

AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

SAMMENFATNING

Fremgangen fortsætter i USA og euroområdet. I USA er ledigheden omkring det strukturelle niveau, og økonomien er tæt på fuld kapacitetsudnyttelse. Den kommende amerikanske præsident har fremlagt økonomiske planer, som indebærer betydelige finanspolitiske lempelser. Det har fået inflationsforventningerne og renterne på amerikanske statsobligationer til at stige efter præsidentvalget. En gennemførelse af planerne vil samtidig medføre en yderligere stigning i den amerikanske statsgæld, der i forvejen er på det højeste niveau siden årene efter 2. Verdenskrig. Et efterfølgende tilbageslag i amerikansk økonomi vil kunne føre til en global økonomisk afmatning.

En anden risikofaktor for den globale økonomiske udvikling er en øget tendens til protektionisme og antiglobalisering, som fx prægede debatten i forbindelse med Brexit-afstemningen og den amerikanske præsidentvalgkamp. De senere års svage vækst i verdenshandlen kan henføres til andre forhold, men en mere protektionistisk linje, herunder en ophævelse af eksisterende handelsaftaler, vil føre til velfærdstab og reducere væksten i den globale økonomi.

Dansk økonomi er inde i et solidt opsving. Det blev yderligere understreget med Danmarks Statistiks seneste revision af nationalregnskabet. Væksten i det reale bruttonationalprodukt, BNP, flugter nu langt bedre med den stærke stigning i beskæftigelsen, der har fundet sted siden begyndelsen af 2013.

Opsvinget ventes at fortsætte. Underliggende er der fortsat stærke kræfter, der understøtter ef-

terspørgslen, men de er blevet lidt svagere på det seneste. Udsigten for de danske eksportmarkeder er svækket. Renterne på 10-årige statsobligationer er steget lidt, særligt efter præsidentvalget i USA. Den effektive kronekurs er styrket. Det svækker isoleret set konkurrenceevnen. I den nuværende konjunktursituation er det hensigtsmæssigt med mindre vækst i efterspørgslen.

Alt i alt betyder det, at der nu ventes et lidt mere afdæmpet vækstforløb herhjemme i de næste par år end i forrige prognose. Væksten i BNP i år skønnes til 1,0 pct. I 2017 og 2018 ventes en BNP-vækst på henholdsvis 1,4 og 1,5 pct. Beskæftigelsen skønnes at vokse med 50.000 personer frem mod udgangen af 2018.

Økonomien er omtrent i sin konjunkturmæssige neutrale position og på vej ind i en højkonjunktur. Der er stadig tydeligere tegn på mangel på arbejdskraft. Der bør sigtes mod at opnå balance på den strukturelle saldo i løbet af de kommende par år, så finanspolitikken bidrager til at stabilisere udviklingen. Samtidig skaber det plads til finanspolitiske lempelser, hvis økonomien igen skulle løbe ind i en lavkonjunktur.

Årsstigningstakten i boligpriserne er dæmpet en smule, men er fortsat høj. Prisniveauet på ejerlejligheder i København er højt i forhold til indkomst- og renteniveau. Dertil kommer en risiko for, at prisudviklingen er drevet af selvopfyldende forventninger. Samtidig er rentefølsomheden højere end for landet som gennemsnit. Det gør det københavnske boligmarked sårbart over for pludselige rentestigninger. Der er dermed stor risiko for, at en fortsættelse af de seneste års reale prisstigninger vil blive efterfulgt af tilsvarende prisfald.

DEN ØKONOMISKE FREMGANG FORTSÆTTER, MEN USIKKERHEDEN ER TILTAGET

Den økonomiske fremgang i euroområdet og USA er fortsat ind i 3. kvartal. I USA er beskæftigelsen uden for landbruget vokset hver måned siden oktober 2010, hvilket er den længste ubrudte periode med beskæftigelsesfremgang siden statistikkens introduktion i 1939. Beskæftigelsesstigningen har klart overgået stigningen i antallet af personer i den arbejdsdygtige alder, og dermed er de ledige ressourcer på arbejdsmarkedet reduceret. Siden 2010 er beskæftigelsesfrekvensen – beskæftigede som andel af 15-64-årige i befolkningen – vokset med mere end 2,5 procentpoint, og ledigheden er faldet med ca. 5 procentpoint, jf. figur 1 (venstre).

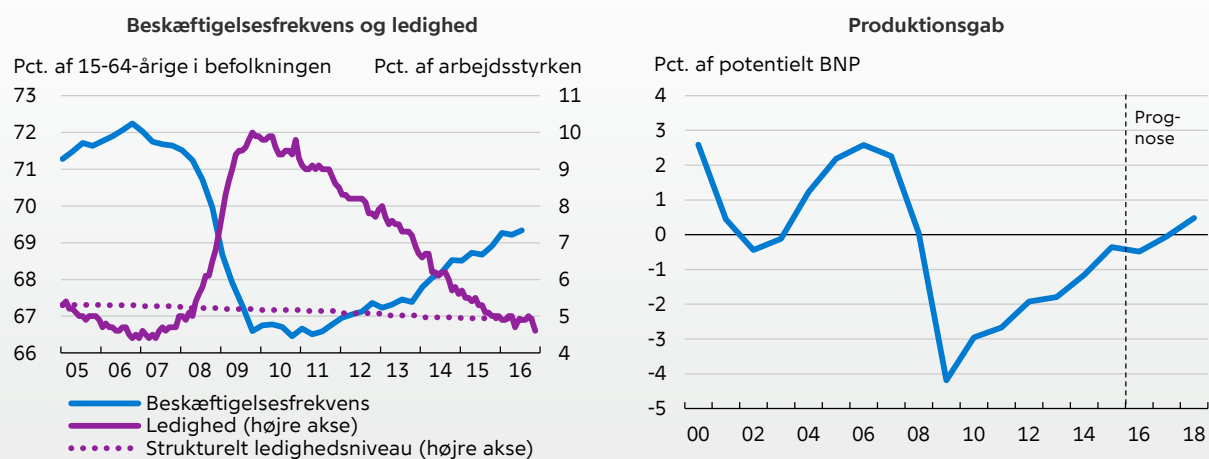
Ledigheden i USA har ligget omkring 5 pct. det seneste år, hvilket er på niveau med OECD's skøn for den strukturelle ledighed. Yderligere ressourcer på arbejdsmarkedet skal fremover hentes fra personer, der aktuelt står uden for arbejdsmarkedet. Det er forventningen, at den amerikanske økonomi vil nå fuld kapacitetsudnyttelse næste år, jf. figur 1 (højre).

Som følge af kapacitetssituationen er markedsforventningen, at den amerikanske centralbank, Federal Reserve, sætter renten op på det pengepolitiske møde i december. Den kommende amerikanske præsident, Donald Trump, har i sin valgkamp lagt op til ekspansive finanspolitiske tiltag, herunder betydelige skattelettelser. Det kan føre til et væsentligt øget pres på den amerikanske økonomi, der allerede er tæt på kapacitetsgrænsen. Der er således en risiko for flaskehalse på arbejdsmarkedet, som medfører tiltagende løn- og prisstigninger, særligt hvis arbejdsudbuddet ikke øges. Som konsekvens heraf er renterne på amerikanske statsobligationer og inflationsforventningerne steget efter det amerikanske præsidentvalg 8. november, jf. figur 2.

Historisk har der været en tendens til, at den amerikanske finanspolitik er blevet lempet for at øge efterspørgslen, når der har været en stor stigning i den ledige kapacitet i økonomien, jf. figur 3 (venstre). Omvendt er finanspolitikken typisk blevet strammet for at modvirke en overophedning af økonomien i de perioder, hvor den ledige kapacitet er faldet. Det vil således være et brud med dette mønster, hvis der gennemføres markante finanspolitiske lempelser på nuværende tidspunkt. Ud over risikoen for en overophedning af økonomien vil det føre til en yderligere stigning

Amerikansk økonomi tæt på kapacitetsgrænsen

Figur 1

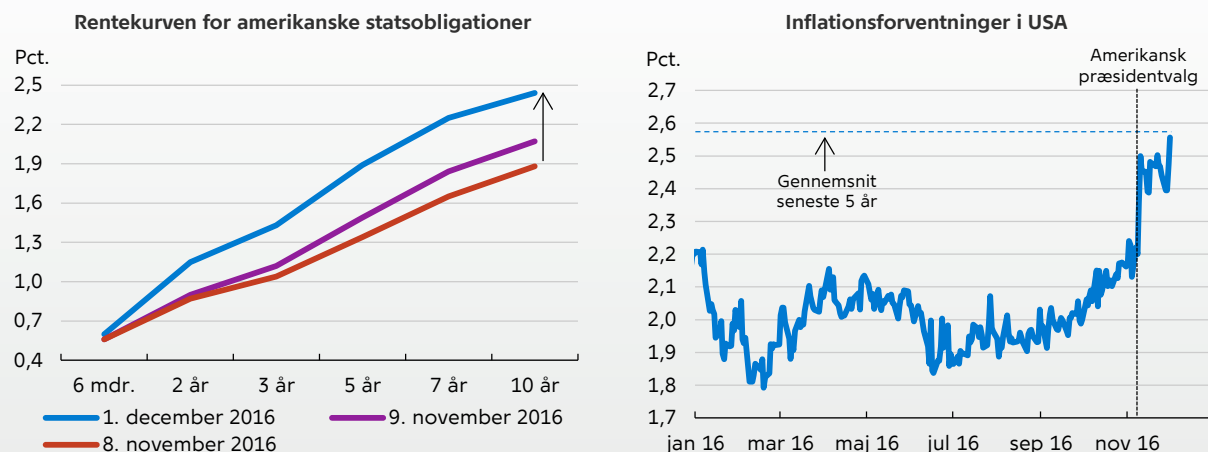


Anm.: Venstre figur: Beskæftigelsesfrekvensen er opgjort som antal beskæftigede som andel af 15-64-årige i befolkningen. Her er vist OECD's skøn for den strukturelle ledighed. Højre figur: Produktionsgab er beregnet som forskellen mellem den faktiske og potentielle produktion i procent af den potentielle produktion. Her er vist et gennemsnit af estimerne fra Europa-Kommissionen, Den Internationale Valutafond, IMF, og OECD.

Kilde: OECD, IMF, Europa-Kommissionen og Macrobond.

Stigende renter og inflationsforventninger i USA

Figur 2



Anm.: Venstre figur: Her er vist renter på amerikanske statsobligationer med løbetider mellem 6 måneder og 10 år. Der var amerikansk præsidentvalg den 8. november. Højre figur: Inflationsforventningerne er udledt via inflationsswaprenten og kan fortolkes som den forventede gennemsnitlige forbrugerpristigningstakt 5-10 år ude i fremtiden.

Kilde: Macrobond og Bloomberg.

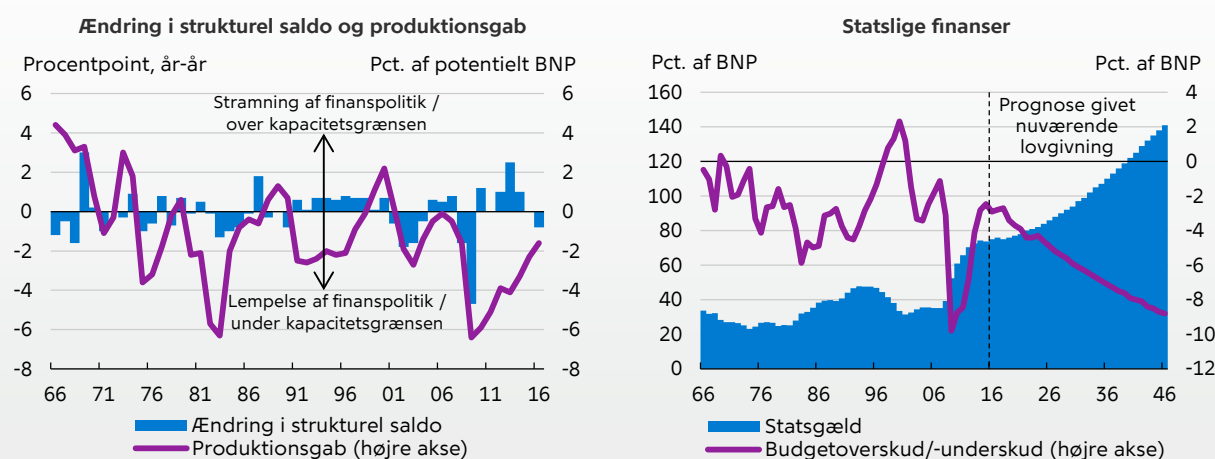
i den amerikanske statsgæld, der allerede er på et historisk højt niveau, og som i forvejen forventes at stige i de kommende år i fravær af finanspolitiske stramninger i forhold til den nuværende lovgivning, jf. figur 3 (højre).

Den amerikanske præsidentvalgkamp har været præget af en voksende modstand mod frihan-

delsaftaler og globalisering. Lignende tendenser sås i debatten op til den britiske folkeafstemning i juni om fortsat EU-medlemskab. Det er vurderingen, at protektionisme indtil videre ikke har været en betydelig faktor bag opbremsningen i verdenshandlen. En tilbagerulning af internationale handelsaftaler vil dog påvirke den internationale

Stigende amerikansk statsgæld

Figur 3



Anm.: Venstre figur: Den strukturelle saldo viser den underliggende stilling på de statslige finanser, når der tages højde for konjunktursituationen og andre midlertidige faktorer. Produktionsgabets er beregnet som forskellen mellem den faktiske og potentielle produktion i procent af den potentielle produktion. Højre figur: Prognosen er baseret på en forudsætning om, at der ikke foretages ændringer i den nuværende lovgivning.

Kilde: Kongressens Budgetkontor (CBO).

samhandel negativt og dæmpe væksten i den globale økonomi.

Pengepolitikken er fortsat meget lempelig i de fleste avancerede økonomier og understøtter således væksten. Mange lande har ført ekspansiv finanspolitik i kriseårene, hvilket har ført til øget offentlig gæld. I et scenarie, hvor renterne stiger pludseligt uden en tilsvarende fremgang i økonomien, vil de pengepolitiske muligheder og det finanspolitiske råderum være begrænset i mange lande. Et sådant scenarie kunne potentielt udspille sig, hvis USA i den kommende tid indfører signifikante handelsbarrierer kombineret med en ekspansiv finanspolitik, der er med til at løfte det globale renteniveau.

I euroområdet er beskæftigelsesfrekvensen steget med ca. 2 procentpoint siden 2013, hvor opsvinget begyndte, jf. figur 4 (venstre). Ledigheden er faldet de seneste år og ligger nu på 9,8 pct. Det er lidt højere end OECD's skøn for den strukturelle ledighed på 8,9 pct. Der er stadig ledige ressourcer i euroområdet, og Europa-Kommissionen har anbefalet, at lande med råderum lempes finanspolitikken, så den samlede lempelse i euroområdet beløber sig til 0,5 pct. af BNP i 2017. Økonomien forventes at nærme sig fuld kapacitetsudnyttelse i 2018, jf. figur 4 (højre).

GLOBAL VÆKST LIDT UNDER DET HISTORISKE GENNEMSNIT

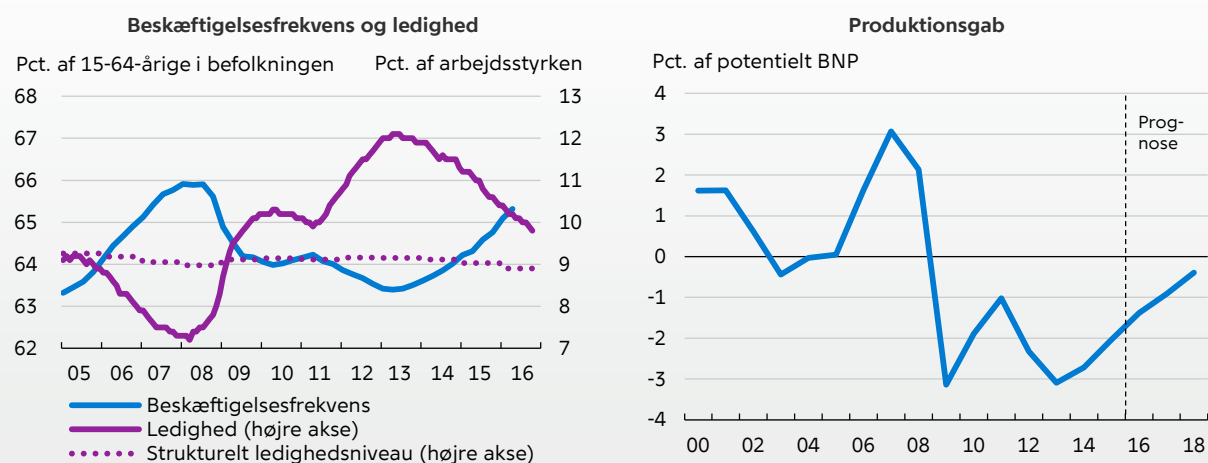
I euroområdet steg BNP med 0,3 pct. i 3. kvartal, og dermed fortsætter den moderate stigning i den økonomiske aktivitet, jf. figur 5 (venstre). Blandt de store eurolande havde Spanien med 0,7 pct. den højeste vækst. I Italien var væksten 0,3 pct., mens både Tyskland og Frankrig havde en fremgang i den økonomiske aktivitet på 0,2 pct.

I USA steg BNP-væksten til 0,8 pct. i 3. kvartal, jf. figur 5 (højre), og væksten i den økonomiske aktivitet er således tiltaget efter et par svage kvartaler i slutningen af 2015 og begyndelsen af 2016. Væksten blev især drevet af udviklingen i det private forbrug og eksporten, mens boliginvesteringerne og importen trak ned.

BNP-væksten i Storbritannien var 0,5 pct. i 3. kvartal, og dermed ser den kortsigtede realøkonomiske effekt af Brexit-afstemningen ud til at være begrænset, jf. figur 6 (venstre). Heller ikke det britiske boligmarked har hidtil været væsentligt påvirket af afstemningen. Antallet af hushandler steg kraftigt i marts, hvilket skal ses i sammenhæng med en annonceret stigning i stempelafgiften i april. Siden folkeafstemningen har der været en forholdsvis flad udvikling i både antallet af hushandler, godkendte boliglån og

Beskæftigelsen stiger i euroområdet

Figur 4

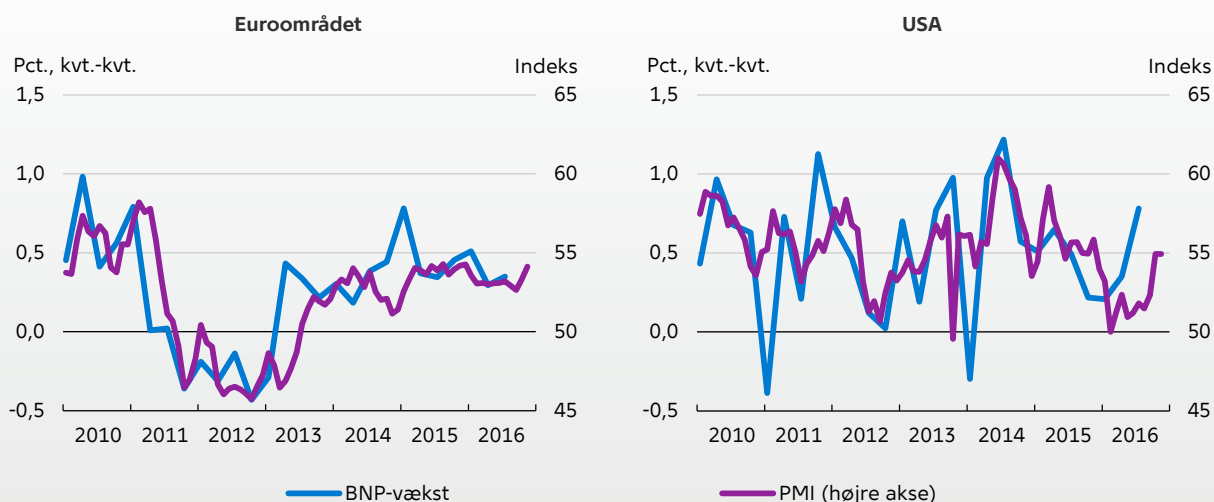


Anm.: Venstre figur: Beskæftigelsesfrekvensen er opgjort som antal beskæftigede som andel af 15-64-årige i befolkningen. Ledigheden er opgjort ud fra principper fastsat af Den Internationale Arbejdsorganisation, ILO. Her er vist OECD's skøn for den strukturelle ledighed. Højre figur: Produktionsgabets er beregnet som forskellen mellem den faktiske og potentielle produktion i procent af den potentielle produktion. Der er vist et gennemsnit af estimaterne fra Europa-Kommissionen, Den Internationale Valutafond, IMF, og OECD.

