9. september 2016.
Kilde: Nordea Analytics.

i dagene efter Storbritanniens EU-afstemning. Efterfølgende har den 10-årige danske statsobligationsrente været omtrent uændret, mens den tilsvarende tyske er steget lidt, jf. figur 17. Dermed er rentespændet til Tyskland indsnævret yderligere og er nu godt 10 basispoint. De seneste

Realkreditobligationsrenter er faldet og spændet til statsobligationsrenterne er indsnævret

Figur 18



Anm.: Seneste observation er 8. september 2016. Venstre figur: Den 1-, 3- og 5-årige rente er baseret på obligationer bag rentetilpasningslån. Den 30-årige rente er den effektive rente baseret på konverterbare realkreditobligationer. Der er skift af bagvedliggende benchmarkobligationer i februar 2015, maj 2015, juni 2015, april 2016 og august 2016. Højre figur: Spænd mellem 5-årige realkredit- og statsobligationsrenter. Nulkuponrenter.

Kilde: Nordea Analytics og Danmarks Nationalbank.

måneders indsnævring af rentespændet følger udviklingen i lande som fx Holland og Østrig.

Hen over sommeren faldt realkreditobligationsrenterne for alle løbetider, jf. figur 18 (venstre). Da faldet var lidt kraftigere end for statsobligationsrenterne, blev spændet mellem realkredit- og statsobligationsrenterne indsnævret yderligere, jf. figur 18 (højre).

De seneste måneders fald i de lange realkreditobligationsrenter har gjort det mere fordelagtigt for husholdninger med fastforrentede lån at konvertere til lån med en lavere kuponrente. Forud for fristen ultimo juli blev der opsagt fastforrentede realkreditlån for knap 50 mia. kr. til oktoberterminen. Det er mere end dobbelt så meget som til juliterminen, men væsentligt under sidste års konverteringsbølge, hvor der ved årets første tre terminer blev konverteret for knap 100 mia. kr. i gennemsnit.

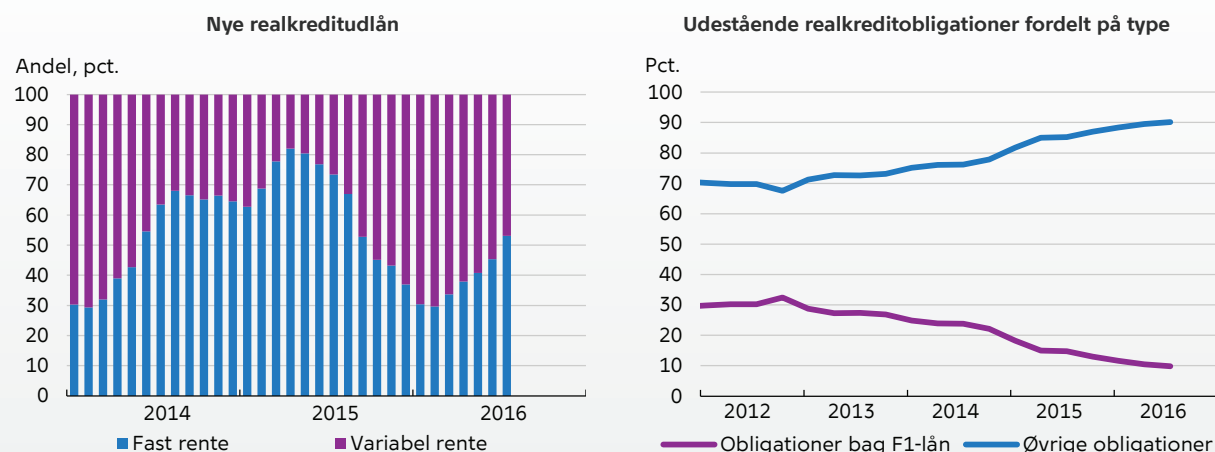
I august holdt realkreditinstitutterne refinansieringsauktioner for obligationer bag lån med rentetilpasning til oktober. For de variabelt forrentede obligationer blev der udstedt nye obligationer på niveau med mængden af obligationer, der udløb, mens refinansieringsgraden for obligationerne bag rentetilpasningslån var væsentligt lavere. Det relativt lave salg af disse obligationer

skal ses i lyset af, at spændet mellem lange og korte realkreditobligationsrenter er reduceret i løbet af det seneste år. Dertil kommer, at flere realkreditinstitutter ændrer bidragsstrukturen i løbet af 2. halvår 2016 for at tilskynde låntagere til at optage lån med lang rentebinding og afdrag. Bidragssatserne stiger mest for lån med 1-3 års rentebinding. Totalkredits bidragsstigning pr. 1. juli 2016 har indtil videre betydet, at den gennemsnitlige bidragssats på obligationsbaserede lån til husholdningerne steg 6 basispoint fra juni til juli.

Den lavere forskel mellem lange og korte realkreditobligationsrenter og de varslede bidragsstigninger har bidraget til, at den gennemsnitlige rentebindingstid på realkreditinstitutternes nyudlån er steget yderligere i løbet af det seneste kvartal. Andelen af nyudlån med fast rente er steget på bekostning af lån med kortere rentebindingstid, jf. figur 19 (venstre). Særligt mængden af udestående obligationer bag de 1-årige rentetilpasningslån er reduceret i løbet af de seneste år. De udgør nu for første gang, siden de blev introduceret, under 10 pct. af de udestående realkreditobligationer, jf. figur 19 (højre).

Rentebindingstiden på nye realkreditudlån øges fortsat

Figur 19



Anm.: Seneste observation er juli 2016. Venstre figur: 3 måneders glidende gennemsnit af nye realkreditudlån til lønmodtagere, pensionister, mv. De forskellige låntyper er estimeret på baggrund af deres rentebindingsperiode. "Fast rente" dækker over lån med en rentebindingstid over 10 år, mens "variabel rente" dækker over lån med en rentebindingstid til og med 10 år.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

UDLÅNSRENTER TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV FALDER LANGSOMT

Pengeinstitutternes gennemsnitlige renter på udlån til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder er faldet en smule hen over sommeren, jf. figur 20 (venstre). Samlet set er udlånsrenterne faldet omkring det samme som Nationalbankens indskudsbevisrente, siden kronen var under pres i januar og februar sidste år.