Kilde: OECD, IMF, Europa-Kommissionen og Macrobond.

Fortsat stigende økonomisk aktivitet i euroområdet og USA

Figur 5



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

huspriserne, jf. figur 6 (højre). Den mest markante effekt af Brexit-afstemningen har indtil videre været svækkelsen af pundet, jf. boks 1.

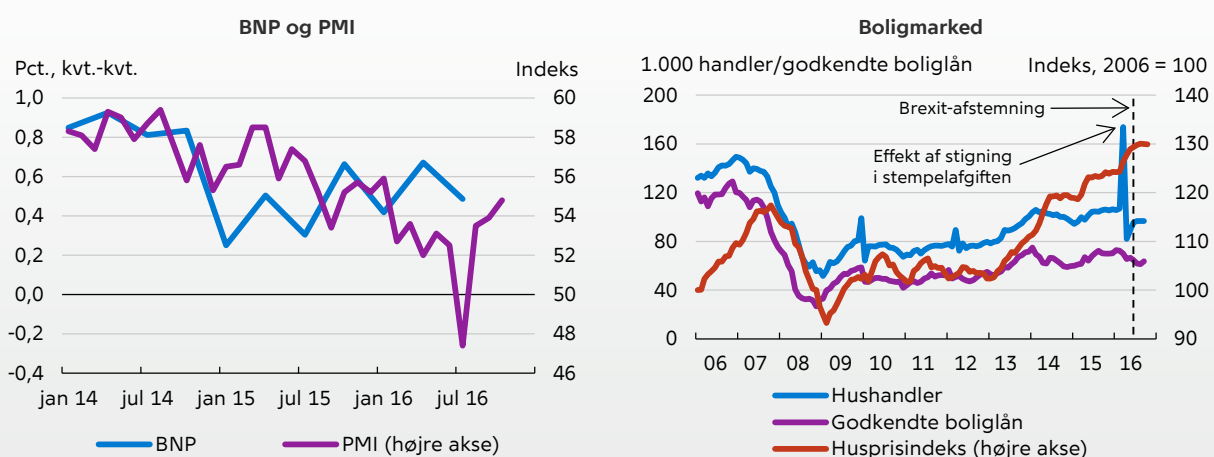
I Japan var BNP-væksten 0,5 pct. i 3. kvartal. Væksten har dermed været positiv i tre kvartaler i træk for første gang siden 2013. Den effektive yenkurs er steget med knap 20 pct. det seneste år, hvilket bidrog til at presse den i forvejen lave

stigningstakt i forbrugerpriserne ned til -0,5 pct. i september i forhold til samme måned året før.

Fremgangen i den svenske økonomi er i 2016 bremsset lidt op i forhold til de høje vækstrater sidste år. BNP-væksten var 0,5 pct. i 3. kvartal og blev primært drevet af udviklingen i det private forbrug og eksporten. På boligmarkedet er prisstigningerne fortsat høje.

Begrænset kortsigtet effekt af Brexit-afstemning på økonomisk aktivitet i Storbritannien

Figur 6

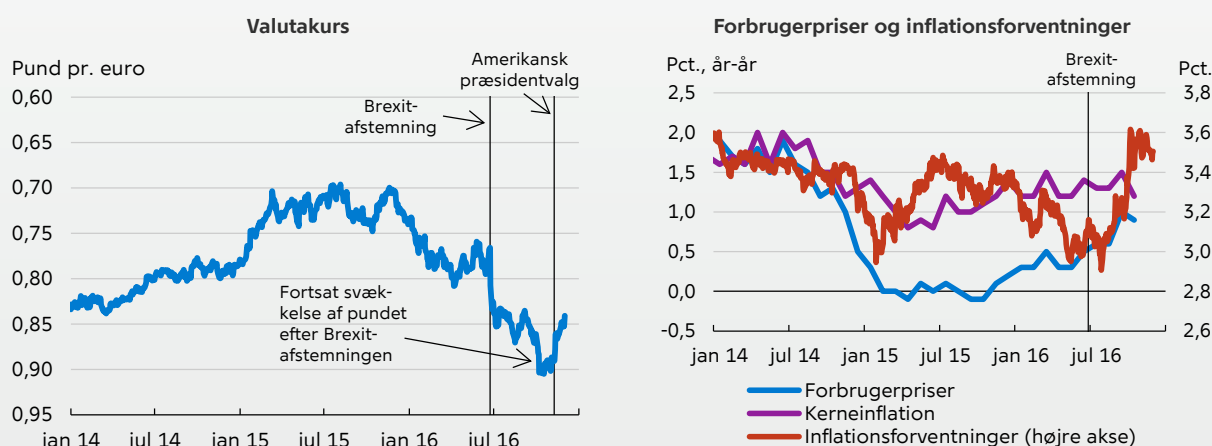


Anm.: Venstre figur: Her er vist det samlede PMI for service- og industrisektoren (composite output). En værdi over (under) 50 indikerer positiv (negativ) vækst. Højre figur: Husprisindekset er baseret på Nationwides indeks.
Kilde: Macrobond.

Det britiske pund faldt betydeligt i timerne efter Brexit-afstemningen. Svækkelsen af pundet fortsatte de efterfølgende måneder, men blev dog delvist reverseret efter det amerikanske præsidentvalg, jf. figur nedenfor (venstre). Samlet set er pundet svækket med 10 pct. over for euro i forhold til før afstemningen. Den fortsatte depreciering kan hænge sammen med usikkerheden i forbindelse med Storbritanniens udtræden af EU. Valutakursudviklingen har ført til en forbedring af britiske eksportvirksomheders konkurrenceevne, men samtidig er briternes købekraft blevet forringet. Det lægger en dæmper på den indenlandske efterspørgsel.

Deprecieringen af pundet har desuden medvirket til, at prisstigningstakten og særligt inflationsforventningerne er steget de seneste måneder, jf. figur nedenfor (højre). Det var en af årsagerne til, at den britiske centralbank, Bank of England, holdt pengepolitikken uændret ved seneste møde i begyndelsen af november og opjusterede forventningerne til den fremtidige forbrugerprisudvikling. Det blev samtidig slået fast, at de kommende nøgletal vil afgøre, hvordan pengepolitikken udformes på kort sigt. Det var en stramning i forhold til udmeldingen i august, hvor en rentenedsættelse blev nævnt som det mest sandsynlige scenarie.

Svækket pund og stigende forbrugerpriser



Anm.: Højre figur: Inflationsforventningerne er udledt via inflationsswaprenten og kan fortolkes som den forventede gennemsnitlige prisstigningstakt 5-10 år ude i fremtiden.

Kilde: Macrobond.

Som konsekvens af udfaldet af Brexit-afstemningen forventer de internationale organisationer en britisk vækstbremsering de næste par år, bl.a. som resultat af en lavere investeringsvækst på grund af den fremadrettede usikkerhed. Udviklingen på længere sigt vil påvirkes af den aftale,

som skal forhandles på plads mellem Storbritannien og EU. Generelt gælder det, at jo færre restriktioner for handel og arbejdskraftens mobilitet aftalen indeholder, jo højere ventes den strukturelle vækst at være.

I Norge fortsætter det afdæmpede vækstbillede, som skal ses i sammenhæng med de senere års fald i oliepriserne. Kronekursen har fulgt olieprisen ned siden 2014, men er apprecieret i løbet af 2016. Det har medvirket til, at den årlige stigningstakt i forbrugerpriserne er faldet fra topunktet på 5,0 pct. i juli til 4,1 pct. i oktober.

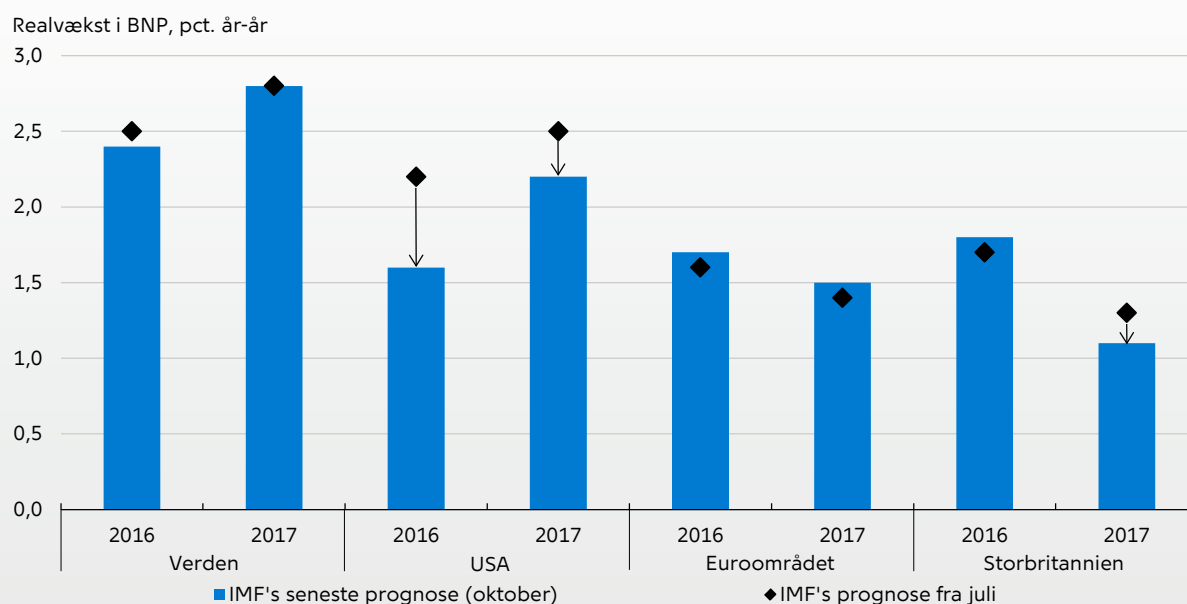
Blandt vækstøkonomierne er der tegn på bedring i Brasilien og Rusland, efter at begge lande har været i recession de sidste par år. I Brasiliens tilfælde skal det ses i lyset af, at effekterne fra faldet i råvarepriserne og den indenrigspolitiske uro ser ud til at ebbe ud. I Rusland ventes økonomien

at stabilisere sig efter de seneste par års negative stød fra olieprisfald og sanktioner.

Indien har de seneste år været blandt de vækstøkonomier, der har haft den mest positive udvikling i den økonomiske aktivitet. Den indiske økonomi har draget fordel af et forbedret bytteforhold og effektive politiktiltag, herunder reformer af subsidier, landbruget, arbejds- og produktmarkeder samt færre restriktioner på indgående direkte investeringer. Disse tiltag har været med til at fremme tilliden til den fremtidige økonomiske udvikling. Vækstraten er nu højere end den kinesiske, men Indiens BNP er ca. en

Forventningerne til den globale vækst omtrent uændrede – nedjustering af vækstudsigterne i USA

Figur 7



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

femtedel af Kinas og har derfor mindre betydning for den globale vækst. Indien overhalede Rusland i 2014 og Brasilien i 2015 målt på BNP. Den igangsatte pengeombytning, hvor de to største pengesedler (500 og 1000 rupier) ikke længere kan anvendes, sker bl.a. for at modgå møntfalskneri og skatteunddragelse. Sedlerne udgør 86 pct. af pengebasen, og tiltaget kan have en kortsigtet negativ indvirkning på væksten i den indiske økonomi, der er overvejende kontantbaseret.

I Kina forventes den gradvise vækstafdæmpning at fortsætte i takt med, at økonomien i højere grad drives af det private forbrug frem for investeringer og eksport. På trods af afdæmpningen er der tegn på overophedning på boligmarkederne i de store byer. Det har fået myndighederne i flere byer til at gribe ind med øgede krav til udbetaling samt begrænsninger på antallet af boliger, som en person kan eje. Den Internationale Valutafond, IMF, har ved flere lejligheder udtrykt bekymring over den

kinesiske kreditvækst og den stigende gældsætning, som er væsentlige risikofaktorer i forhold til den økonomiske udvikling.

IMF har foretaget en marginal nedjustering af den globale vækst til 2,4 pct. i 2016, mens væksten fortsat ventes at stige til 2,8 pct. i 2017, jf. figur 7. Vækstskønnet for 2017 svarer til den gennemsnitlige årlige vækst i perioden 1980-2015. Skønnet for USA's BNP-vækst i 2016 er blevet nedjusteret mærkbart efter den svage vækst i årets første kvartaler. Vækstskønnet for 2017 er også blevet nedjusteret, men ligger fortsat over 2 pct.¹ IMF fremhæver flere negative risikoelementer i forhold til prognosen, herunder protektionistiske tendenser og langvarig svag efterspørgsel i de avancerede økonomier.

FORTSAT SVAG UDVIKLING I VERDENSHANDLEN

De senere års svage udvikling i verdenshandlen er fortsat ind i 2016, hvor væksten har været tæt på

¹ IMF's prognose blev udarbejdet før det amerikanske præsidentvalg. OECD offentliggjorde den 28. november en prognose, som bygger på en antagelse om en mere ekspansiv amerikansk finanspolitik. Det ventes ifølge OECD at løfte den amerikanske BNP-vækst i forhold til basisscenariet med 0,4 procentpoint til 2,3 pct. i 2017 og med 0,9 procentpoint til 3,0 pct. i 2018. OECD nævner, at effekten kan blive mindre, fx hvis de pengepolitiske renter sættes markant op.

Svag udvikling i verdenshandlen siden 2012

Figur 8



Anm.: 3-måneders glidende gennemsnit.
Kilde: CBP Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

nul, jf. figur 8. De globale vækstudsigter vil forværres, hvis verdenshandlen bremser yderligere op, fx som følge af mere protektionisme. Det skyldes bl.a., at landene går glip af gevinsterne ved samhandel, herunder styrket produktivitetsudvikling gennem øget konkurrence, vidensdeling og mulighed for specialisering. Derudover kan samhandel

fungere som en økonomisk stabilisator, idet øget import kan reducere effekterne af et indenlandsk kapacitetspres. Ifølge Verdenshandelsorganisationen, WTO, er antallet af handelsbegrænsende tiltag i de største økonomier, G20-landene, steget de senere år. Desuden aftager de gennemsnitlige todsatser nu langsommere end tidligere.

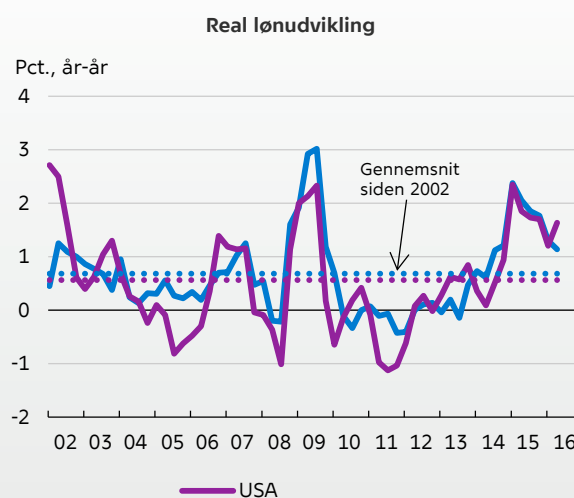
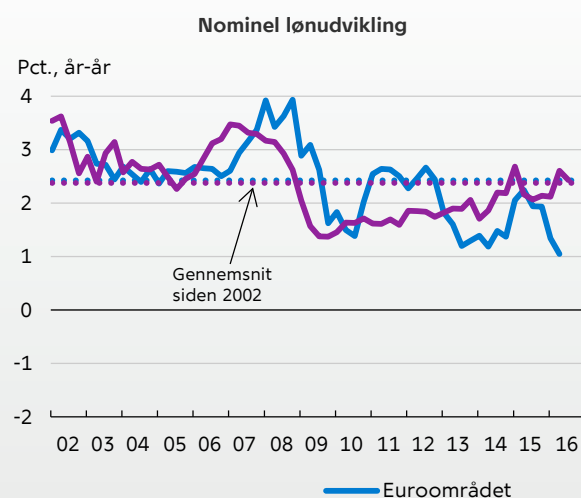
Den gennemsnitlige årlige realvækst i verdenshandlen siden 2012 har blot været 1,9 pct., sammenlignet med 5,1 pct. for perioden 2000-11. Opbremsningen i importen er bredt funderet på både avancerede økonomier og vækstøkonomier. Flere faktorer har bidraget til den svage udvikling i verdenshandlen. Det drejer sig bl.a. om cykliske forhold, idet importen af varer generelt er konjunkturfølsom. Derudover er investeringerne, der er relativt importintensive, fortsat lave. Hertil kommer en række strukturelle faktorer, fx en langsommere udvikling af globale værdikæder (opsplitning af produktion på tværs af landegrænser) og vækstofforskydninger fra avancerede økonomier mod vækstøkonomier, der typisk har en lavere handelsintensitet.

PÆNE REALLØNSSTIGNINGER OG TENDENS TIL HØJERE FORBRUGERPRISSTIGNINGSTAKTER

Trods fremgangen på arbejdsmarkedet er den nominelle lønudvikling stadig afdæmpet i euroom-

Afdæmpet nominel lønudvikling – men pænt stigende realløn i både euroområdet og USA

Figur 9



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.

rådet, jf. figur 9 (venstre). Det skyldes primært, at der fortsat er ledig kapacitet på arbejdsmarkedet, men skal også ses i sammenhæng med de lave prisstigninger de senere år, som kan have påvirket lønforventningerne og dermed bidraget til opbremsningen i den nominelle lønudvikling det seneste år. De reale lønstigninger har siden 2014 ligget højere end det historiske gennemsnit, jf. figur 9 (højre). I USA har der siden 2013 været lidt større nominelle lønstigninger end i euroområdet, og forskellen er blevet større i løbet af 2016. Det tyder dermed på, at faldet i de ledige ressourcer på det amerikanske arbejdsmarked er begyndt at få en indvirkning på løndannelsen.

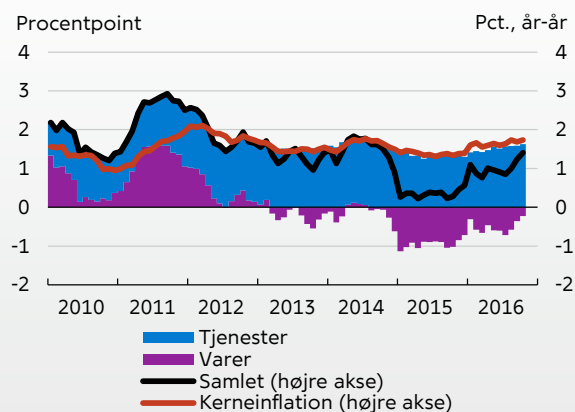
Siden 2002 har den gennemsnitlige stigning i både nominelle og reale lønninger været stort set ens i euroområdet og USA. Samtidig er euroens kurs over for dollaren aktuelt på nogenlunde samme niveau som i slutningen af 2002.

Prisstigningstakten i euroområdet steg til 0,6 pct. i november, hvilket er det højeste niveau siden 2014, hvor energipriserne begyndte at falde markant, jf. figur 10. Den højere prisstigningstakt siden april kan især henføres til, at det negative bidrag fra energiprisudviklingen er reduceret. Prisudviklingen i tjenester har dog også trukket op, mens der har været et mindre nedadrettet pres fra udviklingen i priser på føde- og industrivarer. Kerneinflationen var uændret på 0,8 pct. i november.

I USA har prisstigningstakten været afdæmpet siden slutningen af 2014, jf. figur 11. Bidraget fra

Øget prisstigningstakt i USA

Figur 11



Anm.: Her er vist PCE-inflation.
Kilde: Macrobond.

tjenester til den samlede prisudvikling har været stabilt i perioden, mens bidraget fra varer har været negativt. Det kan i høj grad tilskrives udviklingen i energipriserne, men det negative bidrag er aftaget de seneste måneder, og det har medført en stigning i den samlede prisudvikling. Kerneinflationen (ekskl. fødevarer og energi), der aktuelt er på 1,7 pct., har ligget tættere på inflationsmål-sætningen på 2 pct. og været svagt stigende det seneste år.

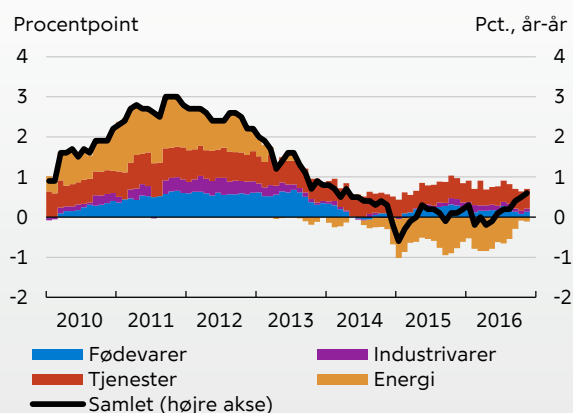
FORVENTNING OM STIGENDE PENGEPOLITISKE RENTER I USA OG UÆNDRET NIVEAU I EUROOMRÅDET

Federal Reserves pengepolitiske komite, Federal Open Market Committee, FOMC, holdt renten uændret ved mødet i begyndelsen af november. I pressemeddelelsen gav FOMC dog udtryk for, at argumenterne for en rentestigning er styrket. Efter det amerikanske præsidentvalg er markedsforventningen, at renten vil stige hurtigere og mere end forventet før valget, jf. figur 12. Pristfastsættelsen af Fed funds futures afspejler nu, at markedsdeltagerne regner det for næsten sikkert, at FOMC sætter renten op ved mødet i december. Markederne i USA har desuden været påvirket af den reform af pengemarkedsfondene, som blev implementeret i oktober, jf. boks 2.

I euroområdet er renteforventningerne øget betydeligt siden det pengepolitiske møde i Den Europæiske Centralbank, ECB, i september.

Højere prisstigningstakt i euroområdet

Figur 10



Anm.: Her er vist HICP-inflation.
Kilde: Macrobond.

Den amerikanske pengemarkedsreform

Boks 2
fortsættes på næste side

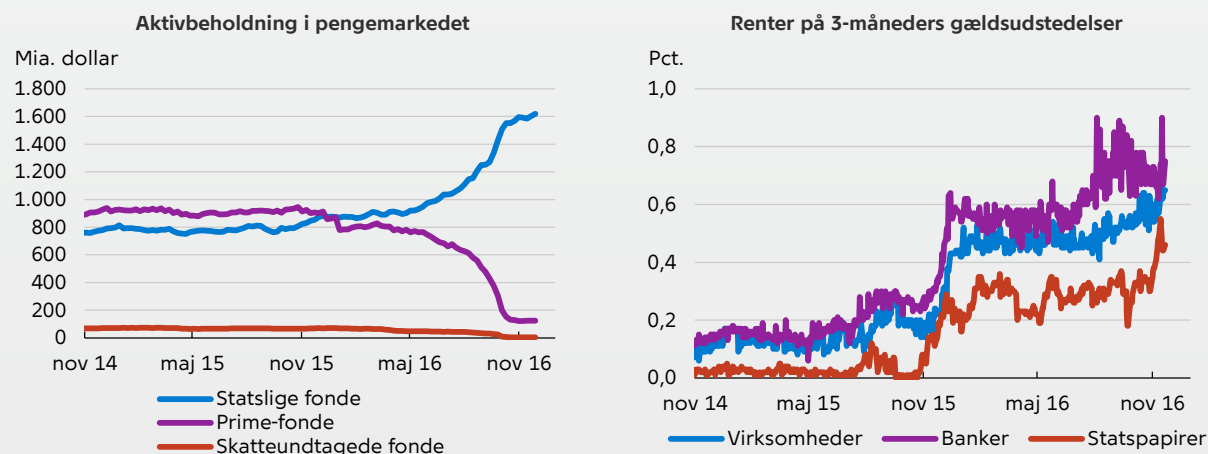
Den 14. oktober 2016 trådte den seneste reform af amerikanske pengemarkedsfonde i kraft. Reformen blev vedtaget i 2014, og effekterne på de finansielle markeder har dermed været undervejs i længere tid.

Pengemarkedsfonde er en type investeringsforening, der opstod i 1970'erne som et alternativ til bankindskud, der på grund af den daværende regulering ikke (eller kun i meget begrænset omfang) betalte renter. Fondene investerer udelukkende i kortfristede pengemarkedsinstrumenter med lav risiko såsom amerikanske skatkammerbeviser og Commercial Papers (CP'er). Kreditrisikoen på disse investeringer sidestilles ofte med risikoen på bankindskud, selv om pengemarkedsfonde ikke er dækket af indskydergaranti, idet fondene historisk har forsøgt at opretholde en stabil hovedstolsværdi på 1,00 dollar pr. andel. Indtil krisen i 2008 var der kun ét tilfælde, hvor værdien af en fonds aktiver faldt under 1,00 dollar pr. andel. Krisen blev imidlertid en skelsættende begivenhed for pengemarkedet, da mange fonde havde været involveret i subprime-lån på det amerikanske boligmarked, bl.a. gennem investeringsbanken Lehman Brothers. De finansielle uroligheder i forbindelse med Lehman Brothers' konkursbegæring i september 2008 resulterede i store bailout-programmer for de ellers "sikre" fonde. Siden hen har myndighederne søgt at styrke den finansielle stabilitet gennem øget regulering af de amerikanske pengemarkedsfonde, der i dag forvalter 2.700 mia. dollar (svarende til en syvendedel af USA's BNP).

Reformen indeholder primært to tiltag – dels at sikre en markedsmaessig værdiansættelse af aktiver og dels at give mulighed for, i perioder med likviditetspres, at indefryse midler og pålægge gebyrer i forbindelse med udtræk af fonden. Pengemarkedet er opdelt i forskellige typer fonde afhængig af, hvor den primære investeringsaktivitet finder sted. Eksempelvis investerer de såkaldte prime-fonde hovedsagligt i bank- og virksomhedsudstedelser, mens statsfonde hovedsageligt investerer i statspapirer. De nye krav gælder kun prime- og skatteundtagede fonde.

Reformen har skabt store bevægelser på det amerikanske pengemarked. Alene i løbet af det sidste år er mere end 800 mia. dollar trukket ud af prime- og skatteundtagede pengemarkedsfonde til fordel for især statsfonde, der i samme periode har haft en tilstrømning på 750 mia. dollar, jf. figur nedenfor (venstre). Denne tendens har i første omgang været drevet af, at flere prime-fonde har valgt at ændre deres porteføljesammensætning for at kunne klassificeres som statsfonde, der netop ikke er dækket af de nye regler, forud for ikrafttrædelse af reformen. Samtidig har flere investorer i pengemarkedsfonde reduceret deres eksponering til især prime-fonde, da risikoen for bl.a. at få indefrosset sine midler har introduceret en ekstra likviditetsrisiko sammenlignet med den tidligere lovgivning.

Reformen har haft store konsekvenser for de amerikanske pengemarkedsfonde



Kilde: Investment Company Institute, Bloomberg og egne beregninger.

Den lavere aktivitet på det amerikanske pengemarked påvirker især virksomheder og banker, der normalt får dækket deres kortsigtede dollarbehov ved at udstede CP'er. Prime-fonde investerer netop overvejende i CP'er, og den faldende efterspørgsel betyder derfor, at finansiering på dette marked er blevet dyrere, jf. figur ovenfor (højre). Renterne på en 3-måneders CP udstedt af banker er eksempel-

vis steget med omkring 20 basispoint fra juni til oktober. I samme periode forblev renten på en tilsvarende 3-måneders amerikansk statsudstedelse nogenlunde uændret, hvorfor udviklingen på CP-markedet må antages at være en direkte reaktion på den nye reform. Efterfølgende er de amerikanske statsrenter steget som reaktion på udfaldet af præsidentvalget, og her er CP-renterne også fulgt med.

Højere dollar-låneomkostninger er ikke kun afgrænset til CP-markedet, men er en mere generel tendens, der delvist skyldes højere amerikanske pengepolitiske renter og delvist øget finansiell regulering, såsom den nye pengemarkedsreform. USD Libor-renten (London Interbank Offered Rate), der er et udtryk for den rente, banker er villige til at handle dollar mellem hinanden til, er eksempelvis steget til det højeste siden 2009. Den dyrere dollarlikviditet kommer også til udtryk på forward-markedet, hvor lån i dollar med sikkerhed i anden valuta ligeledes er steget.

Reaktionen på de danske finansielle markeder har imidlertid været begrænset, hvilket skyldes, at danske banker og

virksomheder ikke er særligt aktive brugere af de amerikanske pengemarkedsfonde. Det står i kontrast til Sverige, hvor banker og virksomheder har betydelige CP-udstedelser og dermed er blevet mere påvirket af reformen. Fx er beholdningen af svenske bankers gældsudstedelser i de amerikanske pengemarkedsfonde mere end halveret siden begyndelsen af 2016 og svarede i oktober til 39 mia. dollar. De dyrere låneomkostninger og aftagende efterspørgsel på CP-markedet betyder, at svenske banker og virksomheder i stigende grad vil få dækket deres dollarbehov på andre måder, bl.a. gennem forward-markedet.

Forward-kurven har nu en flad profil for de kommende måneder, hvor den tidligere på året havde en negativ hældning, jf. figur 12. Det betyder, at markederne ikke længere forventer faldende pengemarkedsrenter. Der er dog fortsat en forventning om en langsom normalisering af den meget lempelige pengepolitik i euroområdet med negative renter frem til 2020.

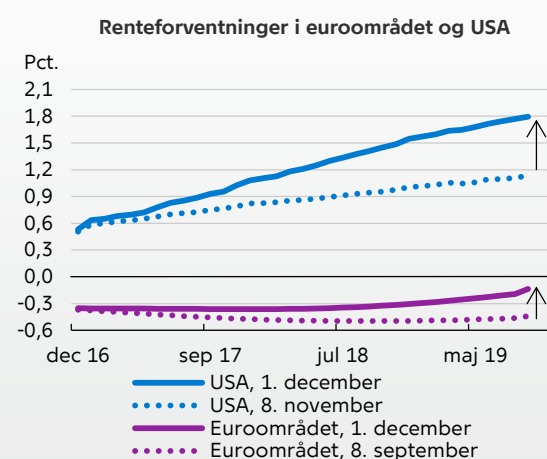
ECB holdt pengepolitikken uændret ved rentemødet i oktober. Renten på indlånsfaciliteten er således fortsat -0,4 pct., og programmet for opkøb af stats- og virksomhedsobligationer på 80 mia. euro om måneden fortsætter uændret til

og med marts 2017. Markedsdeltagerne forventer, at ECB vil fortsætte opkøbsprogrammet efter marts 2017. Ifølge markedsanalytikere vil det dog formentlig kræve justeringer af programmet, jf. boks 3.

Den 21. september annoncerede den japanske centralbank, Bank of Japan (BoJ), to væsentlige ændringer i den pengepolitiske styring. For det første introducerede BoJ kontrol med rentekurven ('yield-curve control'). Den korte ende af kurven bliver styret af indlånsrenten på aktuelt -0,1 pct., mens den lange ende bliver styret af opkøb af 10-årige statsobligationer, så renten er ca. 0 pct. Formålet med at kontrollere rentekurven er især at understøtte den økonomiske aktivitet. Opkøbet af statspapirer fortsætter med omtrent uændret hastighed (ca. 16 pct. af BNP om året), men kan fluktuere for at opnå målet for rentekurven. For det andet forpligtede BoJ sig til at holde pengepolitikken lempelig, indtil prisstigningstakten er vedvarende over 2 pct. ('inflation-overshooting commitment'). Formålet er især at øge inflationsforventningerne, der er påvirkede af de mange år med en svag prisudvikling.

Forventninger om stigende renter i USA og euroområdet

Figur 12



Anm.: Den 8. september var der rentemøde i ECB. Renteforventningerne er baseret på henholdsvis Fed funds futures og Overnight Interest Swaps og angiver, hvad dag til dag-renterne på et givet tidspunkt forventes at være.

Kilde: Scanrate Rio og Macrobond.

KORTVARIG MARKEDSURO OMKRING DET AMERIKANSKE PRÆSIDENTVALG

Der var kortvarigt høj volatilitet på de finansielle markeder i dagene op til det amerikanske præsidentvalg, jf. figur 13 (venstre). Renterne på amerikanske statsobligationer faldt markant, da valgresultatet blev kendt, men udviklingen vendte i løbet af handelsdagen, og renterne endte med at stige betragteligt. Det skal ses i sammenhæng med de forventede lempelser i finanspolitikken under den kommende amerikanske administrati-

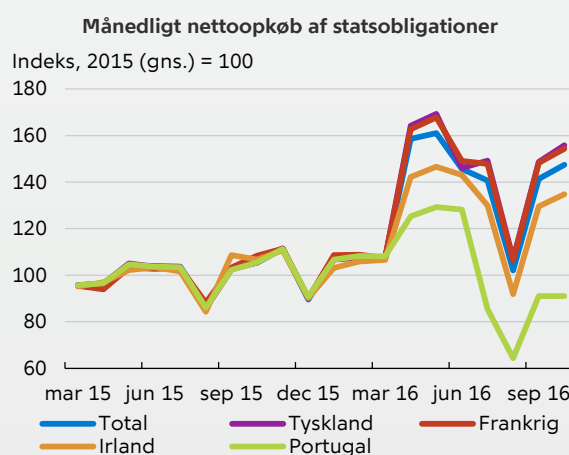
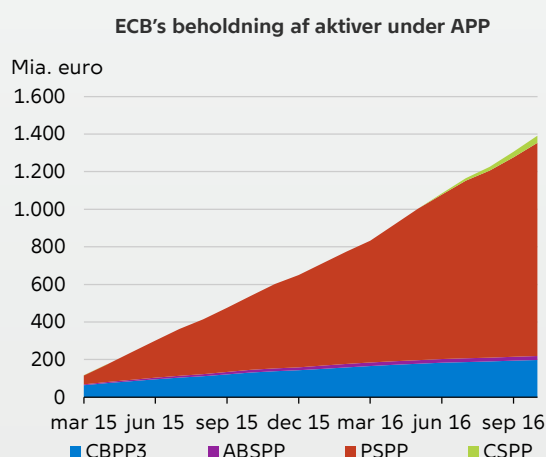
Formålet med ECB's opkøbsprogram er bl.a. at understøtte den pengepolitiske transmissionsmekanisme og derigennem forbedre adgangen til kredit for husholdninger og virksomheder. Opkøbsprogrammet er som udgangspunkt planlagt til at fortsætte til udgangen af marts 2017, eller indtil Styrelsesrådet ser en vedvarende tilpasning i inflationen mod ECB's mellemfristede inflationsmål. ECB har samlet opkøbt for 1.400 mia. euro, svarende til omkring 13 pct. af euroområdet BNP. Med den nuværende opkøbsrate vil det samlede nettoopkøb nå 1.800 mia. euro i marts 2017, svarende til 17 pct. af euroområdet BNP. Spekulationerne om fremtiden for programmet er begyndt, og markedsanalytikerne forventer, at ECB forlænger programmet yderligere. En forlængelse vil imidlertid kunne øge Eurosystemets operationelle udfordringer med at implementere opkøbsprogrammet, da ECB's opkøb af statsobligationer er underlagt en række tekniske restriktioner, herunder at:

- renten på opkøbte statsobligationer skal være højere end ECB's egen indskudsrente (p.t. -0,4 pct.).
- restløbetiden på opkøbte statsobligationer skal være mellem 2 og 30 år.
- ECB som udgangspunkt ikke må holde mere end 33 pct. af hver obligationsserie (udstedelsesgrænse).

- ECB ikke må opkøbe mere end 33 pct. af værdien af hvert lands udestående statsobligationer (udstedergrænse).¹
- obligationsudstederne som minimum skal have en kreditvurdering af Investment Grade, dvs. mindst BBB- eller tilsvarende.²

ECB's nettoopkøb af aktiver sker p.t. igennem fire forskellige programmer målrettet covered bonds (CBPP3), asset-backed securities (ABSPP), statsobligationer (PSPP) og virksomhedsobligationer (CSPP). Med en størrelse på over 1.100 mia. euro er PSPP langt den største komponent i opkøbsprogrammet, jf. figur nedenfor (venstre).³ Allokeringen af opkøb mellem landene styres på månedsbasis af ECB's kapitalnøgler. ECB hævde i april opkøbsraten fra 60 mia. euro til 80 mia. euro om måneden, og siden da har værdien af opkøb afvejet fra kapitalnøglen i flere lande. Især i Portugal er det månedlige opkøb faldet, jf. figur nedenfor (højre). Den lempelige pengepolitik og det aktuelt lave rentemiljø har samtidig medført, at en stor andel af euroområdet statsobligationer handles til en negativ rente. Dette har i flere lande skabt udfordringer med at finde nok kvalificerede statsobligationer, hvilket bl.a. har afspejlet sig i længere løbetider på ECB's opkøbte statsobligationer.

ECB's opkøbsprogram består primært af opkøb af statsobligationer



Anm.: Højre figur: Der er sæsonudsving i data, da ECB opkøber flere obligationer op til sommermånederne, hvor købene reduceres tilsvarende.
Kilde: ECB.

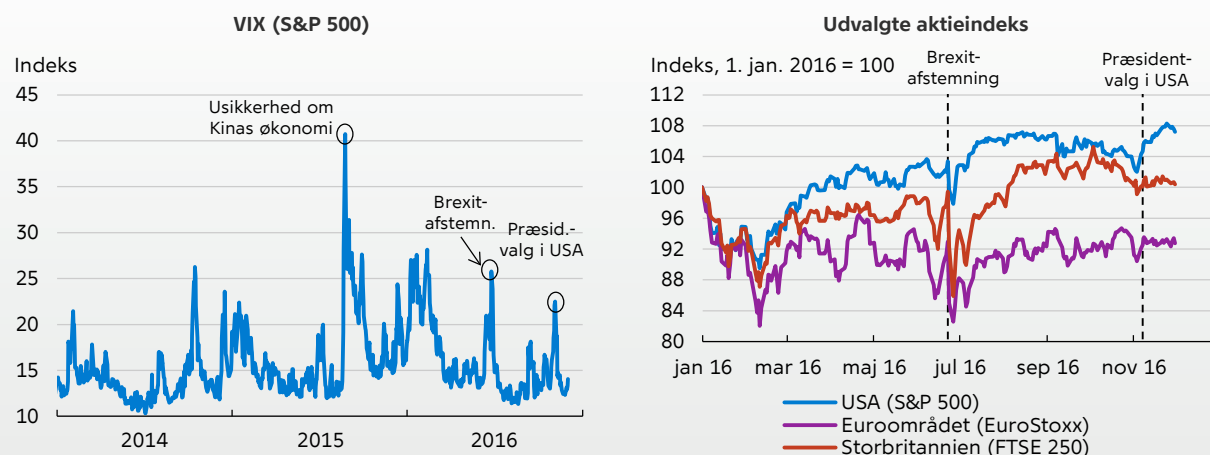
Ifølge markedsanalytikere vil en forlængelse af ECB's opkøbsprogram muligvis kræve, at ECB lempet på de nuværende restriktioner. ECB's formand, Mario Draghi, har udtalt, at alle muligheder er i spil for at ændre reglerne for opkøb

af statsobligationer og dermed tilføre mere fleksibilitet til implementering af opkøbsprogrammet. Markedsanalytikerne forventer, at potentielle ændringer annonceres i forlængelse af ECB's rentemøde 8. december 2016.