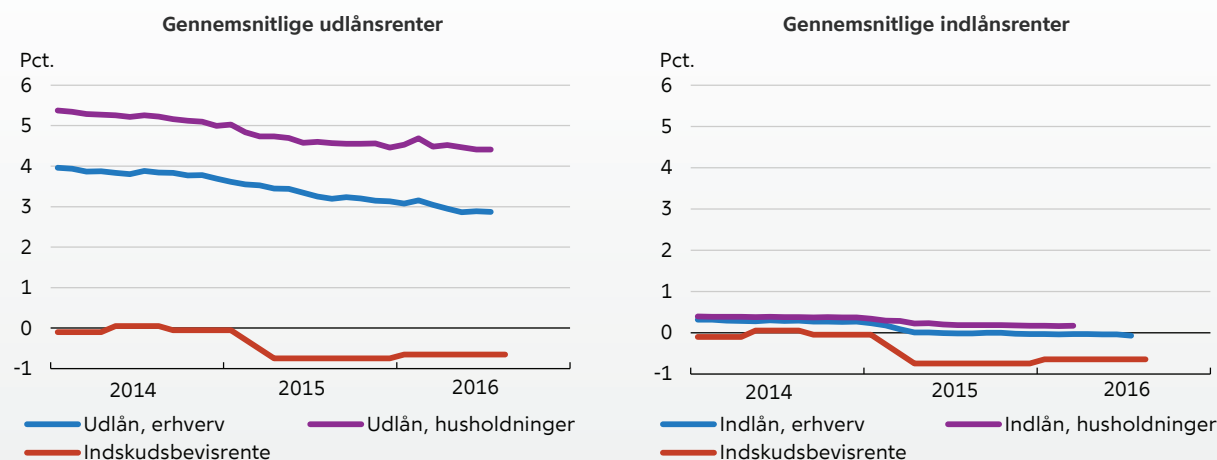
Indlånsrenterne har i de seneste måneder været nogenlunde uændrede, jf. figur 20 (højre). For husholdningerne er de gennemsnitlige indlånsrenter fortsat positive, mens de for erhverv er svagt negative.

ØGET KREDITGIVNING TIL ERHVERV

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til erhverv er steget 2,6 pct. i det seneste år. Det af-

Pengeinstitutternes gennemsnitlige ind- og udlånsrenter til husholdninger og erhverv

Figur 20

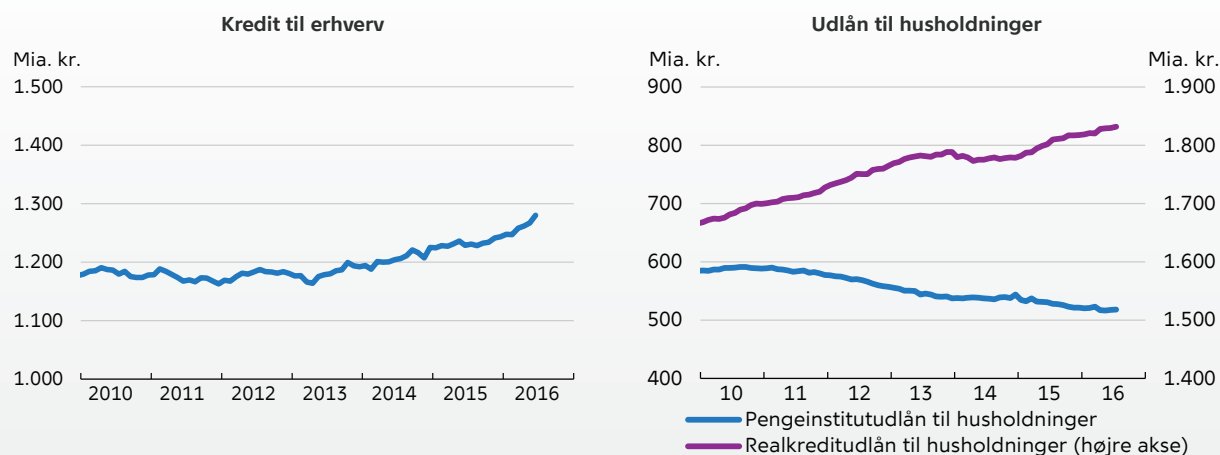


Anm.: Venstre figur: Seneste observation for de gennemsnitlige udlånsrenter er juli 2016. Højre figur: Seneste observation for indlånsrenter til erhverv er juli 2016. Indlånsrenterne for husholdningerne er korregeret for udlånsrelaterede indlån. Seneste observation er april 2016.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Penge- og realkreditinstitutternes kredit til husholdninger og erhverv

Figur 21



Anm.: Venstre figur: Udlån og udestående erhvervsobligationer er opgjort til nominel 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 juli 2016.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

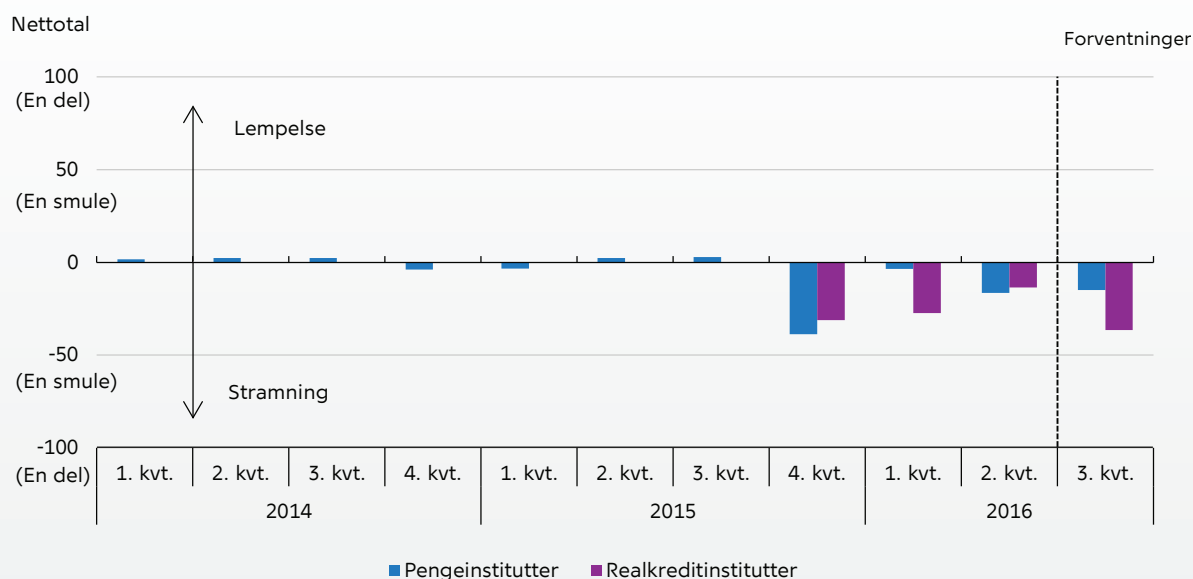
spejler, at realkreditinstitutternes udlån til erhverv fortsat er steget, mens pengeinstitutternes udlån i 2016 også er vokset svagt. Dertil kommer, at virksomhederne over en årrække har øget deres låntagning via udstedelse af erhvervsobligationer. Den samlede kreditgivning til erhverv er dermed vokset stabilt siden 2013, jf. figur 21 (venstre). Realkreditlån er fortsat husholdningernes klart største finansieringskilde med en andel af de samlede udlån på 78 pct.