1. Udstedergrænsen gælder for obligationer med en restløbetid på mellem 2 og 30 år. Herunder inkluderes også ECB's eksisterende beholdning af statsobligationer fra Securities Markets Programme (SMP).
2. ECB er ikke forpligtet til at sælge aktiver, der nedgraderes efter opkøb.
3. Under ECB's Public Sector Purchasing Programme (PSPP) opkøbes der også obligationer udbudt af offentlige institutioner og myndigheder i euroområdet. Opkøb under PSPP foretages kun i det sekundære marked som følge af forbuddet mod monetær finansiering.

De finansielle markeder påvirket af det amerikanske præsidentvalg

Figur 13



Anm.: VIX angiver den implicitte volatilitet i optioner på det amerikanske aktieindeks S&P 500.
Kilde: Macrobond.

on. Aktiekurserne steg også efter initiale fald, og kurserne i USA er aktuelt 4 pct. over niveauet fra begyndelsen af november, jf. figur 13 (højre).

Renterne på 10-årige statsobligationer er steget lidt i de avancerede økonomier, siden de i juli-august var nede på historisk lave niveauer i flere af landene, jf. figur 14. Dermed er renteniveauet for mange 10-årige statsobligationer i de avancerede økonomier nu tæt på eller over niveauet fra før sommeren. Spændet mellem Italiens og Tysklands 10-årige statsobligationer er øget betydeligt i løbet af september og oktober – i alt

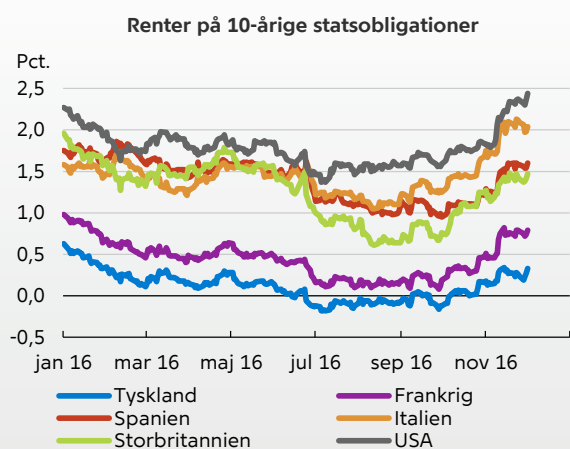
mere end 25 basispoint. Det skal bl.a. ses i lyset af uro omkring de italienske banker og mulig politisk ustabilitet i forløbet frem mod folkeafstemningen den 4. december om en ændring af forfatningstraktaten. Derudover fik Italiens regering den 25. oktober et påbud fra EU om at redegøre for en stigning i det budgetterede underskud i 2017 fra 1,8 til 2,3 pct. af BNP. Renterne i Storbritannien er fortsat under niveauet fra før Brexit-afstemningen, men er dog steget lidt igen.

Dollaren er styrket i forhold til en række valutaer efter valget. Det kan bl.a. tilskrives, at markedsforventningerne til stigninger i den pengepolitiske rente i USA er vokset. Efter valget den 8. november og frem til 1. december faldt euroen og den japanske yen med henholdsvis 4 pct. og 8 pct. over for dollaren, jf. figur 15. En række vækstøkonomier har haft meget store fald i valutakursen. Den mexicanske peso faldt med over 7 pct. i forhold til dollaren dagen efter valget og havde de største udsving i kursen siden 2008. Udviklingen skal ses i sammenhæng med Donald Trumps udmeldinger i den amerikanske valgkamp om at indføre store toldafgifter på varer importeret fra Mexico.

I løbet af 2016 er det blevet dyrere at skaffe finansiering i dollar gennem valutaswap-markedet, hvor betalingsstrømme i andre valutaer kan veksles til dollar, jf. figur 15 (højre). De seneste måneders udvikling skal ses i lyset af usikkerhed om finansieringsvilkårene i forbindelse med års-

Stigende renter på statsobligationer

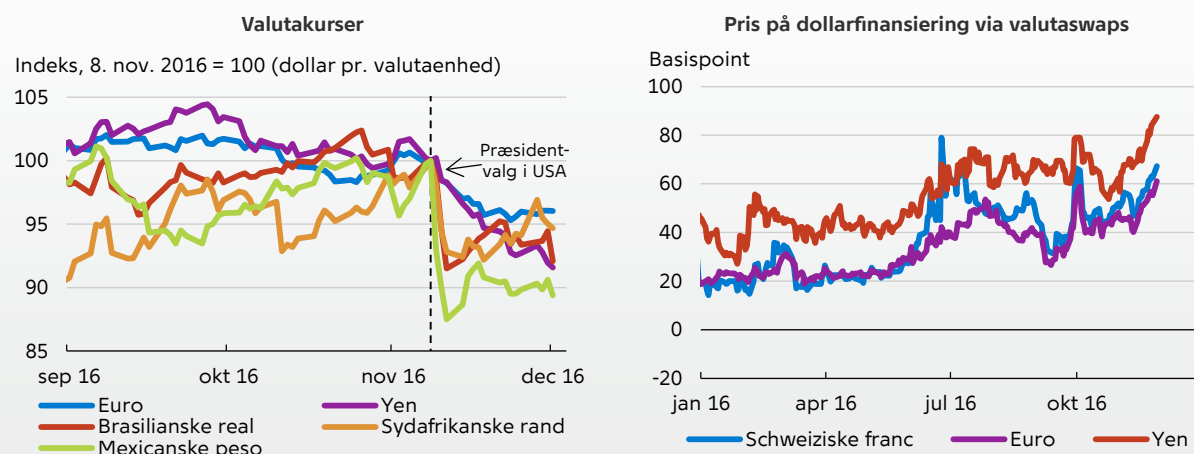
Figur 14



Kilde: Macrobond.

Dollaren styrket betydeligt efter det amerikanske præsidentvalg – dollarfinansiering gennem valutaswaps er blevet dyrere

Figur 15



Anm.: Højre figur: Figuren viser den såkaldte *basis* i 3-måneders valutaswaps (cross-currency swaps) mellem de respektive valutaer og amerikanske dollar. De positive værdier angiver, at der er et tillæg til den 3-måneders (usikrede) pengemarkedsrente i dollar, der betales mod at modtage en 3-måneders (usikret) pengemarkedsrente i lokal valuta. Større værdier er således et udtryk for øgede omkostninger ved at skaffe dollarfinansiering gennem valutaswapmarkedet.

Kilde: Macrobond og Bloomberg.

skiftet, hvor likviditeten på de finansielle markeder er reduceret. Dertil kommer, at det i forbindelse med den amerikanske pengemarkedsreform er blevet vanskeligere at opnå dollarfinansiering via fx Commercial Papers (CP'er), jf. boks 2.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

STABIL KRONE PÅ DEN STÆRKE SIDE AF CENTRALEKURSEN

Kronen har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen på et niveau lidt stærkere end centralkursen i ERM2, jf. figur 16 (venstre). I løbet af september blev kronen gradvist svækket, efterfulgt af en hurtig reversering i begyndelsen af oktober.

Nationalbanken har ikke intervenseret i perioden juli-november, og valutareserven var 449,8

mia. kr. ved udgangen af november, jf. figur 16 (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. Det pengepolitiske rentespænd er uændret -0,25 pct. Der er ikke annonceret ændringer af ECB's opkøbsprogram.²

LIDT HØJERE OMSÆTNING PÅ DET DANSKE KRONEVALUTAMARKED

Den gennemsnitlige omsætning pr. bankdag på det danske kronevalutamarked – dvs. valutaomsætning med danske kroner, der involverer et pengeinstitut lokaliseret i Danmark – var 125 mia. kr. i april 2016.³ Det er en smule højere end for 3 år siden, jf. figur 17 (venstre).

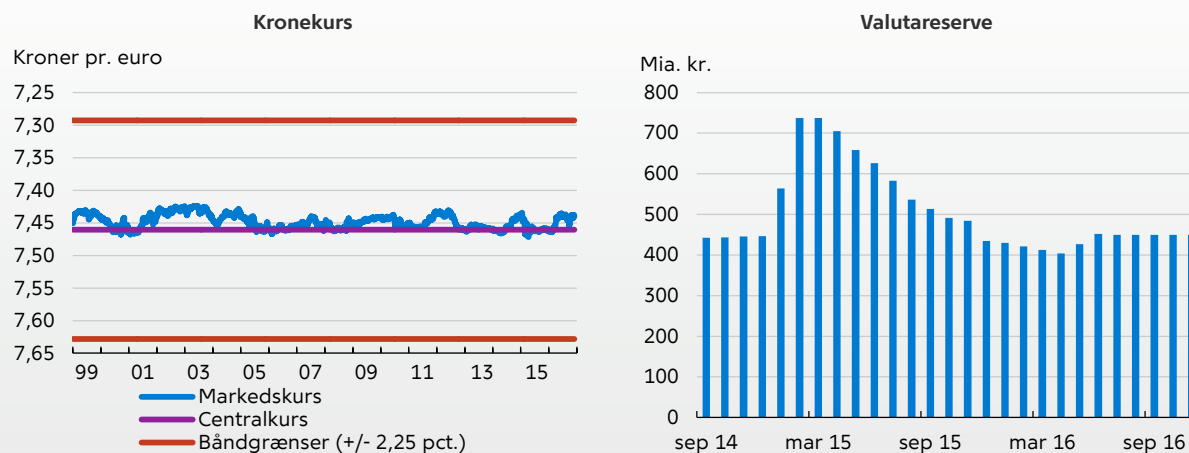
Omsætningen på kronevalutamarkedet sker i forskellige valutamarkedsprodukter, jf. boks 4. Siden 2013 er handlen i spot- og terminsforretning-

² Se boks 3 for en beskrivelse af ECB's opkøbsprogram.

³ Hvert tredje år står Bank for International Settlements, BIS, for koordineringen af en international statistik over omsætningen på valutamarkedet. Den seneste undersøgelse er foretaget i april 2016. Det danske bidrag indsamles af Nationalbanken på basis af besvarelser fra de væsentligste danske markedsdeltagere. For mere herom, se "Undersøgelse af det danske valuta- og derivatmarked 2016", Danmarks Nationalbank.

Kronen på den stærke side af centralkursen

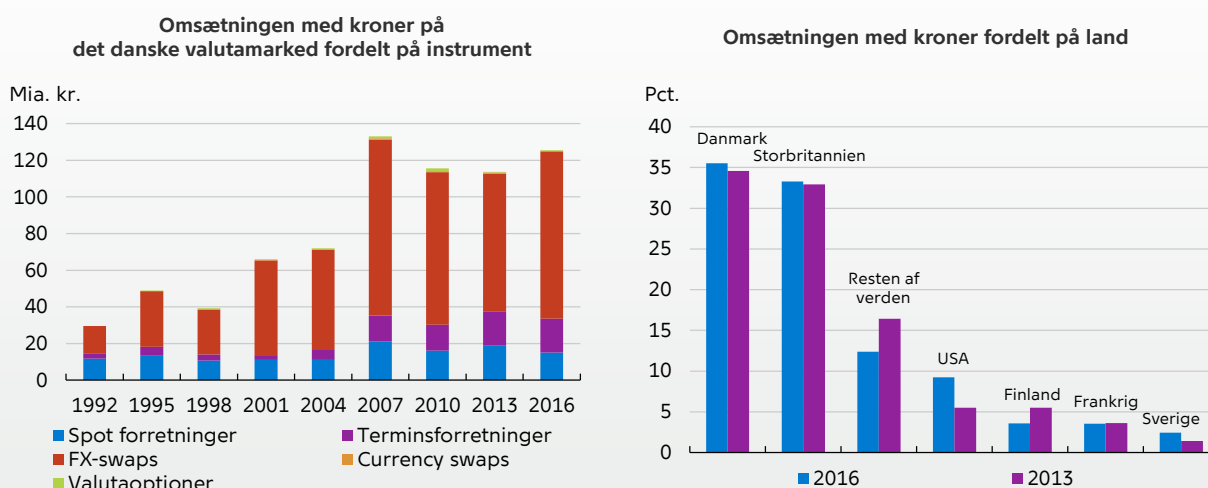
Figur 16



Anm.: Venstre figur: Omvendt skala. Seneste observation er 1. december 2016.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Lidt højere omsætning på det danske kronevalutamarked

Figur 17



Anm.: I undersøgelsen registreres alle valutahandler i valutapar. Hver enkelt valutahandel indgår derfor to gange. Omfatter handel med både finansielle og ikke-finansielle modparter. Venstre: Gennemsnitlig daglig omsætning i april måned i det pågældende år. Der er korigeret for dobbelttælling af indberetteres indbyrdes valutahandler. Højre: Andel af den globale omsætning med danske kroner, der involverer et pengeinstitut fra det pågældende land. Opgørelsesmetoden er ikke fuldt sammenlignelig med metoden til opgørelse af den samlede globale omsætning. For flere detaljer se "Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives in 2016", Bank for International Settlements.
Kilde: BIS og Danmarks Nationalbank.

ger faldet en anelse, mens omsætningen i FX-swaps er steget. Over en længere periode siden 2007 har fordelingen mellem de enkelte produkter på det danske kronevalutamarked været omtrent uændret.

Danske kroner handles ikke nødvendigvis via et pengeinstitut lokaliseret i Danmark. Det globale kronevalutamarked omfatter foruden det danske

kronevalutamarked også valutaomsætning med danske kroner, der involverer pengeinstitutter lokaliseret i udlandet. På det globale kronevalutamarked er den gennemsnitlige daglige omsætning steget fra 240 mia. kr. i april 2013 til 278 mia. kr. i april 2016. Omsætningen er steget i både spotforretninger, terminsforretninger og FX-swaps, hvoraf sidstnævnte udgør ca. 70 pct. af

Produkter på kronevalutamarkedet

Boks 4

De primære produkter på det danske kronevalutamarked er spotforretninger, terminsforretninger og FX-swaps. I spotforretninger veksles kroner mod fremmed valuta umiddelbart (typisk to dage) efter handlens indgåelse, mens der i terminsforretninger aftales veksling på et fremtidigt tidspunkt til en kurs aftalt ved forretningens indgåelse. Både spot- og terminsforretninger kan påvirke kronekursen, fordi efterspørgslen efter kroner ændres. I spotforretninger påvirkes efterspørgslen direkte. I terminsforretninger vil bankerne typisk afdække den indgåede terminsforretning med en spotforretning, som påvirker efterspørgslen.

FX-swaps består af en spothandel kombineret med en modgående terminshandel, og indebærer derfor typisk ikke en kurspåvirkning. FX-swaps ses ofte som et pengemarkedsprodukt, hvor der lånes ud eller optages lån i kroner mod valuta. Herudover findes der currency swaps og valutaoptioner.¹

1. Se Danmarks Nationalbank (2009), Pengepolitik i Danmark, for yderligere beskrivelse.

den samlede omsætning på det globale kronevalutamarked.

Af den samlede omsætning, hvor kroner indgår, udgør handlerne på det danske valutamarked ca. 36 pct. Det britiske valutamarked står for 33 pct., og dermed foregår ca. 70 pct. af den samlede om-

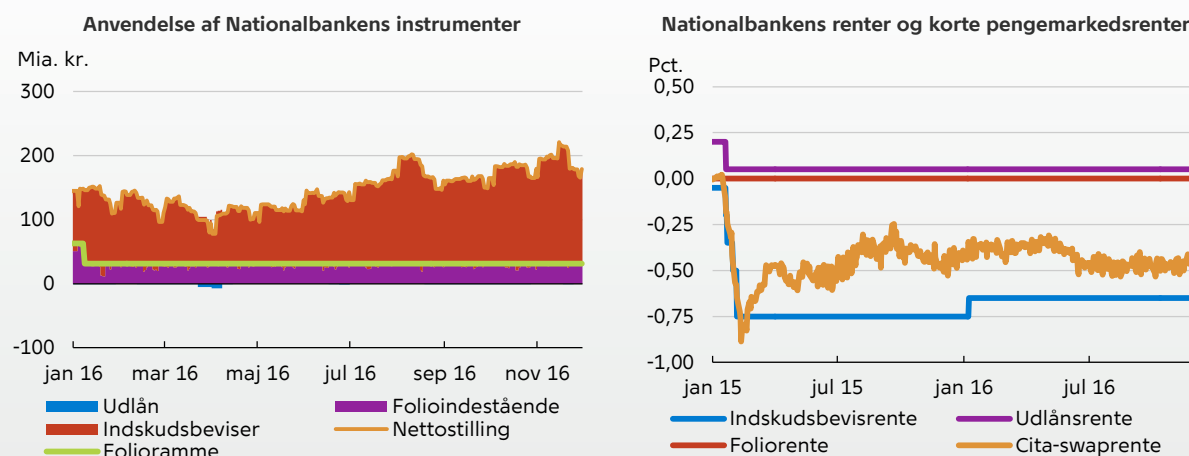
sætning med kroner på det danske eller britiske valutamarked, jf. figur 17 (højre).

Den danske pensionssektor er en af de centrale private aktører på kronevalutamarkedet, og sektorens betydning på valutamarkedet analyseres i artiklen "Pensionssektoren som aktør på valutamarkedet" i denne Kvartalsoversigt. På grund af fastkurspolitikken er pensionssektorens gennemsnitlige afdækning af valutaeksponering over for euro væsentlig lavere end over for fx dollar. Der er for euroeksponeringer stor forskel mellem selskaberne, nogle afdækker hele positionen, mens andre stort set ingen afdækning benytter. Det skyldes bl.a. forskelle i selskabernes produktsammensætning. Den gradvise overgang til markedsrenteprodukter betyder, at pensions-selskabernes behov for valutaafdækning løbende reduceres.

I begyndelsen af 2015 var der stor valutaindstømning til Danmark, bl.a. på grund af øget afdækning fra pensions-selskaberne. For at modgå presset mod kronen intervererede Nationalbanken for et stort beløb. Nationalbankens interventioner bidrager effektivt til at modvirke pres på kronekursen ved at påvirke forholdet mellem udbuddet af og efterspørgslen efter kroner, jf. artiklen "Effekter af Nationalbankens interventioner i valutamarkedet" i denne Kvartalsoversigt. Resultaterne i artiklen indikerer desuden, at der er

Bankernes nettostilling og korte pengemarkedsrenter er uændrede

Figur 18



Anm.: Seneste observation er 1. december 2016. Venstre figur: Nettostillingen betegner de pengepolitiske modparterers samlede nettomellemværende i kroner med Nationalbanken. Den er defineret som modparterernes 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.

en yderligere effekt af Nationalbankens interventioner, hvis markedsdeltagerne opfatter interventionerne som et tegn på en potentiel kommende renteændring.

LAV OMSÆTNING PÅ PENGEMARKEDET

Bankernes nettostilling over for Nationalbanken steg kortvarigt midt i november som følge af afdrag og rentebetalinger på statsgælden, jf. figur 18 (venstre). De seneste måneder har nettostil-

lingen været relativt konstant lidt under 200 mia. kr. Pengemarkedsrenterne har i samme periode været uændrede på omkring -45 basispoint, jf. figur 18 (højre).

Ifølge Nationalbankens årlige pengemarkedsundersøgelse er de senere års fald i omsætningen i pengemarkedet fortsat i 2016, jf. boks 5. Den beskedne omsætning skal ses i lyset af den rigelige kroneliquiditet for bankerne som helhed, hvorved behovet for at benytte pengemarkedet til

Fortsat lav omsætning på det danske pengemarked

Boks 5

Den samlede omsætning i danske pengemarkedslån var ifølge Nationalbankens årlige pengemarkedsundersøgelse fortsat på et lavt niveau i 2. kvartal 2016, jf. figur (venstre). Den beskedne omsætning skal ses i lyset af den rigelige kroneliquiditet for bankerne som helhed. Dertil kommer, at bankerne i vid udstrækning udnytter deres foliorammer i Nationalbanken fuldt ud, hvilket reducerer bankernes behov for at benytte pengemarkedet til at håndtere de daglige likviditetsudsving. I euroområdet har der også været en stor mængde overskydende likviditet i banksektoren. Det kommer bl.a. til udtryk ved, at omsætningen bag Eonia-fixingen er reduceret betydeligt – særligt efter ECB begyndte at opkøbe statsobligationer i marts 2015.

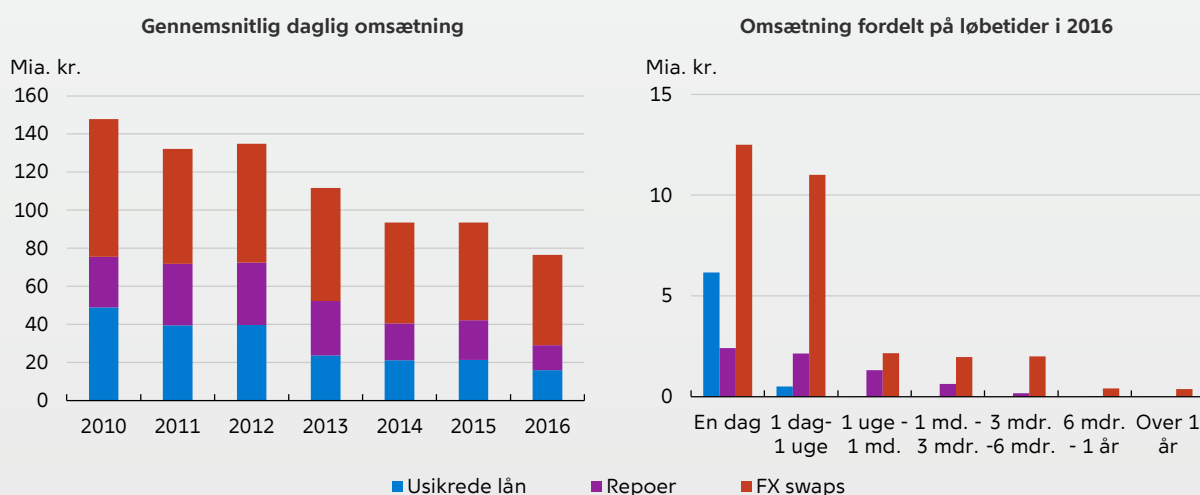
Pengemarkedsundersøgelsen omfatter den indbyrdes handel mellem penge- og realkreditinstitutter i kroner med løbetid op til 1 år. Dermed er den opgjorte omsætning i FX-swaps lavere i pengemarkedsundersøgelsen end i valutamarkedsundersøgelsen, der også omfatter handel med

øvrige finansielle aktører som fx pensions- og forsikringselskaber.

Det øgede fokus på likviditets- og kreditrisici siden finanskrisen har betydet et skifte fra usikrede lån til sikrede lån som repoer og FX-swaps. Repoer er lån mod sikkerhed i obligationer, mens FX-swaps kan ses som lån i kroner mod sikkerhed i valuta. Desuden har der været en tendens til, at løbetiden på lånene er blevet reduceret markant. Omsætningen i de usikrede udlån sker næsten udelukkende med løbetid på op til en uge, jf. figur (højre).

Pengemarkedet omfatter også rentederivativer som fx Cita-swaps, der er korte renteswaps, hvor der byttes en variabel rente (T/N-renten) mod en fast rente. Den faste rente fastsættes ved aftalens begyndelse. Cita-swaps kan bl.a. benyttes til at justere renterisikoen på en portefølje. Den gennemsnitlige daglige omsætning i Cita-swaps med en løbetid op til et år var godt 4 mia. kr. i 2. kvartal 2016, hvilket er lidt lavere end i samme kvartal året før.

Gennemsnitlig daglig omsætning for usikrede lån, repoer og FX-swaps på det danske pengemarked

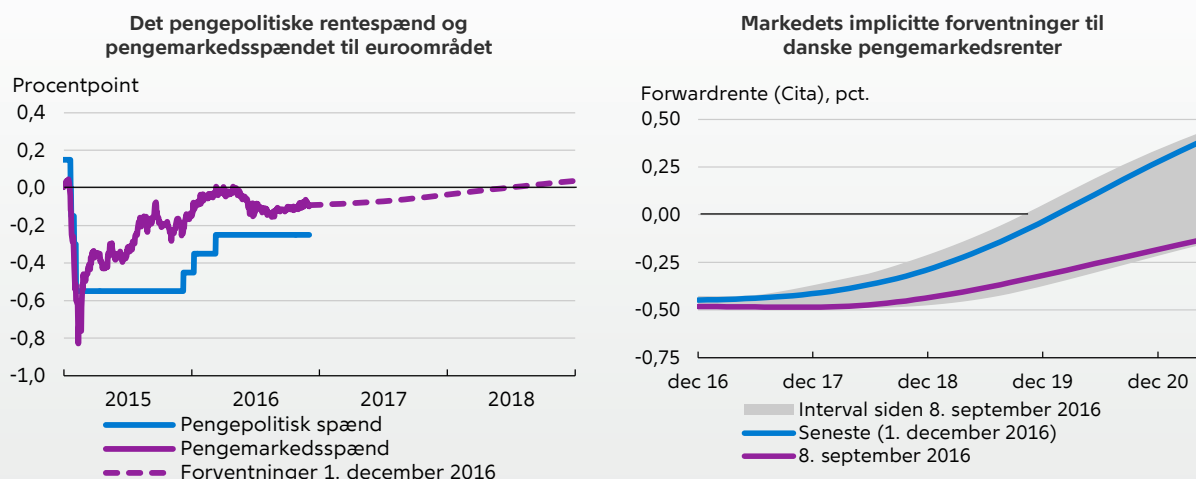


Anm.: Venstre figur: Gennemsnitlig omsætning i både ud- og indlån i april for 2010-11 og 2. kvartal 2012-16. Højre figur: Gennemsnitlig daglig omsætning i 2. kvartal 2016. Intervallerne dækker fra intervallets start og til og med intervallets slut. Fx dækker "1 uge - 1 måned" over lån med en løbetid over 1 uge og til og med 1 måned. Da lån over en længere periode kan opnås ved løbende at forny kortere lån i perioden, vil omsætningen tendere mod at være højere for korte løbetider end for lange. Fx kan der optages fem dag til dag-lån i stedet for et 1-uges udlån.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Pengemarkedsspænd og forventninger til pengemarkedsrenterne

Figur 19



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 aktuelle Cita- og Eonia-swaprenter med forskellige løbetider. Højre figur: Angiver forwardrenter beregnet ud fra Cita-renteswaps med forskellige løbetider og angiver, hvad dag til dag-renten på et givet tidspunkt forventes at være.

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

at håndtere de daglige likviditetsudsving generelt er mindre.

Desuden har Nationalbanken i de senere år gjort øget brug af ekstraordinære markedsoperationer. Det skal ses i lyset af, at sektorens samlede indestående på foliokonti i gennemsnit har været tæt på foliorammen i de senere år. Der skal derfor mindre stød til, før den samlede folioramme for sektoren overskrides. Derudover har mønstrene for indbetalinger til staten fra virksomhederne ændret sig de seneste år i takt med indførelsen af negative indlånsrenter for flere virksomheder.

Spændet mellem 3-måneders pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet har været omtrent uændret i de seneste måneder, jf. figur 19 (venstre). Udledt af aktuelle renter med længere løbetid forventer markedsdeltagere nu højere pengemarkedsrenter i euroområdet i de kommende år, end de gjorde for 3 måneder siden. Det samme gælder de markedsudledte forventninger til danske pengemarkedsrenter, jf. figur 19 (højre). Det betyder, at markederne forventer gradvis stigning af de pengepolitiske renter i Danmark. Samlet set indikerer markedspriserne, at spændet mellem pengemarkedsrenter i Danmark og i euroområdet forventes at være tæt på nul i de kommende år.

ANDELEN AF INDESTÅENDE I BANKER MED NEGATIVE RENTER UÆNDRER

Efter nedsættelserne af indskudsbevisrenten under presset på kronen i begyndelsen af 2015 har pengeinstitutterne været tilbageholdende med at sende den negative rente i Nationalbanken videre til små virksomheder og husholdningerne.⁴ Ifølge Nationalbankens seneste stikprøveanalyse foretaget i oktober har husholdningerne fortsat ikke negative renter på deres bankindskud. Andelen af ikke-finansielle virksomheder, der møder negative renter på indlån, er ca. 30 pct., jf. figur 20. Det er samme niveau som i den forrige undersøgelse fra marts 2016.

Forsikrings- og pensionsselskaberne har negative renter på en stor del af deres indskud i bankerne. Det skal ses i lyset af, at deres alternativ til indskud i banken er pengemarkedslignende instrumenter, hvor renterne er negative.

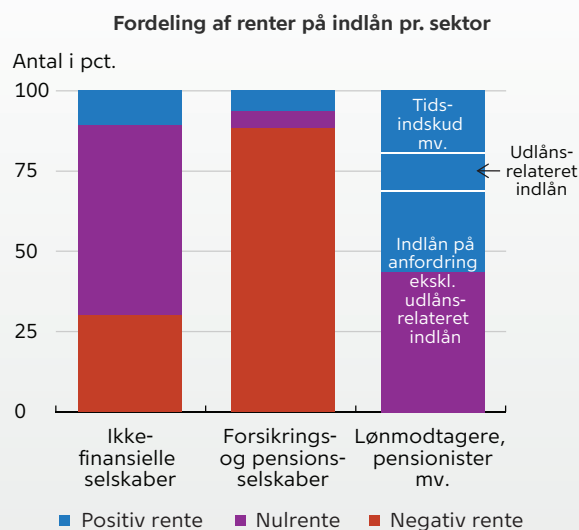
INGEN TEGN PÅ EKSTRAORDINÆR KONTANTEFTERSPØRGSEL

Der er fortsat intet, der tyder på, at de negative indlånsrenter til visse kundesegmenter har fået efterspørgslen efter kontanter til at stige ekstra-

4 Jf. Gennemslag fra Nationalbankens renter til pengeinstitutternes renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, 2016.

Negative renter udbredt blandt flere kundesegmenter

Figur 20



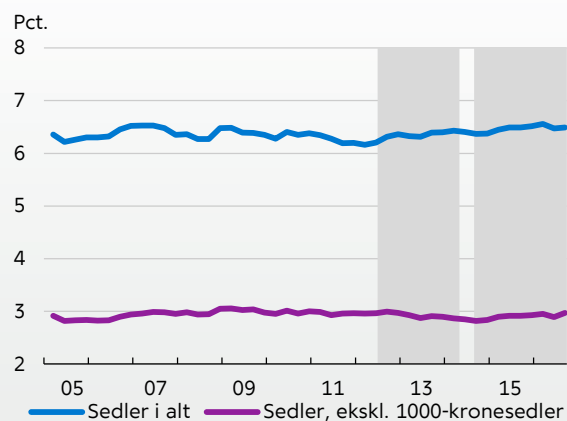
Anm.: Sammenlignet med undersøgelsen fra marts 2016 er stikprøven udvidet, så dækningen i forhold til Nationalbankens rentestatistik i september 2016 for indlån (ekskl. puljeordninger) fra lønmodtagere, pensionister mv. er ca. 72,5 pct. og for ikke-finansielle selskaber 77,5 pct. For indlån fra forsikringsselskaber og pensionskasser er dækningen ca. 60 pct. Til sammenligning var dækningen ved undersøgelsen i marts 2016 hhv. ca. 57 pct., 61 pct. og ca. 54 pct.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ordinært, jf. figur 21. Det skyldes bl.a., at husholdningernes indskud ikke forrentes negativt. For de øvrige sektorer er der en række omkostninger ved at håndtere store mængder kontanter, som skal holdes op mod den negative forrentning af deres bankindskud.

Kontantbrøk uændret

Figur 21



Anm.: Kontantbrøken er kontantomløbet som andel af det private forbrug i løbende priser. Serierne er sæsonkorrigerede. De grå arealer angiver perioder med negativ indskudsbevisrente. Seneste observation 3. kvartal 2016.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

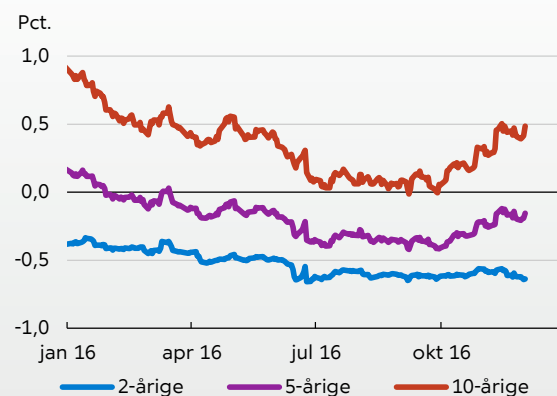
HØJERE LANGE RENTER

Siden begyndelsen af oktober er renterne på de længere danske statsobligationer steget, jf. figur 22. De kortere statsobligationsrenter har været omtrent uændrede, og rentekurven er dermed blevet stejlere. Udviklingen i de danske statsobligationsrenter følger udviklingen i euroområdet og USA, hvor de lange renter også er steget, og rentespændet til Tyskland er omtrent uændret. Stigningen i renterne skyldes bl.a. højere inflationsforventninger.

Renterne på realkreditobligationer er fulgt med statsobligationerne, om end med lidt mindre stigninger, så det 5-årige rentespænd mellem

Højere lange statsobligationsrenter i Danmark

Figur 22

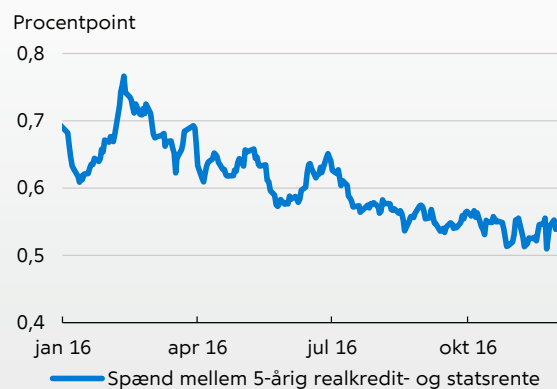


Anm.: Nulkuponrenter. Seneste observation er 1. december 2016.

Kilde: Nordea Analytics.

Lavere rentespænd mellem realkredit- og statsobligationer

Figur 23

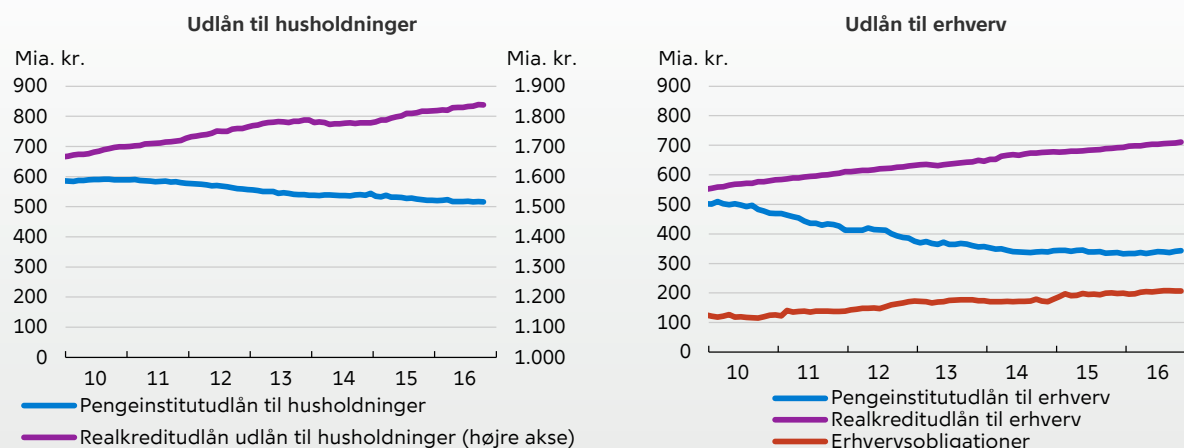


Anm.: Nulkuponrenter. Seneste observation er 1. december 2016.

Kilde: Nordea Analytics.

Det samlede udlån til erhverv og husholdninger vokser svagt

Figur 24



Anm.: Data er opgjort til nominel værdi og er sæsonkorregeret. Seneste observation er oktober 2016.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

stats- og realkreditobligationer er indsnævret yderligere, jf. figur 23.

BESKEDEN VÆKST I KREDIT TIL ERHVERV OG HUSHOLDNINGER

Kreditte til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder er vokset beskedent det seneste år. Det samlede udlån til husholdningerne fra penge- og realkreditinstitutter var i september knap 1 pct. højere i forhold til året før. Stigningen i udlånet skyldes øgede realkreditudlån, da udlånet fra pengeinstitutterne er faldet, jf. figur 24 (venstre).

Det samlede udlån til ikke-finansielle virksomheder steg med 2,8 pct. år-år i oktober. Det afspejler en stigning i realkreditudlån og erhvervsobligationer, mens udlånet fra pengeinstitutterne har været uændret, jf. figur 24 (højre).

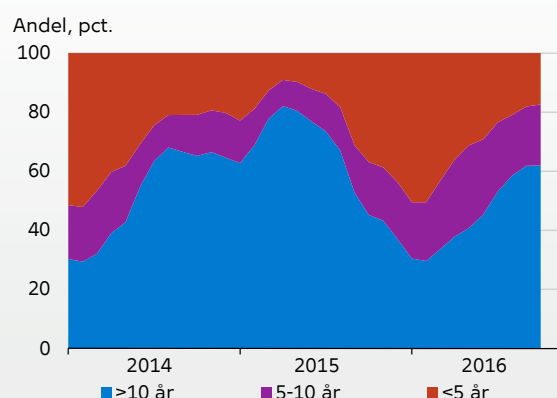
Rentebindingstiden på nye realkreditudlån ligger fortsat på et højt niveau. Andelen af lån med fast rente har været stigende siden årets begyndelse, jf. figur 25. Husholdningerne er i løbet af året i højere grad blevet tilskyndet til at optage lån med lang rentebinding og afdrag. Det skyldes, at bidragssatserne er steget for især lån med kort rentebindingstid. Desuden er forskellen mellem renterne på lange og korte realkreditobligationer reduceret.