LIDT STRAMMERE KREDITSTANDARDER OVER FOR HUSHOLDNINGER

I den seneste udlånsundersøgelse angav både penge- og realkreditinstitutter, at de strammede kreditstandarderne over for husholdningerne igen i 2. kvartal 2016, jf. figur 22. Især realkreditinstitutterne forventer også at stramme kreditpolitikken i 3. kvartal. Det ses bl.a. ved, at flere realkreditinstitutter har forhøjet deres bidragssatser. Kreditstandarderne over for erhverv er lempet marginalt i 2. kvartal, og penge- og realkreditinstitutterne forventer også mindre lempelser i 3. kvartal.

Penge- og realkreditinstitutternes kreditstandarder over for husholdninger er strammet

Figur 22



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. Nettotallet kan dermed ligge mellem -100 og 100. Et negativt tal indikerer en stramning og et positivt en lempelse. Fx vil et nettotal på -100 (100) svare til, at alle institutter har strammet (lempet) kreditstandarderne en del, mens et nettotal på -50 (50) kan svare til, at alle institutter har strammet (lempet) kreditstandarderne lidt.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DANSK ØKONOMI

MANGEL PÅ ARBEJDSKRAFT KAN HÆMME OPSVINGET

Den solide fremgang på arbejdsmarkedet fortsatte i 2. kvartal. Samlet er beskæftigelsen vokset med knap 30.000 personer i 1. halvår. I forhold til kvartalet før steg det reale BNP 0,5 pct. i 2. kvartal især trukket af det private forbrug og vareeksporten, jf. figur 23 (venstre) og tabel 1.

Den private sektor er blevet styrket i den løbne del af året med fremgang i produktionen og pæne overskud i virksomhederne. Det ventes at fortsætte. Efter den britiske beslutning om at forlade EU-samarbejdet, der tilsyneladende først effektueres om adskillige år, er den ventede eksportmarkedsvækst nedjusteret en smule. Det er også muligt, at vi vil se en lidt mindre forbrugs- og investeringslyst. Svækkelsen af det britiske pund er stort set blevet opvejet af en styrkelse af dollar og yen, så alt i alt er der kun sket en moderat stigning i den effektive kronekurs, ligesom der kun er sket en begrænset nedjustering af skønnet for den fremadrettede vækst på de danske

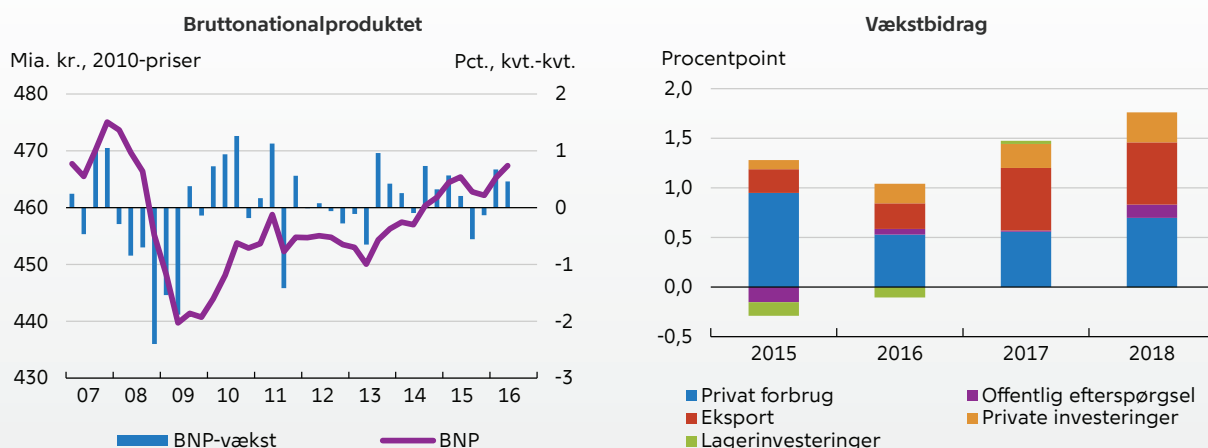
eksportmarkeder. Renterne har ligget fladt hen over sommeren på et lavt niveau, og boligpriserne samt de disponible indkomster stiger. Der er dermed fortsat stærke stimuli, der understøtter efterspørgslen i dansk økonomi.

På den baggrund ventes en vækst i det reale BNP på 0,9 pct. i år, som øges til 1,5 pct. næste år og 1,8 pct. i 2018. Det er stort set uændret i forhold til prognosen fra juni. Væksten i år trækkes hovedsagelig af privat efterspørgsel, jf. figur 23 (højre). I 2017 og 2018 kommer de største vækstbidrag fra det private forbrug og eksporten, mens de private investeringer bidrager mere moderat.

Beskæftigelsen er fra 4. kvartal 2012 til 2. kvartal 2016 steget med 105.000 personer. Frem til 4. kvartal 2018 ventes en yderligere stigning på 50.000 personer. Alle ledige ressourcer på arbejdsmarkedet er allerede i anvendelse, og der er tegn på, at presset stiger. Det gælder især inden for bygge- og anlægssektoren, der traditi-

Den private efterspørgsel trækker væksten i 2016

Figur 23



Anm.: Højre figur: Vækstbidragene er korrigeret for gennemsnitligt importindhold.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

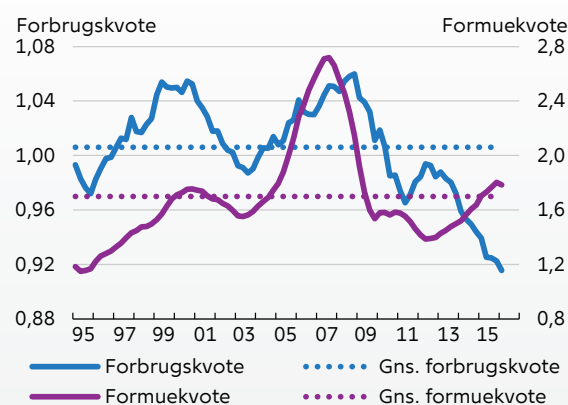
onelt er konjunkturfølsomt, men på det seneste også inden for industrien. Der er en risiko for, at opsvinget går tidligt i stå som følge af mangel på arbejdskraft. Fortsat fremgang vil hovedsagelig skulle trækkes af produktivitetsvæksten, som – trods en forventet stigning i prognoseperioden – er lav i forhold til, hvad den har været i foregående årtier.