KREDITSTANDARDERNE FOR HUSHOLDNINGERNE STRAMMES FORTSAT

I Nationalbanken seneste udlånsundersøgelse angav penge- og realkreditinstitutterne, at de

Rentebindingstiden på nye realkreditudlån er øget

Figur 25



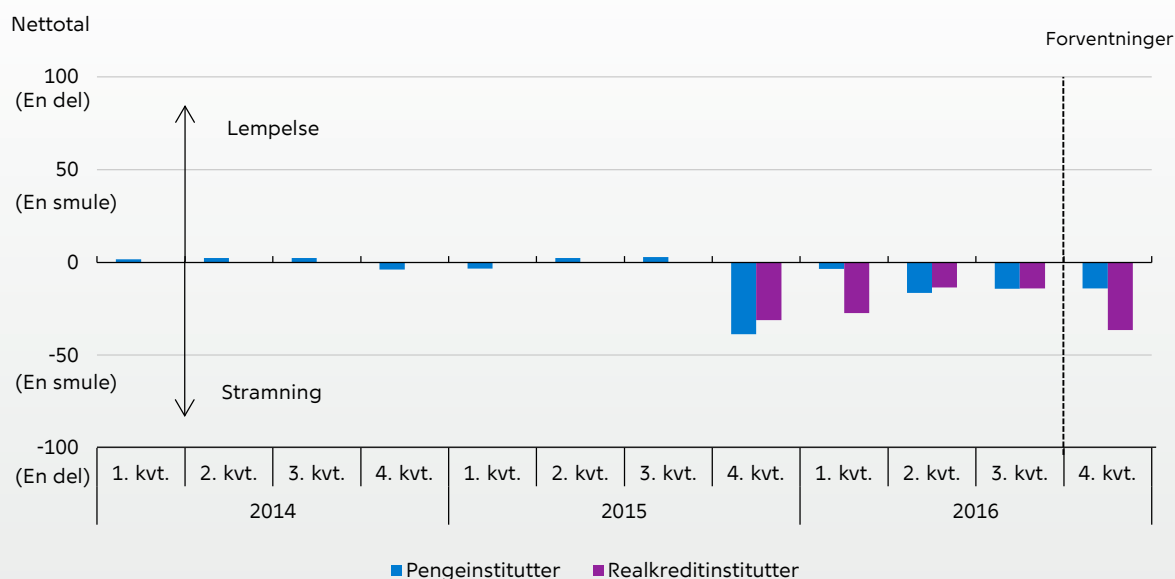
Anm.: Seneste observation er oktober 2016. 3 måneders glidende gennemsnit af nye realkreditudlån til lønmodtagere, pensionister, mv.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

forventer at stramme kreditstandarden over for husholdningerne i 4. kvartal, jf. figur 26. Det afspejler bl.a., at nogle realkreditinstitutter har hævet bidragssatserne i begyndelsen af 4. kvartal. Kreditpolitikken over for husholdningerne er de seneste fire kvartaler blevet strammet.

Kreditpolitikken over for erhverv er blevet lempet de seneste to kvartaler, og penge- og realkreditinstitutterne forventer at lempe yderligere i 4. kvartal.

Kreditstandarderne for husholdninger strammes yderligere

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 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

DANSK ØKONOMI ER PÅ VEJ IND I EN HØJKONJUNKTUR

Dansk økonomi er inde i et opsving. Det har igennem længere tid været klart på arbejdsmarkedet, og det blev yderligere understreget med Danmarks Statistiks seneste revision af nationalregnskabet, jf. boks 6. De reviderede tal viser en stærkere BNP-vækst i dansk økonomi siden finanskrisen i 2008 end den tidligere opgørelse. Væksten i det reale BNP flugter nu langt bedre med den stærke stigning i beskæftigelsen, der har fundet sted siden begyndelsen af 2013. Nationalbankens vurdering gennem de seneste par år af opsvingets styrke var i høj grad baseret på udviklingen på arbejdsmarkedet. Revisionen af BNP understreger, at en vurdering af udviklingen i dansk økonomi ikke kan baseres ensidigt på BNP-opgørelsen.

I 3. kvartal 2016 steg BNP 0,4 pct., jf. figur 27 (venstre). Det afspejler primært en stor lageropbygning, mens investeringer og det private for-

brug var omtrent uændret, jf. tabel 1. Stigningen i BNP skyldes især fremgang i industrien og i den finansielle sektor. Beskæftigelsen steg med 11.000 personer i 3. kvartal.

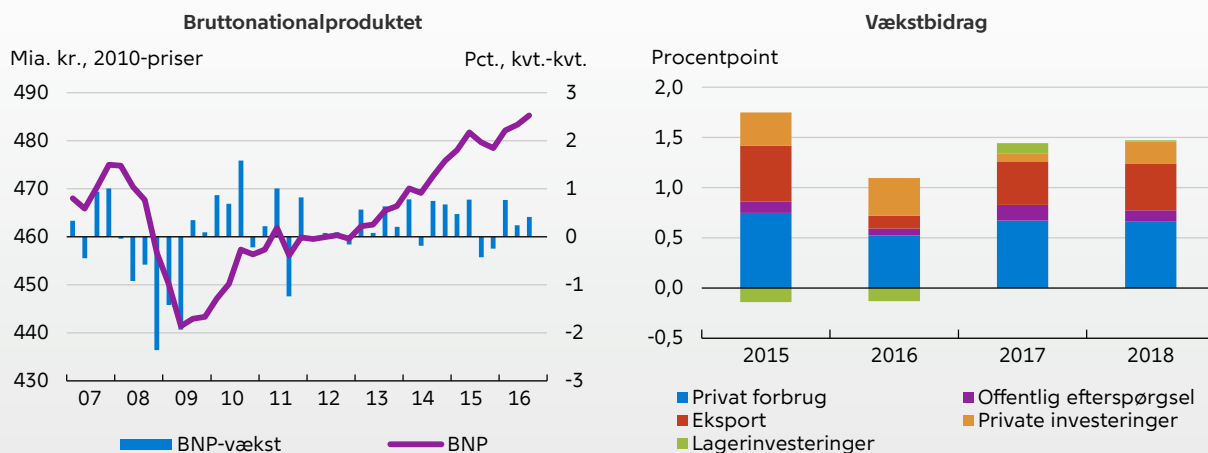
Underliggende er der fortsat stærke kræfter, der understøtter efterspørgslen, men de er blevet lidt svagere på det seneste. Udsigten for de danske eksportmarkeder er svækket. Det afspejler primært, at skønnene på importvæksten hos Danmarks samhandels partnere er justeret ned, jf. appendiks 1.

Lave renter skubber fortsat på efterspørgslen. Renterne på 10-årige statsobligationer er dog steget lidt siden oktober i de avancerede økonomier, særligt efter præsidentvalget i USA. I Danmark har det smittet af på boligrenterne. Den gennemsnitlige obligationsrente, der indgår i prognosen, forudsættes lidt højere frem mod 2018 sammenlignet med skønnet fra september.

Dollaren blev styrket efter valget i USA, og det har svækket den effektive kronekurs en smule på det seneste. Det kommer dog efter en styrkelse i månederne inden, så afsættet for prognosen indebærer en lille styrkelse i forhold til september. Det svækker isoleret set konkurrenceevnen.

Afbøjning af væksten i realt BNP

Figur 27



Anm.: Venstre figur: Kvartalsvis BNP, sæsonkorrigeret. Højre figur: Vækstbidragene er korrigeret for gennemsnitligt importindhold.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Den mindre efterspørgsel fra udlandet betyder sammen med lidt højere renter og styrkelsen af den effektive kronekurs, at der nu ventes et mere afdæmpet vækstforløb herhjemme. I en situation, hvor økonomien nærmer sig kapacitetsgrænsen, er det hensigtsmæssigt med mindre vækst i efterspørgslen.

Væksten i BNP i år skønnes til 1,0 pct. I 2017 og i 2018 ventes en vækst på henholdsvis 1,4 og 1,5 pct. Det er lidt mindre end i seneste prognose og afspejler helt overvejende den svagere eksportudvikling. I år trækkes væksten primært af det private forbrug, jf. figur 27 (højre). I de kommende år ventes eksporten i højere grad at trække væksten sammen med det private forbrug.

De disponible indkomster vokser støt, og renteniveauet er fortsat lavt. Det giver et godt afsæt for det private forbrug. I samme retning trækker en vis genopretning af forbrugskvoten, der fortsat ligger lavt i forhold til et gennemsnit siden 1995. Samtidig ligger formuekvoten over sit gennemsnit, hovedsagelig som følge af en stigende boligformue. Det private forbrug ventes på den baggrund at vokse med 1,9 pct. i år og 1,7 pct. næste år, og igen lidt stærkere i 2018. Der ventes også fremgang i de private investeringer de kommende år. Det afspejler en strammere kapacitetssituation.

Konjunkturforløbet indebærer, at fremgangen i beskæftigelsen bremser lidt op, men fortsat med pæn vækst frem mod 2018. Opbremsningen har været forudset i nogen tid, men beskæftigelses-

fremgangen har hver gang vist sig stærkere end ventet. Den hidtil opgjorte svage produktionsfremgang siden 2009 berettigede ikke umiddelbart til en forventning om fortsat stærk beskæftigelsesvækst. Opbremsningen i beskæftigelsen har derfor været forholdsvis brat i de seneste prognoser, men antages nu at ske mere gradvis. Med afsæt i den nye opgørelse af BNP og stærkere beskæftigelsesfremgang i 3. kvartal end ventet er beskæftigelsen opjusteret gennem resten af prognoseperioden med 14.000 personer til næste år og 11.000 personer i 2018. Det er dog fortsat en svagere fremgang end hidtil under opsvinget. Beskæftigelsen ventes nu at stige med knap 50.000 personer fra 3. kvartal 2016 til 4. kvartal 2018.

Med opjusteringen af beskæftigelsen og det svagere vækstforløb er forventningen til produktivitetssudviklingen fremadrettet nedjusteret. Produktiviteten i de private byerhverv ventes igen gennem prognoseperioden at stige med godt 0,8 pct. pr. år. Det er lidt mindre end gennemsnittet hidtil under opsvinget på 1,1 pct. Et sådant forløb, hvor beskæftigelsen trækker en større del af produktionsfremgangen, stemmer bedre overens med et normalt konjunkturforløb i den aktuelle situation, hvor dansk økonomi er et stykke inde i opsvinget. Det indikerer samtidig, at opsvinget bevæger sig mod en højkonjunktur, dvs. en situation med et positivt produktionsgab, jf. boks 7.

Det estimerede produktionsgab er med revisionen indsnævret noget og skønnes nu til -0,6 pct.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 1

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2016						
	2015	2016	2017	2018	1. kv.	2. kv.	3. kv.
BNP	1,6	1,0	1,4	1,5	0,8	0,2	0,4
Privat forbrug ¹	1,9	1,9	1,7	1,9	0,7	0,3	0,0
Offentligt forbrug	0,6	0,9	0,5	0,6	0,9	0,6	1,4
Boliginvesteringer	3,8	11,1	1,0	3,4	9,6	0,1	-3,3
Offentlige investeringer	-3,9	0,3	-0,9	-0,7	2,0	-0,9	-3,3
Erhvervsinvesteringer	4,1	0,3	2,2	2,3	-1,4	-0,2	2,2
Lagerinvesteringer mv. ²	-0,3	-0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,5
Eksport	1,8	0,1	2,4	2,4	-0,6	1,0	0,0
Industrieksport	0,7	0,4	2,4	3,0	3,2	0,4	-1,1
Import	1,3	0,9	2,7	2,8	-0,8	0,5	0,8
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.829	2.875	2.909	2.927	2.859	2.870	2.882
Ledighed, brutto, 1.000 personer	123	112	108	106	114	112	112
Betalingsbalance, pct. af BNP	9,1	7,4	7,1	6,9	7,2	8,6	6,6
Offentlig saldo, pct. af BNP	-1,3	-1,5	-1,5	-1,2	-1,5	-0,3	-2,2
Huspriser ³ , pct. år-år	6,1	3,9	3,0	2,7	4,5	3,8	3,9
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,2	0,0	1,1	1,8	0,1	-0,1	-0,1
Timeløn, pct. år-år	1,8	2,2	2,5	2,7	2,2	2,1	2,1

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

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

3. Kontantpriser på enfamiliehuse.

af BNP i 2016. Konjunkturforløbet indebærer, at arbejdsmarkedsgabet lukkes allerede næste år. Der er fortsat plads til lønvækst og flere beskæftigede, og dansk økonomi kan i en periode godt befinde sig i en situation med et positivt gab. Det er imidlertid vigtigt, at det ikke fører til store ubalancer i form af et overophedet arbejdsmarked og en boligprisboble som i midten af 2000'erne. I takt med at beskæftigelsen er steget og ledigheden faldet, viser nogle indikatorer tegn på stigende pres på arbejdsmarkedet.

Der er såvel nedadrettede som opadrettede risici ved prognosen.

Den globale tendens til at vende ryggen til fordelene ved frihandel kan – hvis det omsættes i protektionistiske tiltag – hæmme samhandlen internationalt og dermed svække eksporten yderligere. Hvis der kommer en meget ekspansiv

finanspolitik i USA, som der lægges op til af den kommende præsident, kan det på den ene side styrke dansk eksport til USA. Men på den anden side kan markedsreaktionen blive en abrupt stigning i den lange rente, som vil ramme andre danske eksportmarkeder og den indenlandske efterspørgsel herhjemme.

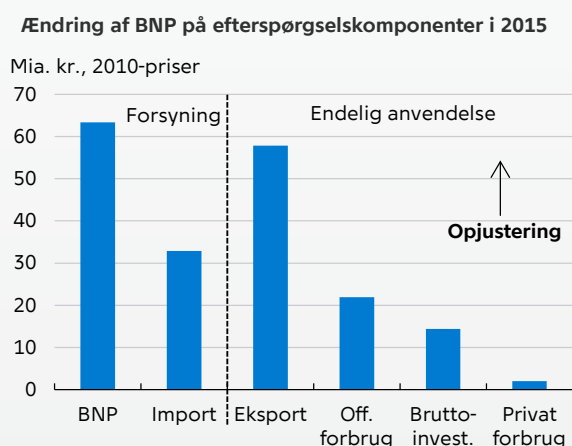
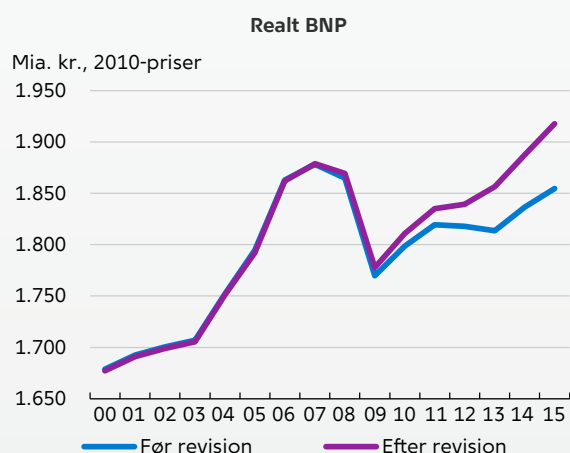
Indenlandsk er der især usikkerhed knyttet til det efterspørgselspotentiale, der ligger i en hurtigere end forudset genopretning af de aktuelt lave forbrugs- og investeringskvoter. Det kan give en stærkere fremgang i den indenlandske efterspørgsel end indregnet i prognosen. Muligheden herfor forstærkes af et fortsat lavt renteniveau, en lavere oliepris samt ekspansive tiltag på boligmarkedet i form af fastfrysning af grundskylden.

Ekstraordinære revisioner af det årlige nationalregnskab har medført en betydelig opjustering af væksten i realt BNP siden 2009. Revisionerne dækker bl.a. over en revision af betalingsbalancestatistikken og reviderede beregninger af offentlige sygehustjenester. Kombineret med en nedjustering af præsterede arbejdstimer er timeproduktiviteten siden 2009 steget mere end hidtil antaget.

I betalingsbalancens opgørelse af eksporten benyttes et ejerskifteprincip, og eksporten indeholder handel med varer,

der ikke passerer den danske grænse. Det vedrører både køb og salg af varer (merchancing) og salg af varer i udlandet efter forarbejdning i udlandet. Denne handel er med revisionerne blevet indarbejdet på en mere fyldestgørende måde end hidtil. Der har medført, at eksporten er hævet med knap 60 mia. kr. i 2015. Importen er dog ligeledes opjusteret med ca. 30 mia. kr.

Stærkere realvækst trukket af fremgang i eksport, offentligt forbrug og investeringer

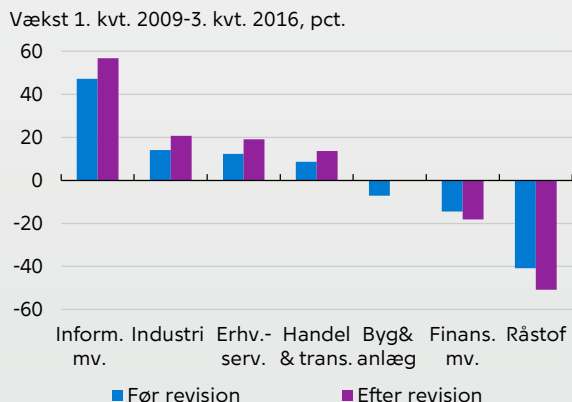
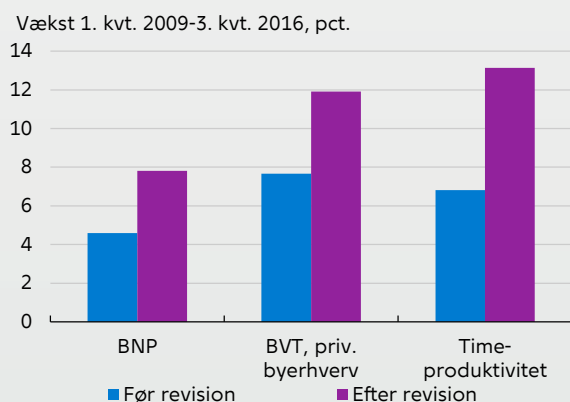


Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Det reale BNP er i 2015 blevet justeret op med 3,4 pct. og passerende ifølge de nye tal allerede i 2014 det tidligere topunkt forud for finanskrisen, jf. figur ovenfor (venstre). Det ville ifølge de tidligere prognoser tidligst ske i løbet af 2017. Den gennemsnitlige årlige vækst i perioden 2010-15 er nu opgjort til 1,3 pct. p.a. mod tidligere 0,8 pct. p.a. Opjusteringen af BNP er især drevet af eksporten, jf. figur ovenfor (høj-

re). Hertil kommer, at niveauet for realt offentligt forbrug er opjusteret med ca. 20 mia. kr. Også bruttoinvesteringerne er øget. Revisionen er ujævnt fordelt på brancher, jf. figur nedenfor (højre). Det er især brancherne information mv., bygge- og anlæg, erhvervsservice samt industri, der er opjusteret, mens finansiering mv. samt råstofudvinding ligger lavere i det reviderede nationalregnskab.

Oprevision af realt BVT og timeproduktivitet, men forskel mellem brancher



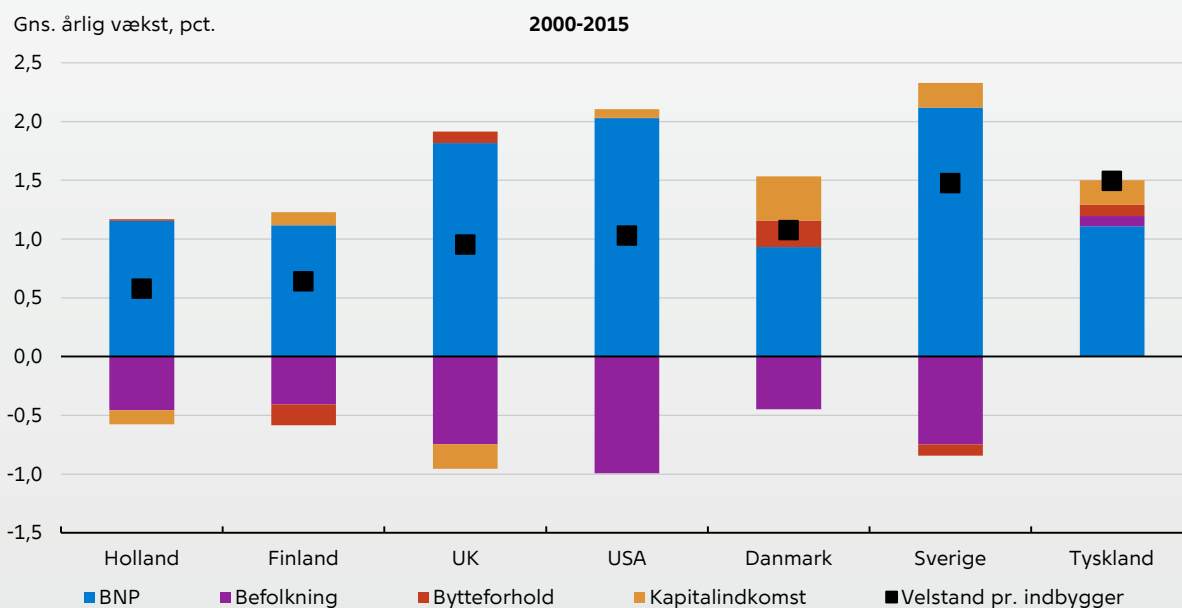
Anm.: Udviklingen i realt BNP og BVT over perioden. Venstre figur: Timeproduktivitet i private byerhverv.
Kilde: Danmarks Statistik.

Antallet af arbejdstimer i de private byerhverv er justeret ned med 1,5 pct. i 2015 efter en revidering af arbejdstidsregnskabet, således at arbejdstiden er steget langsommere siden 2012. Sammen med en oprevison af bruttoværditilvæksten betyder det, at timeproduktiviteten steg mere efter krisen end hidtil antaget, jf. figur ovenfor (venstre). Produktivitetsvæksten i de private byerhverv er fordoblet fra 1. kvartal 2009 til 3. kvartal 2016.

Tages der ud over BNP hensyn til udvikling i bytteforhold, afkast af udlandsformue og befolkning, dvs. den

bytteforholdskorrigerede reale bruttonationalindkomst pr. indbygger, har analysen hidtil vist, at udviklingen i velstanden herhjemme har været på linje med udlandets de seneste 15 år. At der nu også tegner sig et billede af en stærkere vækst i det reale BNP betyder, at Danmark rykker op ad rangstigen. Væksten i Danmarks velstand de seneste 15 år har været blandt de højeste blandt de lande, vi normalt sammenligner os med, men fortsat lidt svagere end i Sverige og Tyskland, jf. figur nedenfor.

Velstandsudviklingen pr. indbygger de seneste 15 år har været blandt de højeste



Anm.: "Velstand pr. indbygger" viser den gennemsnitlige årlige vækst i perioden 2000-15 i den bytteforholdskorrigerede reale bruttonationalindkomst pr. indbygger.

Kilde: OECD, US Bureau of Labor, Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

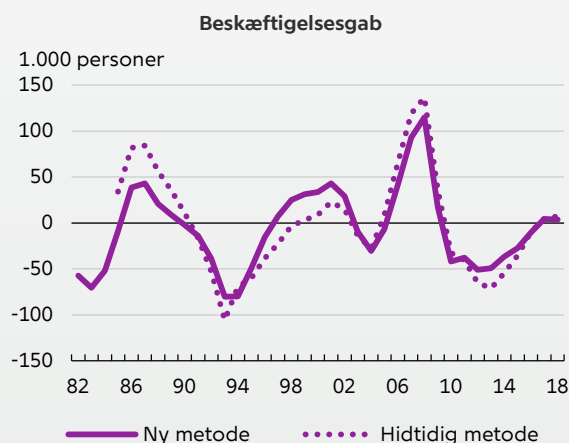
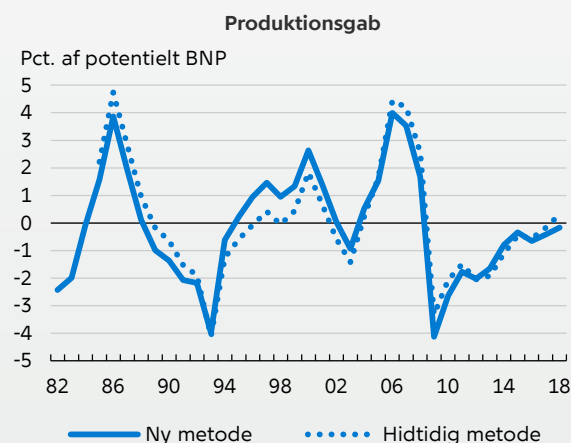
Produktionsgabets angiver, hvor langt den danske produktion (målt ved BNP) er fra det strukturelle niveau, svarende til en normal kapacitetsudnyttelse i økonomien. Gabet er en central del af Nationalbankens konjunkturvurderinger, som også politikanbefalingerne er knyttet an til. Metoden til at estimere produktionsgabets bør derfor med jævne mellemrum genbesøges og eventuelt justeres med henblik på at levere så præcise og pålidelige resultater som muligt i realtid. Boksen her præsenterer nye beregninger af produktionsgabets, som også dokumenteres i et kommende arbejdspapir.

Nationalbankens metode til beregning af produktionsgabets tager udgangspunkt i produktionsfaktorer, der indgår i den samlede produktion i dansk økonomi.¹ Produktionsgabets beregnes derfor i praksis på baggrund af gab i produktiviteten (TFP-gabet) og arbejdskraften (beskæftigelsesgabets). Beskæftigelsesgabets indeholder både den ledige kapacitet, der er i arbejdsstyrken (ledighedsgabet), og den der er uden for arbejdsstyrken (arbejdsstyrkegabets). Denne tilgang er ikke ændret, men de enkelte modeller af ledigheds- og arbejdsstyrkegab samt produktivitetsgab er justeret.

Helt overordnet giver metodeændringen ikke anledning til et væsensforskelligt billede af kapacitetspresset i dansk økonomi, jf. figurerne nedenfor. Det hænger sammen med, at den reviderede metode grundlæggende anvender samme information og indikatorer som før, og det afspejler, at Nationalbankens metode også før revisionen gav et forholdsvis pålideligt billede af konjunkturerne, jf. Danielson og Jørgensen, 2015. Metoden er særlig justeret, så den tager bedre højde for demografiske ændringer på arbejdsmarkedet samt bliver mere robust over for datarevisioner i estimeringen af strukturel ledighed.

Det er vigtigt at understrege, at beskæftigelses- og produktionsgabets er beregnede størrelser, som altid vil være behæftet med usikkerhed. Usikkerheden betyder, at man skal være påpasselig med at fortolke håndfast på konjunkturgabenes præcise størrelse. Estimerede gab bør ikke stå alene, når man vurderer konjunktursituationen. Det vil altid være nødvendigt at anlægge et bredere perspektiv.

Produktionsgab og beskæftigelsesgab



Anm.: Estimationerne på ny og hidtidig metode er foretaget på samme datagrundlag.
Kilde: Egne beregninger.

Strukturel bruttoledighed og bruttoledighedsgab

Estimation af strukturel bruttoledighed sker i en model, som knytter pris- og lønudviklingen sammen med udviklingen på arbejdsmarkedet. Hidtil er ledighedsgabet (forskellen mellem faktisk og strukturel bruttoledighed) estimeret på baggrund af udviklingen i lønvoten fra nationalregnskabet. Lønvoten er grundlæggende et udtryk for forholdet mellem udviklingen i realløn og produktivitet, og den udgør derfor en indikator for lønpresset på arbejdsmarkedet. Se boks 4.1 i Andersen og Rasmussen, 2011, for en diskussion af sammenhængen mellem lønvoten og ledighedsgabet.

Lønvoten revideres imidlertid ofte og til tider ganske betragteligt. Det gør den i perioder uhensigtsmæssig som

indikator, fordi den over tid kan give tvetydige signaler om udviklingen på arbejdsmarkedet på et givet tidspunkt. I stedet estimeres strukturel bruttoledighed nu i en mere generel tilgang, hvor der tages udgangspunkt i reallønsudviklingen. Modellen inddrager – ligesom før – derudover information om ændringer i råvarepriser, valutakurser samt produktivitet. Estimationen hviler dermed på samme teoretiske grundlag som før, men den bliver lidt mere robust.

Den nye estimation ændrer ikke på vurderingen af den strukturelle ledighed siden midten af 2000'erne, jf. figur nedenfor (venstre). Til gengæld estimeres det strukturelle ledighedsniveau lidt højere i slutningen af 1990'erne end tidligere og noget lavere i 1980'erne.

1. Se Danielson og Jørgensen 2015 samt Andersen og Rasmussen 2011 for en gennemgang af Nationalbankens hidtidige metode til beregning af produktionsgabets.

Strukturel erhvervsfrekvens og arbejdsstyrke

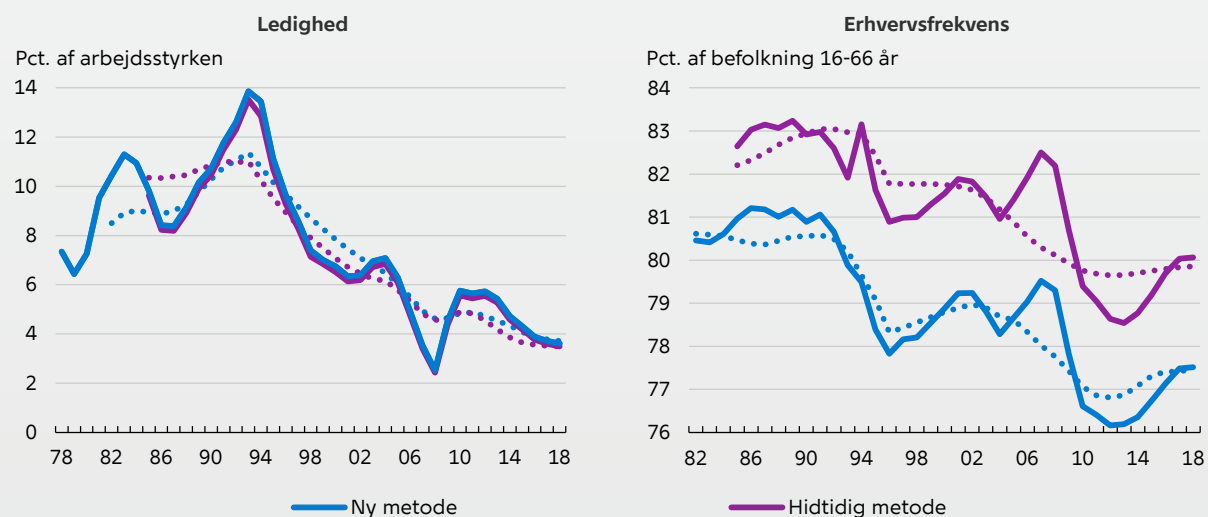
Ligesom ledigheden svinger erhvervsdeltagelsen med konjunkturerne. Det skyldes bl.a., at arbejdsstyrken ikke indeholder jobsøgende personer udenfor bruttoledigheden, herunder selvforsørgende ledige og jobsøgende studerende. Særligt for unge, der i større grad er under uddannelse, samt personer i alderen 30 til 49 år varierer erhvervsdeltagelsen med konjunkturerne, mens den for de ældre aldersgrupper er mere stabil over konjunkturerne, jf. Danielsen og Jørgensen (2015).

For at tage bedre hånd om de demografiske forskelle i beregningen af konjunkturgabet i arbejdsstyrken opdeles arbejdsstyrken i fem aldersgrupper, som håndteres for sig. For de 16-29 årige og de 30-49 årige opstilles hver sin model, som inddrager information om manglen på arbejdskraft til at udlede konjunkturvariationen i erhvervsfrekvensen. Modellerne er grundlæggende de samme som den hidtidige metode, men tilpasset særlige forhold for de enkelte aldersgrupper, herunder bl.a. de unges øgede tilbøjelighed

til at studere. For de øvrige aldersgrupper over 49 år er konjunkturbevægelserne ret begrænsede, og her beregnes den strukturelle erhvervsfrekvens ved udglatning.

Den nye estimationsmetode baseres i modsætning til den hidtidige på arbejdsstyrken ekskl. personer på orlov. Derfor reduceres både den faktiske og den strukturelle erhvervsfrekvens i et lidt større omfang end hidtil fra begyndelsen af 1990'erne og frem, jf. figur nedenfor (højre). Fra midten af 2000'erne er den reducerede strukturelle erhvervsfrekvens særligt drevet af en øget studiefrekvens blandt de unge, mens en stigende erhvervsdeltagelse blandt de ældre, bl.a. som følge af reformer af tilbagetrækningsalderen, trækker den modsatte vej.

Ved overgangen til den nye estimationsmetode er konjunkturgabet henover højkonjunkturerne i midten af 2000'erne og under det efterfølgende tilbageslag indsnævret en anelse. Den aktuelle vurdering af den ledige kapacitet uden for arbejdsstyrken er imidlertid uændret.

Faktisk og strukturel ledighed og erhvervsfrekvens

Anm.: Stiplede linjer angiver strukturelt niveau. Erhvervsfrekvensen er defineret som summen af antallet af personer i beskæftigelse og bruttoledigheden fratrasket personer i støttet beskæftigelse delt med antal personer i alderen 16-66 år. I den hidtidige metode indgik personer på orlov mv. i arbejdsstyrken, og det er derfor, at der er forskel på den faktiske erhvervsfrekvens og på ledigheden i procent af arbejdsstyrken.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Faktisk og strukturel totalfaktorproduktivitet (TFP)

Konjunkturudsving i produktiviteten afspejler, at virksomhederne typisk tilpasser, hvor intensivt de eksisterende maskiner anvendes, og hvor mange timer de ansatte arbejder i forskellige konjunktursituationer. Kapacitetsudnyttelsen – og dermed produktivitetsvæksten – vil ofte stige i begyndelsen af et økonomisk opsving og falde under en konjunkturafmatning. Det afspejler, at virksomhederne ofte justerer deres input af kapital og arbejdskraft med en vis træghed efter konjunkturvendinger, fx fordi det kan være forbundet

med omkostninger at tilknytte ny arbejdskraft og anskaffe nye maskiner.

Nationalbanken udnytter den spørgeskemabaserede information om omfanget af ledig kapacitet i industrien opgjort af Danmarks Statistik. Hidtil er indikatoren for ledig kapacitet anvendt i en simpel statistisk udglætning. Det er ændret, så der nu specificeres en model for faktisk og strukturel TFP, ligesom for ledigheden og erhvervsdeltagelsen. Det giver overordnet det samme billede som med den hidtidige metode, og resultaterne peger på, at TFP gabet reelt er lukket i 2016.

Litteratur:

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

Danielsen, Troels og Casper Winther Jørgensen (2015), Beregning af produktionsgab, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

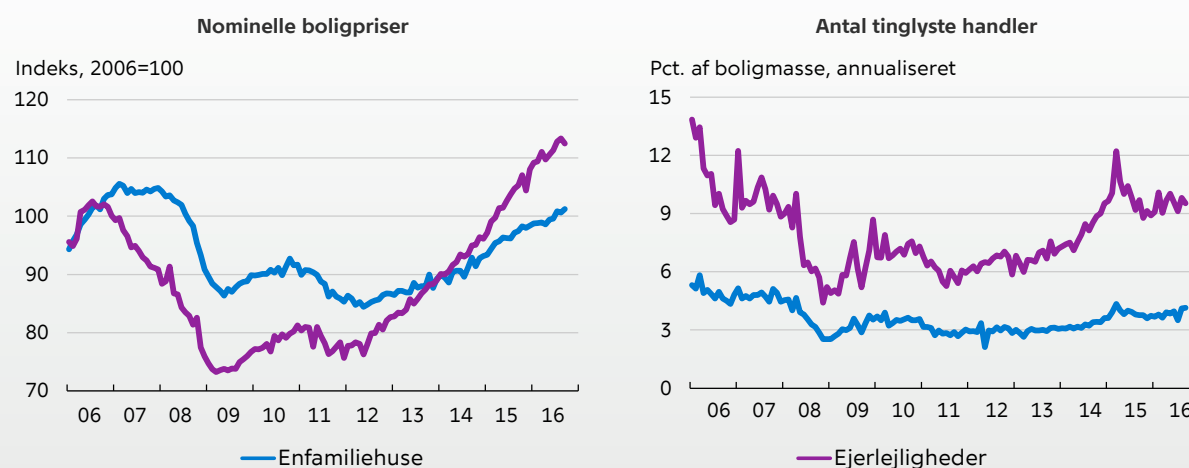
PRISEN PÅ EJERBOLIGER STIGER LIDT LANGSOMMERE

Priserne på enfamiliehuse stiger fortsat, men årsstigningstakten er dæmpet en smule, jf. figur 28 (venstre). Prisen på parcel- og rækkehuse lå i september 4 pct. over niveauet året før, mens ejerlejligheder var steget med knap 7 pct. Især i de store byer er stigningstakten i prisen på ejerboliger fortsat høj⁵. Prisniveauet på ejerlejligheder

der i København er højt i forhold til indkomst- og renteniveau. Dertil kommer en risiko for, at prisudviklingen er drevet af selvopfyldende forventninger. Samtidig er rentefølsomheden højere end for landet som gennemsnit. Det gør det københavnske boligmarked sårbart over for pludselige rentestigninger. Der er dermed stor risiko for, at en fortsættelse af de seneste års reale prisstigninger vil blive efterfulgt af tilsvarende prisfald.

Fortsat fremgang på boligmarkedet

Figur 28



Anm.: Egen sæsonkorrektur.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

5 I artiklen "Regionale aspekter på boligmarkedet" i dette nummer af Kvartalsoversigten analyseres markedet for ejerlejligheder i København.

Omsætningen af enfamiliehuse målt ved antallet af tinglyste handler sat i forhold til boligmassen har ligget stabilt igennem 2016. Det gælder både enfamiliehuse og ejerlejligheder. For ejerlejligheder er omsætningen forholdsvis høj set i forhold til perioden efter finanskrisen i 2008, jf. figur 28 (højre). Også udbuddet af huse og ejerlejligheder har ligget fladt i den forløbne del af 2016.

Udviklingen i såvel priser som handelsaktivitet skal ses i lyset af boligrenterne. Både den korte og den lange realkreditrente har været støt faldende igennem 2016, men den seneste måned er den lange rente steget lidt. Det fortsat lave renteniveau og fremgang i de disponible indkomster kan bidrage til yderligere boligprisstigninger den kommende tid. Omvendt har priserne været stigende i nogen tid og er nogle steder kommet ganske højt op. På den baggrund skønnes huspriserne for landet som helhed at stige med omkring 3 pct. om året de kommende år.

STAGNATION I EKSPORTEN AF VARER OG FALD I EKSPORTEN AF TJENESTER

I oktober blev der offentliggjort en revision af betalingsbalancen tilbage til 2005. Revisionen betød et løft i overskuddet på betalingsbalancens løbende poster, særligt i de senere år. Overskuddet på betalingsbalancen over de seneste 12 måneder frem til og med september er med de reviderede tal 160 mia. kr., svarende til 8 pct. af BNP, mod 190 mia. kr. i den forudgående 12-måneders periode.

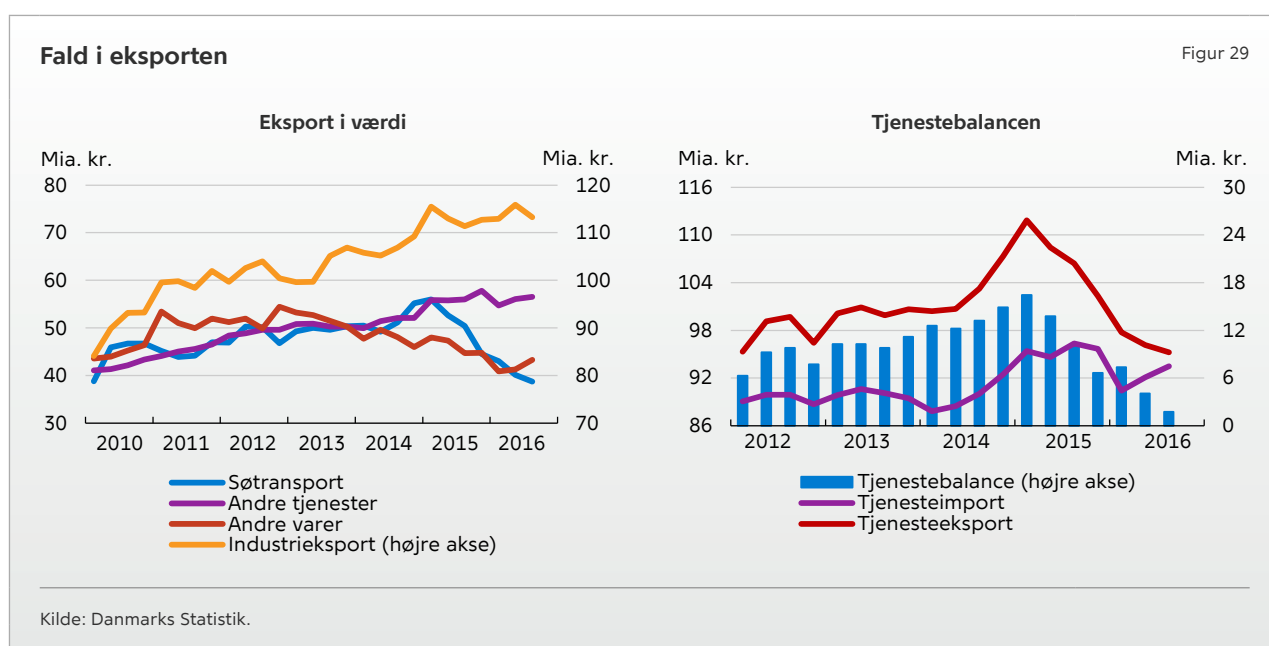
Der forventes fortsat betydelige overskud på betalingsbalancen de kommende år, bl.a. som følge af det løbende afkast på udlandsformuen.