Fremgangen i det private forbrug fortsatte i 2. kvartal med en vækst på 0,2 pct. i forhold til forrige kvartal. Forbrugertilliden er faldet i forhold til, hvad den var i foråret, men de underliggende drivkræfter for forbruget er grundlæggende uændrede siden den forrige prognose. Der er stigende disponible indkomster som følge af fremgang i beskæftigelsen og vækst i de reale lønninger, hvilket sammen med rentefaldet over det seneste år og en positiv udvikling på boligmarkedet fremmer det private forbrug. Indkomsterne er steget, og forbrugerne har de senere år nedbragt gældskvoten. Forbrugskvoten ligger fortsat lavt i forhold til sit historiske gennemsnit trods de senere års forbrugsvækst, jf. figur 24. De kommende år stiger forbrugskvoten lidt, men vil ved udgangen af 2018 fortsat være forholdsvis lav. I år ventes en vækst i det private forbrug på 1,8 pct., mens skønnet for 2017 og 2018 er henholdsvis 1,7 og 2,0 pct.

Boliginvesteringerne steg i 1. halvår 2016. Det skyldes hovedsageligt nybyggeri, men også hovedreparationer har trukket op. Samtidig er

Forbrugskvoten er lav set i et længere perspektiv

Figur 24



Anm.: 4 kvartalers glidende gennemsnit. Forbrug og formue i procent af disponibel indkomst. Disponibel indkomst er husholdningernes disponible indkomst ifølge nationalregnskabet. I beregningen af formue- og forbrugskvoten er den disponible indkomst korrigeret for de ekstraordinære skattebetalinger fra omlægning af kapitalpensioner og LD-opsparring. Formuen er husholdningernes forbrugsbestemmende formue.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

byggeomkostningerne steget mere end kontantpriserne, men det er stadig ofte billigere at bygge nyt, hvor det er muligt, frem for at købe en eksisterende bolig. Derfor ventes boliginvesteringerne at tiltage i et moderat tempo frem mod 2018.

Erhvervsinvesteringerne har udviklet sig svagt de senere år. Den tiltagende aktivitet og lave

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 1

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2015/2016						
	2015	2016	2017	2018	4. kv.	1. kv.	2. kv.
BNP	1,0	0,9	1,5	1,8	-0,1	0,7	0,5
Privat forbrug ¹	2,3	1,8	1,7	2,0	0,5	0,5	0,2
Offentligt forbrug	-0,7	0,9	0,5	0,6	-0,6	0,9	1,3
Boliginvesteringer	-1,6	3,9	3,6	4,0	1,2	3,5	-0,8
Offentlige investeringer	-1,1	-3,3	-0,2	-0,9	1,1	-1,5	-1,9
Erhvervsinvesteringer	2,8	2,2	2,9	3,2	1,6	0,2	-0,3
Lagerinvesteringer mv. ²	-0,3	-0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,6
Eksport	0,3	0,7	3,1	2,7	0,1	0,5	0,8
Industrieksport	0,0	1,9	3,5	3,3	0,3	2,9	0,2
Import	0,0	1,3	3,4	3,0	0,8	0,2	-0,7
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.796	2.840	2.863	2.882	2.811	2.825	2.840
Ledighed, brutto, 1.000 personer	123	112	105	101	119	116	113
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,0	5,9	6,1	6,2	6,2	4,5	6,8
Offentlig saldo, pct. af BNP	-1,7	-0,9	-1,6	-1,4	-0,7	-2,4	-0,6
Kontantpriser, pct. år-år	6,1	2,7	3,1	3,1	6,3	3,5	2,4
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,2	0,3	1,5	1,8	0,2	0,1	-0,1
Timeløn, pct. år-år	1,8	2,2	2,5	2,6	1,9	2,2	2,1

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

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

rente skønnes at løfte dem lidt de kommende år. I lyset af Storbritanniens beslutning om at udtræde af EU og den deraf følgende usikkerhed ventes dog en mere afdæmpet udvikling i erhvervenes investeringslyst end tidligere skønnet.

Der er såvel nedadrettede som opadrettede risici ved prognosen. Markedernes umiddelbare reaktion på den britiske beslutning om at forlade EU har været afdæmpet, men afstemningsresultatet efterlader øget usikkerhed om forløbet gennem de næste år, hvor den konkrete udtrædelse skal forhandles på plads. Selv om dette hovedsageligt vedrører den britiske økonomi, er der generelt usikkerhed om, hvor stærk den internationale konjunkturfremgang er, fordi væksten i mange vækstøkonomier, herunder Kina, er bremset op.

I opadgående retning trækker først og fremmest det lave renteniveau og den lave oliepris,

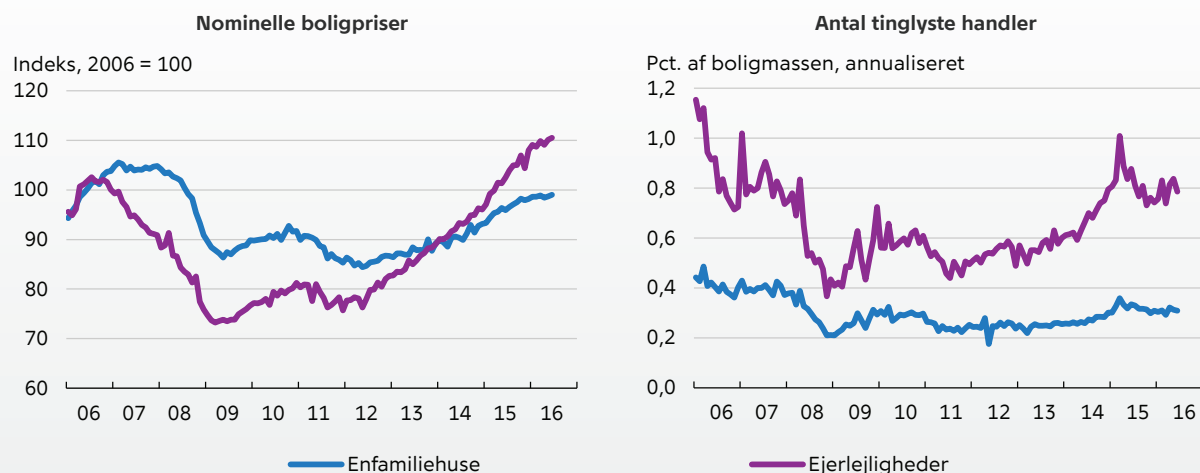
som kan give en stærkere fremgang i den indenlandske økonomi end forventet. Det må også ses i sammenhæng med, at der er et betydeligt vækstpotentiale i efterspørgslen, hvis der sker en hurtigere end forventet genopretning af husholdningernes lave forbrugskvote samt den lave investeringskvote i virksomhederne.

PRISERNE PÅ EJERBOLIGER FORTSÆTTER OPAD MEN STIGNINGSTAKTEN ER DÆMPET LIDT

I 1. halvår 2016 er priserne på enfamiliehuse og ejerlejligheder steget lidt mindre end de høje stigningstakter i 2015, jf. figur 25 (venstre). Priserne på ejerlejlighederne stiger dog fortsat med lidt under 10 pct. om året. Der er fortsat betydelige regionale forskelle. Prisen på enfamiliehuse i hovedstaden steg i 1. kvartal omkring 7,5 pct. år til år, hvilket var dobbelt så meget som på lands-

Prisstigningerne på boliger fortsætter

Figur 25



Anm.: Egen sæsonkorrektion.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

plan, jf. artiklen "Boligprisbobler og fordelene ved en stabiliserende boligbeskatning" i denne Kvartalsoversigt.

Omsætningen målt ved antallet af tinglyste salg er faldet tilbage efter en ekstraordinær stigning i 1. halvår 2015, jf. figur 25 (højre). Det gælder især for ejerlejligheder. Siden 2008 er omsætningen steget om end fra et lavt niveau. Faldet i aktiviteten over det seneste år har været størst i hovedstadsområdet, men set i forhold til boligbestanden lå salget dér stadig ca. 20 pct. over de øvrige regioner.

Der har i nogen tid været en tendens til, at udbuddet af enfamiliehuse er aftaget, men det synes at være bremsset lidt op. Også udbuddet af ejerlejligheder ligger fladt.

Udviklingen i priserne og handelsaktiviteten skal ses i lyset af renteutviklingen. Både den lange og den korte realkreditrente har været faldende siden 2. kvartal 2015 og er nu tilbage på samme lave niveau som i de første måneder af 2015, hvor renteniveauet tog et dyk i forbindelse med et opadgående pres på den danske krone. Fremover kan de meget lave renter bidrage til, at de høje prisstigningstakter fortsætter nogen tid endnu. Finanstilsynets henstilling om en udbetaling på minimum 5 pct. af købesummen ved bolighandler samt skærpede krav til boligkøbers soliditet kan dæmpe disse effekter lidt.

Boligpriserne for landet under ét skønnes at vokse med ca. 3 pct. årligt i 2016 og 2017. Faldet i renten tilskynder til stigende priser, og det

samme gør den generelle fremgang i økonomien. Omvendt er der dele af landet, hvor der fortsat er ophobet et lager af boliger til salg, hvilket lægger et nedadrettet pres på priserne dér.

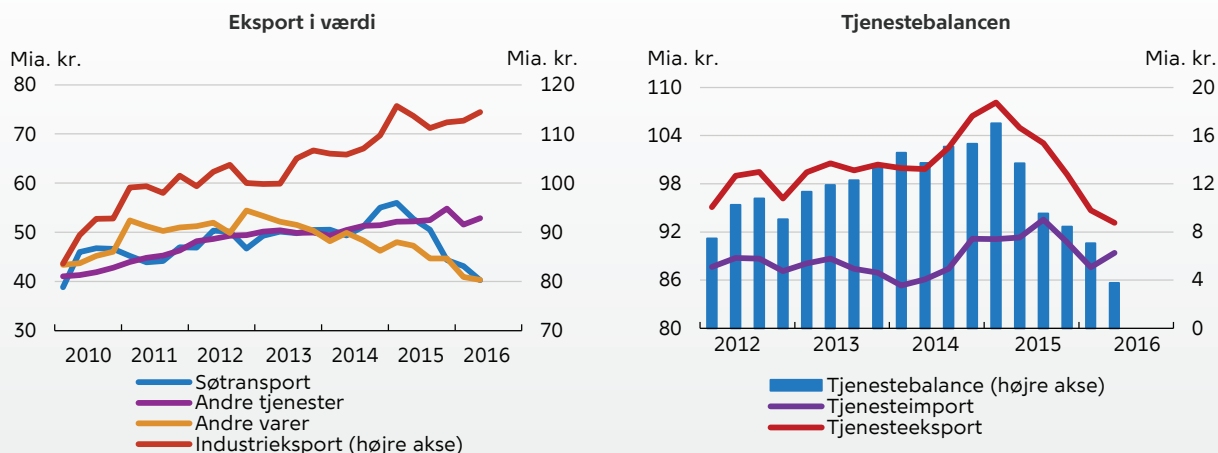
FREM GANG I VAREEKSPORTEN OG FALD I EKSPORT AF SØFRAGT

Vareeksporten steg i de første syv måneder af 2016, mens importen faldt lidt. Stigningen i vareeksporten skyldes hovedsagelig fremgang i industrieksporten, der på linje med industriproduktion og beskæftigelse er steget støt de senere år, jf. figur 26 (venstre). Omvendt falder eksporten af energi fortsat, både som følge af lavere priser og faldende produktion i Nordsøen. Blandt tjenesteposterne fortsætter eksporten af søfragt sin tilbagegang og er nu faldet fem kvartaler i træk. Det skyldes, at en svag udvikling i verdenshandlen har presset fragtraterne ned. Importen af tjenester er steget en smule i den forløbne del af året, og der var i 2. kvartal 2016 kun et lille overskud tilbage på tjenestebalancen, jf. figur 26 (højre).

Væksten på de danske eksportmarkeder er justeret en smule ned i forhold til seneste prognose, jf. appendiks 1. Nedjustering af vækstsikringsnet er mest markant for Storbritannien, hvilket må ses i lyset af mulige udskydelser og annullering af investeringsbeslutninger efter beslutningen om at forlade EU på et tidspunkt i fremtiden. Trods nedjustering af eksportmarkedsvæksten er forudsætningerne for fremgang i eksporten fortsat til

Fald i eksport af søtransport

Figur 26



Kilde: Danmarks Statistik.

stede. Den danske lønudvikling har i en periode ligget under udlandets, men har de seneste kvartaler været lidt højere. Den effektive kronekurs er steget på det seneste, men ligger fortsat omkring 3 pct. under niveauet i første halvdel af 2014. Eksporten ventes fremadrettet at give et pænt bidrag til væksten i BNP.

Overskuddet på betalingsbalancen over de seneste 12 måneder frem til og med juli var 120 mia. kr. – svarende til 6 pct. af BNP – mod 150 mia. kr. i den forudgående 12-måneders periode. Det

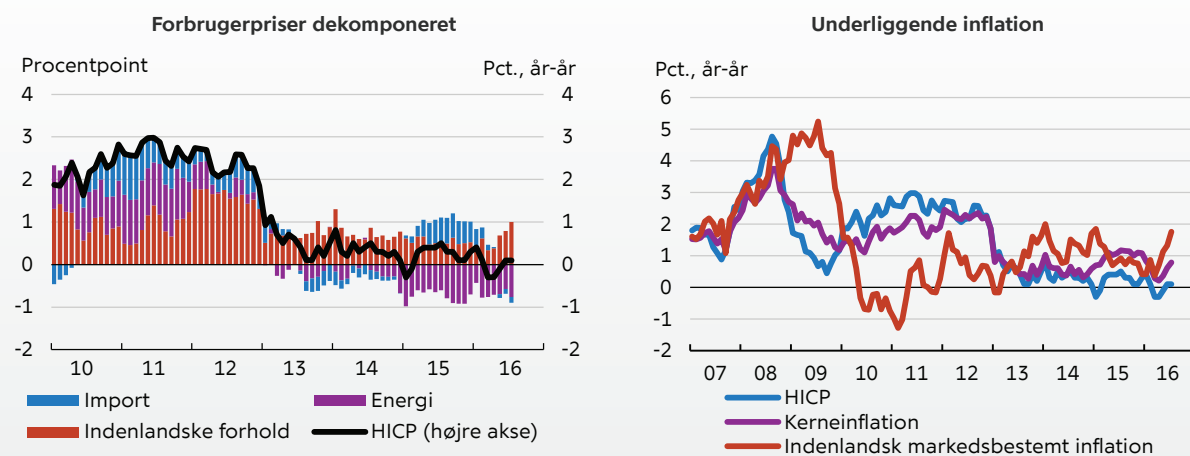
skyldes især udviklingen i tjenestehandlen. Der forventes fortsat store overskud på betalingsbalancen de kommende år.

PRISPRESSET I ØKONOMIEN ER LAVT

Forbrugerpriserne stiger næsten ikke. Årstillingsstakten i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var 0,1 pct. i juli efter at have været negativ i de forudgående måneder, jf. figur 27 (venstre). Især udviklingen i prisen på energi trækker HICP ned.

Forbrugerpriserne stiger kun svagt

Figur 27



Anm.: EU-harmoniserede forbrugerpriser, HICP. Højre figur: Kerneinflation er forbrugerpriser renset for energi og uforarbejdede fødevarer.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Forbrugerpriser

Tabel 2

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

Anm.: Seneste faktiske tal ved prognosens afslutning er juli 2016.

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

Kerneinflationen, der viser priserne ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, var 0,8 pct. i juli mod 0,6 pct. i juni, jf. figur 27 (højre). Dermed stiger kerneinflationen igen efter at være aftaget i årets første måneder, især på grund af en aftagende prisstigningstakt på varer siden årsskiftet. Priserne på tjenester stiger noget mere.

Forbrugerpriserne udvikler sig på linje med euroområdet. Kerneinflationen herhjemme har i nogle måneder ligget lidt under kerneinflationen i euroområdet, men forskellen er nu indsnævret igen. Det skyldes hovedsagelig, at tjenestepriiserne i Danmark på det seneste er steget lidt mere end i euroområdet.

Importpriserne er faldet det seneste halve år, bl.a. som følge af, at den effektive kronekurs er steget. Det har betydet en stigning i den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, der var 1,8 pct. år til år i juli. IMI bestemmes på sigt af omkostningsudviklingen i økonomien, herunder i lønnen, men bevæger sig på kort sigt ofte modsat importpriserne. Det skyldes, at lavere importpriser ikke straks kommer forbrugerne til gode, men i første omgang slår ud i stigende avancer i detailledet.

Engrospriserne ekskl. energi lå i juli en anelse lavere end året før, trukket ned af fald i importpriserne. Det samlede prispress fra engrosledet er

således lavt. Også producentpriserne for danske varer til hjemmemarkedet udvikler sig fortsat svagt.

Den lave oliepris dæmper stigningen i forbrugerpriserne gennem 2016, hvor stigningstakten i HICP skønnes til 0,3 pct., og i 2017 og 2018 til henholdsvis 1,5 og 1,8 pct., jf. tabel 2. Det skal ses i lyset af, at gennemslaget på HICP fra den lave oliepris falder væk samtidig med, at kapaciteten i økonomien bliver mere presset.

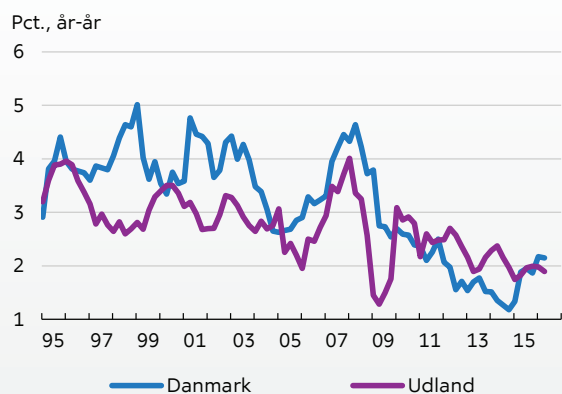
MODERAT STIGNING I LØNNINGERNE

Lønstigningerne i den private sektor er stadig forholdsvis lave. I 2. kvartal 2016 var lønnen i den private sektor 1,8 pct. højere end et år tidligere ifølge Danmarks Statistiks opgørelse. Stigningerne er størst inden for nogle af de sektorer, hvis afsætning retter sig mod hjemmemarkedet, dvs. visse serviceerhverv og bygge- og anlægssektoren. I industrien, hvor en stor del af produktionen eksporteres, steg lønningerne med 2,1 pct. i 2. kvartal.

Når lønningerne stiger, samtidig med at forbrugerpriserne er uændrede, indebærer det en pæn fremgang i reallønnen for de fleste. Det fortsætter de kommende år, hvor lønstigningstakten i fremstillingserhverv ventes at blive omkring 2,5 pct. Samtidig har den moderate lønudvikling herhjem-

Moderat lønstigningstakt

Figur 28



Anm.: Løn i fremstillingserhverv. De udenlandske lønninger er sammenvejet med vægtene til det effektive kronekursindeks.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

me bidraget til en forbedring af konkurrenceevnen de seneste år. I de første to kvartaler i 2016 steg de danske industrilønninger dog lidt mere end de udenlandske, jf. figur 28.

De offentlige lønstigninger er fortsat moderate. Udviklingen er præget af forløbet siden 2008, hvor de offentlige lønninger i en periode steg hurtigere end i den private sektor. På sigt reguleres de offentlige lønninger imidlertid, så stigningstakten er parallel med de private. Det betyder, at der

er udsigt til forholdsvis lave lønstigninger i den offentlige sektor de kommende år.

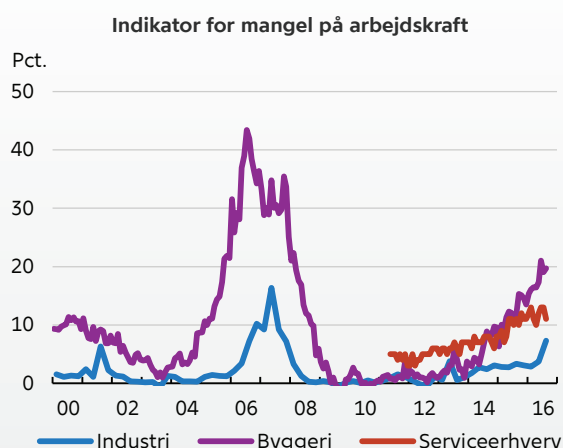
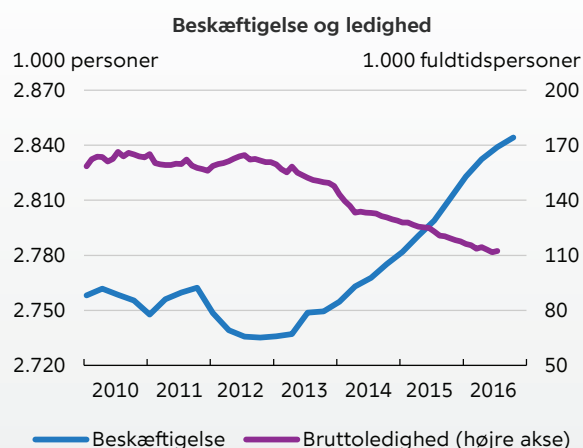
ØGET PRES PÅ ARBEJDSMARKEDET

Fremgangen på arbejdsmarkedet fortsætter med både stigende beskæftigelse og faldende ledighed, jf. figur 29 (venstre). Beskæftigelsen steg ifølge nationalregnskabet med 14.500 personer i 2. kvartal 2016. Det er 14. kvartal i træk, at den stiger, og samlet er den steget med 105.000 personer siden 4. kvartal 2012. Beskæftigelsesfremgangen er udelukkende sket i den private sektor og er bredt funderet på tværs af erhverv, men har været tydeligst inden for mange serviceerhverv og i bygge- og anlægssektoren. Ledigheden er faldet støt i perioden og nåede 4,2 pct. af arbejdsstyrken i juli. Ledigheden er nu tæt på sit strukturelle niveau på omkring 110.000 personer og vil ved udgangen af prognoseperioden være under dette niveau.

Indikatorerne for den fremadrettede udvikling i beskæftigelsen, herunder nye jobannoncer og beskæftigelsesforventningerne i erhvervene, peger i retning af fortsat stigende beskæftigelse i 3. kvartal, og det stigende kapacitetspres på arbejdsmarkedet bliver stadig tydeligere, jf. figur 29 (højre). Indikatorerne for mangel på arbejdskraft er steget, især i bygge- og anlægssektoren og i industrien. Manglen er bredt fordelt på brancher. Også en fremgang i lønkvoten gennem 2015 og

Tegn på at arbejdsmarkedet strammer til

Figur 29



Anm.: Venstre figur: Beskæftigelse ifølge nationalregnskabet. Højre figur: Andel af virksomheder, beskæftigelseskorrigeret, der angiver mangel på arbejdskraft som en produktionsbegrænsende faktor.

Kilde: Danmarks Statistik.

den forløbne del af 2016 indikerer, at der er stigende pres på arbejdsmarkedet.

Arbejdsmarkedsgabet, der er et mål for, hvor meget beskæftigelsen kan stige yderligere, uden at der opstår et inflationært pres i økonomien, skønnes aktuelt at ligge langt under den forventede stigning i beskæftigelsen på 50.000 personer fra 2. kvartal 2016 til udgangen af 2018. En stor del af den større beskæftigelse skal derfor komme fra personer i arbejdsstyrken, der går senere på pension, eller fra personer, der i dag står uden for arbejdsmarkedet eller kommer til fra udlandet. I prognosen er lagt til grund, at den strukturelle arbejdsstyrke øges de kommende år, bl.a. som følge af tilbagetrækningsreformen fra 2011, der øger erhvervsfrekvensen for de ældre aldersklasser.

FORBEDRING AF DE OFFENTLIGE FINANSER

Det offentlige forbrug ventes at stige 0,9 pct. i 2016 og 0,5 pct. i 2017 for derefter at øges til 0,6 pct. i 2018. Væksten i det offentlige forbrug skal bl.a. ses i sammenhæng med, at der bliver flere ældre. Dette underliggende demografiske træk på de offentlige udgifter udgør ifølge Finansministeriet 0,6 pct. om året frem mod 2020.

De offentlige investeringer har i en årrække efter finanskrisen i 2008 ligget højt målt i forhold til BNP, og de har gentagne gange overskredet budgetterne. Regeringen har bebudet at ville tilpasse investeringsomfanget til et mere normalt niveau set over en længere periode. Derfor ventes de offentlige investeringer at falde frem mod 2018.

Udsigterne for de offentlige finanser i år er forbedret markant siden juni-prognosen, og underskuddet skønnes nu til 0,9 pct. af BNP. Det afspejler bl.a., at det seneste rentefald giver et væsentligt højere provenu fra pensionsafkastskatten, PAL-skatten, end forudset. Samtidig er provenuet fra personskatterne opjusteret.

Fremgangen i økonomien giver en konjunkturbetinget forbedring af de offentlige finanser over de kommende år. Men da provenuet fra PAL-skatten forventes normaliseret fra et ekstraordinært højt niveau, stiger underskuddet til 1,6 pct. af BNP i 2017 for så at falde til 1,4 pct. af BNP i 2018.

Regeringen skønner i Økonomisk Redegørelse fra august, at det strukturelle underskud på de offentlige finanser bliver 0,3 pct. af BNP i år, jf. figur 30. Den planlagte stramning af finanspolitikken foreslås med 2025-planen udskudt, så der først nås strukturel balance i 2024.

ØKONOMISK POLITIK

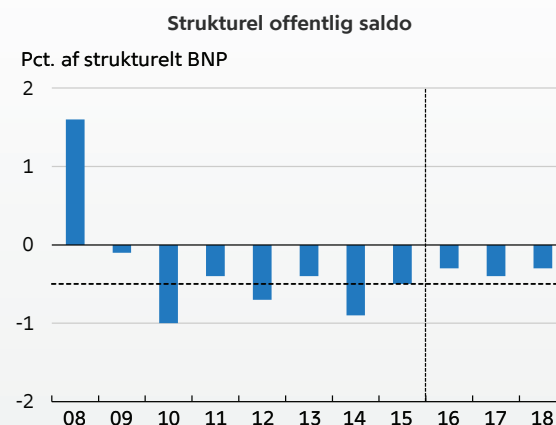
Billedet af fremgang i den private sektor er styrket de seneste måneder, og der er stadig flere tegn på, at arbejdsmarkedet strammer til. Ledigheden er tæt på sit konjunkturmæssigt neutrale niveau, og det er usikkert, om det på kort sigt er muligt at dække efterspørgslen efter arbejdskraft. Der er gode erfaringer fra tidligere reformer i forhold til at få personer til at blive længere tid på arbejdsmarkedet, mens det er en større udfordring at få personer ind, som i dag står uden for arbejdsmarkedet. Udenlandsk arbejdskraft kan bidrage til at mindske flaskehalse, ligesom det var tilfældet under det forrige opsving i miden af 2000'erne. Der er en risiko for, at opsvinget går tidligt i stå som følge af mangel på arbejdskraft.

Med forslaget til en 2025-plan lægger regeringen op til at styrke vækstpotentialet i dansk økonomi. Det er velkomment. Fra Nationalbankens synspunkt er særligt tre forhold centrale: At styrke de automatiske stabilisatorer i økonomien gennem en mere hensigtsmæssig boligbeskatning, at øge arbejdsudbuddet samt at sikre, at finanspolitikken er afstemt med konjunkturerne.

For at undgå en gentagelse af de kraftige udsving i økonomien i 2000'erne er det vigtigt, at boligbeskatningen igen kommer til at fungere som stabilisator, jf. artiklen "Boligprisbobler og

Lille stramning af finanspolitikken de kommende år

Figur 30



Anm.: Den strukturelle offentlige saldo angiver offentlige saldo renset for konjunktur og særlige forhold. Den vandrette stiplede linje viser grænsen for det tilladte underskud på den strukturelle saldo i budgetloven.

Kilde: Finansministeriet.

fordelene ved en stabiliserende boligbeskatning” i denne Kvartalsoversigt. Det kræver, at forbindelsen mellem boligpris og boligskat genindføres. Det vil sikre en mere jævn udvikling i boligpriserne og dermed styrke den makroøkonomiske og finansielle stabilitet. En styrkelse af de automatiske stabilisatorer kan aflaste de konjunkturmæssige krav til finanspolitikken.

Der bør også de kommende år ske en gradvis opstramning af finanspolitikken med henblik på at sikre en stabil udvikling i økonomien. I 2025-planen lægges op til, at der først i 2024 opnås balance på den strukturelle offentlige saldo, hvor sigtepunktet hidtil har været 2020. En sådan udskydelse indebærer, at der først opnås balance lang tid efter, at økonomien har nået et konjunkturelt neutralt niveau, hvor produktionsgabets er lukket. Det indebærer en øget risiko for, at en stærk konjunkturopgang leder til overophedning og ubalance i økonomien, som det kan blive nødvendigt at skride ind over for. Omvendt vil det i tilfælde af et tilbageslag gøre det vanskeligere at understøtte økonomien med ekspansiv finanspolitik.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA² og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 2. kvartal 2016. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

INTERNATIONAL ØKONOMI

I de avancerede økonomier fortsætter fremgangen på arbejdsmarkedene, mens produktionen stiger mere moderat. Væksten drives af solid fremgang i det private forbrug, som understøttes af voksende beskæftigelse, lav oliepris og meget lave renter. De internationale organisationer forventer, at briternes beslutning om at træde ud af EU vil have en dæmpende virkning på landets økonomi, mens vækstudsigterne for resten af verden kun påvirkes beskedent.

Briternes beslutning om at forlade EU-samarbejdet har reduceret den forventede vækst på de danske eksportmarkeder en lille smule. Til gengæld var eksportmarkedsvæksten i 2. kvartal 2016 større end ventet. Samlet set forventes væksten på markederne for den danske industrieksport at være 3,2 pct. i år og henholdsvis 4,0 og 4,1 pct. i 2017 og 2018, jf. tabel 3.

Lønstigningerne i udlandet forventes at være moderate som følge af fortsat svage – om end bedrende – arbejdsmarkeder. Faldet i olieprisen er i 2016 med til at give en svag prisudvikling hos de fleste af Danmarks vigtigste samhandelspartnere. Til næste år og i 2018 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 ventes gennem hele prognoseperioden at være negativ.

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 0,6 pct. op til 1,0 pct. ved udgangen af 2018.

Efter afstemningen i Storbritannien den 23. juni er pundet deprecieret markant. Isoleret set styrker dette den effektive kronekurs. I modsat retning trækker en lavere dollarkurs, som har mindsket stigningen i den effektive kronekurs. I fremskrivningen antages den effektive kronekurs og dollarkursen at holde sig konstant på nuværende niveau.

Primo september 2016 lå olieprisen på omkring 46 dollars pr. tønde. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne og dermed stiger til omkring 52 dollars frem mod slutningen af 2018. Det er en mindre nedjustering i forhold til seneste prognose.

FINANSPOLITISKE FORUDSÆTNINGER

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i de foreløbige opgørelser fra nationalregnskabet af forbrug og investeringer i den offentlige sektor, den tilrettelagte finanspolitik i Økonomisk Redegørelse fra august 2016 og forslag til finansloven for 2017 samt regeringens udspil til en 2025-plan.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 0,9 pct. og henholdsvis 0,5 og 0,6 pct. i 2017 og 2018, mens de offentlige investeringer antages at falde 3,3 pct. i år og med yderligere henholdsvis 0,2 pct. og 0,9 pct. i 2017 og 2018, jf. tabel 3.

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

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 3

	2015	2016	2017	2018
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år/år	3,8	3,2	4,0	4,1
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år/år	-2,7	-1,2	1,6	1,5
Udenlandsk pris ² , pct. år/år	-2,7	-1,2	1,6	1,5
Udenlandsk timeløn, pct. år/år	1,9	1,9	2,2	2,5
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	1,0	0,8	0,8	0,9
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	99,2	100,8	101,2	101,2
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,7	6,7	6,6	6,6
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	52,4	43,1	49,5	52,3
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	-0,7	0,9	0,5	0,6
Offentlige investeringer, pct. år-år	-1,1	-3,3	-0,2	-0,9
Offentlig beskæftigelse, 1.000 pers.	815	811	813	817

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

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

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Skønnet for BNP-væksten i Danmark er stort set uændret i forhold til sidste prognose. For 2016 og 2017 er BNP-væksten nedjusteret med 0,1 procentpoint, hvilket primært skal ses i lyset af den britiske afstemning om udmelding af EU. Lidt lavere eksportmarkedsvækst, højere effektiv kronekurs og en forudsætning om lidt mere tilbageholdenhed blandt danske husholdninger og virksomheder trækker i retning af lavere forbrug, erhvervsinvesteringer og eksport. Det modgås

delvist af lavere renter, som trækker op i den private indenlandske efterspørgsel.

Skønnet for stigningstakten i HICP er stort set uændret i forhold til sidst. Lavere oliepriser i forhold til juni-prognosen trækker ned i 2016 og 2017, mens en ekstraordinær stor stigning i indenlandsk markedsbestemt inflation i juli har trukket HICP-inflationen op i 2016 og 2017.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 4

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Prognose fra juni 2016	1,0	1,6	1,8	0,3	1,5	1,7
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Andre faktorer	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1
Denne prognose	0,9	1,5	1,8	0,3	1,5	1,8

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