Handelstallene i betalingsbalancen viser, at vareeksporten ekskl. skibe, fly og brændsel mv. i september lå lidt højere end for et år siden, men i de seneste måneder er såvel eksporten som importen af varer faldet. Det er ifølge udenrigshandelsstatistikken især en nedgang i industrivarehandelen, der får den samlede vareeksport til at falde, mens der omvendt har været en stigning i fødevareeksporten og af eksporten af råvarer og brændsel, jf. figur 29 (venstre).

Tjenesteeksporten er i årets første tre kvartaler faldet med over 11 pct. set i forhold til samme periode sidste år. Det skyldes hovedsagelig et markant fald i eksporten af søtransport som følge af nedgang i fragtraterne. Det må bl.a. ses i lyset af en stagnerende verdenshandel, hvor det globale BNP for første gang i lang tid nu vokser hurtigere end samhandelen. Overskuddet på tjenestebalancen var knap 2 mia. kr. i 3. kvartal, hvilket er markant mindre end i de senere år, jf. figur 29 (højre).

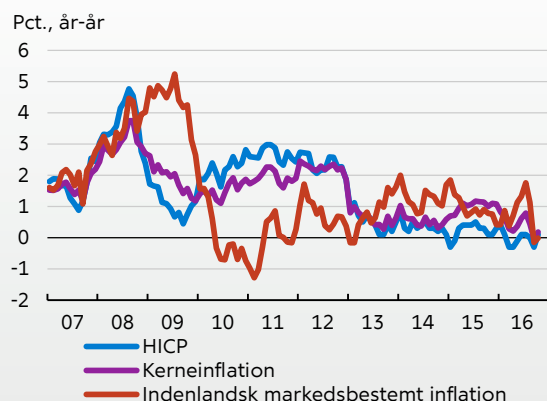
PRISPRESSET I ØKONOMIEN ER LAVT

Forbrugerpriserne udvikler sig fortsat svagt. Årstigningstakten i det EU-harmoniserede forbrugerprisindex, HICP, var 0,1 pct. i oktober, jf. tabel 2. Månedens før faldt forbrugerpriserne med 0,3 pct. Der har i noget tid været faldende priser på varer. De seneste måneder har der været betyde-



Fortsat lave prisstigninger

Figur 30



Anm.: HICP viser de EU-harmoniserede forbrugerpriser.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

lige prisfald på kommunikation, hvor priserne i oktober lå ca. 10 pct. under niveauet i foråret.

Kerneinflationen, der viser priserne ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, har de seneste måneder været tæt på nul, efter i en periode at have ligget lidt højere, jf. figur 30.

Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, der på længere sigt bestemmes af omkostningsudviklingen i økonomien, har de seneste par

måneder været tæt på nul. Det er et fald i forhold til niveauet i første del af året, hvilket bl.a. kan tilskrives et stort fald fra juni til juli i roamingomkostninger ved mobiltelefoni.

Forbrugerpriserne herhjemme udvikler sig normalt på linje med priserne i euroområdet. De seneste måneder har udviklingen dog været noget forskellig. I oktober var der en forskel på 0,4 procentpoint i årsstigningstakterne i HICP. Den væsentligste årsag til afvigelsen er forskel i udviklingen i priserne på kommunikation, hvor der ikke som herhjemme har været et prisfald i euroområdet, jf. boks 8.

Engrospriserne lå i oktober lavere end året før, bl.a. fordi en styrkelse af den effektive kronekurs har betydet lavere importpriser. Det samlede prispres fra engrosleddet er således lavt. Energi- og produktpriserne trækker ikke længere årsstigningstakten ned. Også producentpriserne for danske varer til hjemmemarkedet udvikler sig svagt.

Den lavere oliepris har dæmpet stigningen i forbrugerpriserne i indeværende år, hvor væksten i HICP skønnes til nul. Effekten på inflationen af den lavere oliepris falder bort ved årsskiftet, men det indenlandske prispres vil fortsat være lavt ind i 2017. Her ventes HICP at vokse med 1,1 pct. stigende til 1,8 pct. i 2018 i takt med, at den ledige kapacitet i økonomien mindskes.

Forbrugerpriser

Tabel 2

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

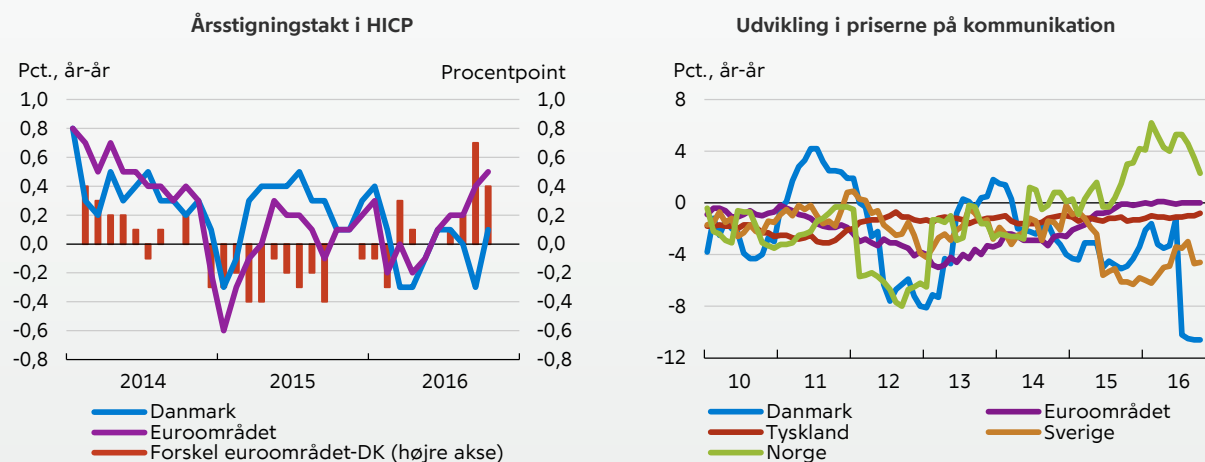
Anm.: Seneste faktiske tal er oktober 2016.

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

De seneste måneder har forbrugerpriserne udviklet sig forskelligt i Danmark og euroområdet. Årstillingsstakten i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var 0,1 pct. i Danmark i oktober mod 0,5 pct. i euroområdet, jf. figur nedenfor (venstre). Dermed var der en forskel på 0,4 procent-

point i oktober. I september var forskellen 0,7 procentpoint.¹ Det er større end den gennemsnitlige månedlige forskel på 0,1 procentpoint i perioden fra 2000 og frem til i dag, og den er opstået siden juni, hvor HICP steg med 0,1 pct. år til år i både Danmark og euroområdet.

Prisudviklingen i Danmark og euroområdet



Kilde: Eurostat og egne beregninger.

Den væsentligste forklaring på den svagere prisudvikling i Danmark end i euroområdet er priserne på kommunikation. Det seneste år er priserne på kommunikation faldet med 10,6 pct. i Danmark, mens de har været uændrede i euroområdet, jf. figur ovenfor (højre). Det skyldes især mobiltje-

nester, hvor priserne i Danmark faldt med 24,7 pct. fra juni til juli 2016 som følge af et fald i roamingomkostninger ved brug af mobiltjenester i udlandet.² Ud over kommunikation er det særligt priserne på beklædning og fodtøj, der bidrager til den seneste forskel i forbrugerprisudviklingen.

1. En forskel mellem HICP-årstillingsstakten i Danmark og euroområdet på 0,7 procentpoint er dog ikke uhørt stor historisk set. Der er været en større numerisk forskel i omkring en fjerdedel af månederne siden januar 2000 (46 ud af 202).
2. Den 30. april 2016 trådte nye EU-regler om roamingtakster i kraft, hvor loftet over roamingtaksterne blev nedsat væsentligt. At lovændringen først slog igennem på forbrugerprisindekset i juli, skyldes tekniske forhold omkring Danmarks Statistiks indsamling af priserne. Roamingtaksterne for danskere, der ringer hjem fra udlandet, faldt fx med omkring 75 pct. for de forbrugere, der ikke allerede havde indgået fastprisaf-taler med deres teleselskab. Den 15. juni 2017 bortfalder roamingtaksterne helt for forbrugernes brug af roamingydelser inden for EU under visse begrænsninger.

MODERAT STIGNING I LØNNINGERNE

Lønstillingsstakten i den private sektor er fortsat forholdsvis lav. I 3. kvartal 2016 var lønnen 1,7 pct. højere end året før ifølge opgørelsen fra Danmarks Statistik. Lønstillingsstakten i den eksport-tunge fremstillingssektor var uændret 2,2 pct. pr. år, mens stillingsstakten i handel og transport var noget lavere med 1,3 pct. Inden for byggeriet var lønstillingsstakten på 2,1 pct. Det er lavere end i begyndelsen af året. Faldet er sket på trods af indikationer af stigende mangel på arbejdskraft i byggeriet.

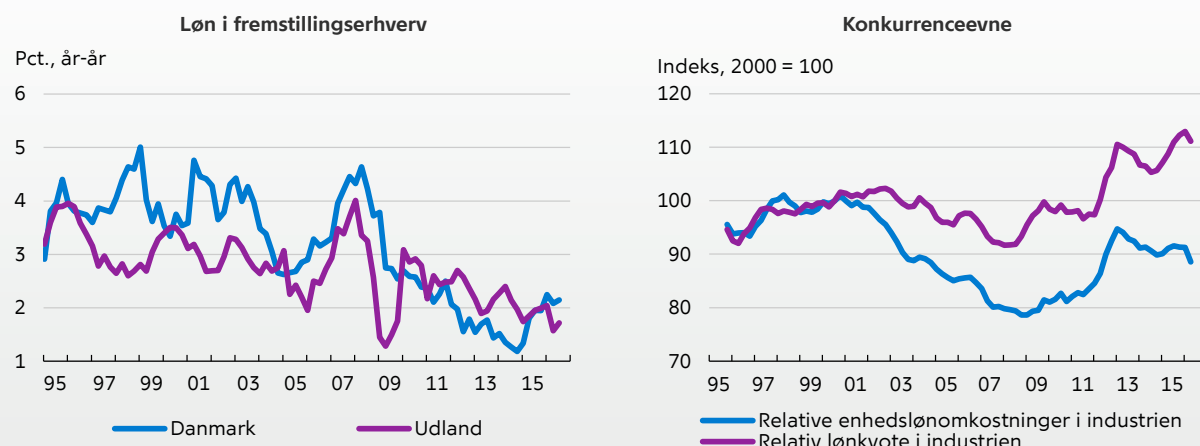
Med forbrugerpriser, der næsten ikke stiger, indebærer lønudviklingen på det private område en pæn stigning i reallønnen.

I den forløbne del af 2016 er de danske industri-lønninger igen steget lidt hurtigere end konkur-renternes efter i en periode at have ligget under, jf. figur 31 (venstre). De udenlandske konkurren-ter lønkvote er siden 2007 steget kraftigere end danske virksomheders, og samlet må danske fremstillingsvirksomheders konkurrenceevne over for de udenlandske konkurrenter betegnes som god, jf. figur 31 (højre).

Lønstillingsstakten inden for den offentlige sektor er fortsat moderat. Lønningerne steg i en periode efter finanskrisen i 2008 hurtigere end i den private sektor. På sigt reguleres de offentlige lønstillinger imidlertid, så de er parallelle til stig-ningen i den private sektor. Det betyder, at der er

Moderat lønstigningstakt og forbedret dansk konkurrenceevne

Figur 31



Anm.: Venstre figur: Løn i fremstillingserhverv. De udenlandske lønninger er sammenvejet med vægtene i det effektive kronekursindeks. Højre figur: Udenlandsk løn over dansk løn. Et stigende indeks angiver således en forbedring i konkurrenceevnen.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

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

PRESSET PÅ ARBEJDSMARKEDET ER STIGENDE

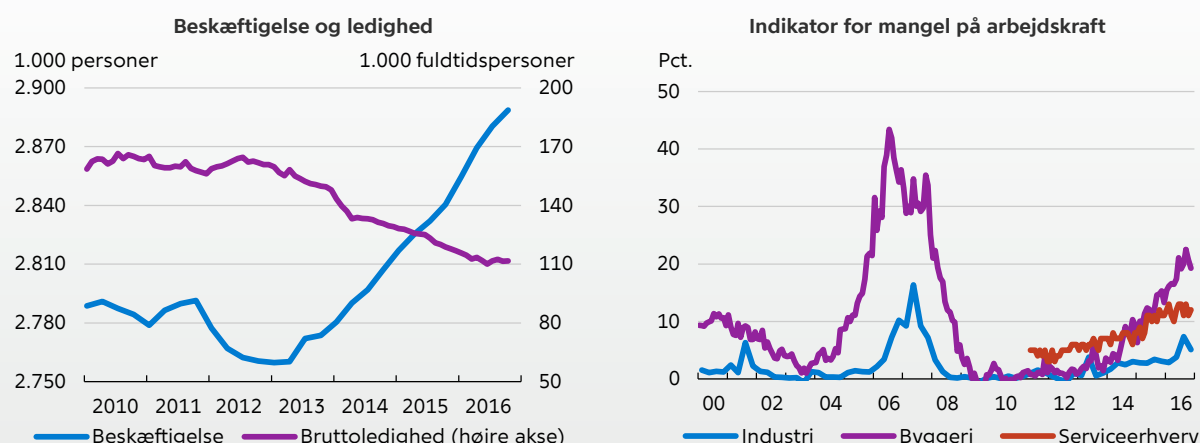
Beskæftigelsen er fortsat med at stige, mens ledigheden er fladet ud tæt på det konjunktur-neutrale niveau på omkring 110.000 personer, jf. figur 32 (venstre). Det svarer til en bruttoledighed på 4,2 pct. af arbejdsstyrken. Udviklingen

understøtter sammen med en stigende lønkvote og arbejdskraftmangel indtrykket af et tiltagende kapacitetspres på arbejdsmarkedet.

Beskæftigelsen steg med 11.000 personer i 3. kvartal ifølge nationalregnskabet og er nu øget med ca. 120.000 personer siden opsvinget tog fart i begyndelsen af 2013. Hele stigningen er sket i den private sektor, mens der har været et fald i den offentlige beskæftigelse.

Tegn på at arbejdsmarkedet strammer til

Figur 32



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

Kilde: Danmarks Statistik.

Beskæftigelsesfremgangen i den private sektor har været bredt fordelt på erhverv, men har været særlig tydelig inden for erhvervsservice, handel og transport samt i bygge- og anlægssektoren. Indikatorerne for den fremtidige beskæftigelsesudvikling, herunder antallet af nye jobannoncer, tyder på stigende beskæftigelse i 4. kvartal. Indikatorerne for mangel på arbejdskraft er øget i 2016, især inden for bygge- og anlægssektoren, men manglen er bredt fordelt på brancher, jf. figur 32 (højre).

Beskæftigelsen forventes at stige med 50.000 personer fra 3. kvartal 2016 til udgangen af 2018. Det er betydeligt mere end det aktuelle arbejdsmarkedsgab på under 10.000 personer. Arbejdsmarkedsgabet er et mål for, hvor meget beskæftigelsen kan stige, uden at der opstår pres i økonomien. Der vil være behov for at trække personer, der i dag står uden for arbejdsstyrken, ind i denne. Alternativt må noget af den øgede efterspørgsel dækkes ved, at personer, der allerede er i arbejdsstyrken, trækker sig tilbage senere. I prognosen er der 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 på arbejdsmarkedet.

UDSIGT TIL LILLE FORVÆRRING AF DE OFFENTLIGE FINANSER

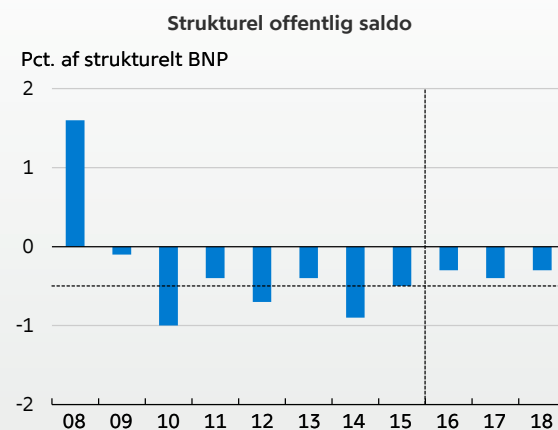
Det offentlige forbrug ventes at vokse moderat de kommende år. Væksten i det offentlige forbrug skal bl.a. ses i lyset af, at der bliver flere ældre. De offentlige investeringer har i en årrække ligget højt, men i 2017 og 2018 ventes et svagt fald i den offentlige investeringsaktivitet.

Der forventes et underskud på de offentlige finanser i år på 1,5 pct. af BNP. Det er 0,6 procentpoint større end i forrige prognose. Forværringen afspejler hovedsageligt, at rentestigninger og lavere afkast fra aktier giver anledning til et lavere end forventet provenu fra pensionsafkastskatten (PAL-skatten). Underskuddet er uændret 1,5 pct. af BNP næste år. I 2018 reduceres underskuddet igen en smule som følge af den fortsatte konjunkturfremgang.

Regeringen venter et underskud på den strukturelle saldo på 0,3 pct. af BNP i indeværende år ifølge Økonomisk Redegørelse fra august, jf. figur 33. Det svarer til en opstramning i forhold til året før. Næste år forværres den strukturelle saldo

Lille stramning af finanspolitikken de kommende år

Figur 33



Anm.: Den strukturelle offentlige saldo angiver offentlig 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.

imidlertid igen til et forventet underskud på 0,4 pct. af BNP. Det er inden for rammerne i budgetloven, men efterlader kun en meget begrænset sikkerhedsmargin over for uforudsete hændelser.

ØKONOMISK POLITIK

Dansk økonomi har været inde i et opsving siden slutningen af 2012. Det har længe afspejlet sig i udviklingen på arbejdsmarkedet med stærk vækst i beskæftigelsen og underbygges nu også af BNP-tallene efter Danmarks Statistiks ekstraordinære revision af nationalregnskabet. Der er stadig tydeligere tegn på mangel på arbejdskraft, og en ny beregning af produktionsgabet understøtter, at kapaciteten strammer til.

Der er tegn på, at økonomien omtrent er i sin konjunkturmæssige neutrale position og er på vej ind i en højkonjunktur. Der bør derfor sigtes mod at opnå balance på den strukturelle saldo i løbet af de kommende par år, så finanspolitikken bidrager til at stabilisere udviklingen. Samtidig skaber det plads til finanspolitiske lempelser, hvis økonomien igen skulle løbe ind i en lavkonjunktur.

Årsstigningstakten i boligpriserne er dæmpet en smule, men er fortsat høj. Prisniveauet på ejerlejligheder i København er højt i forhold til indkomst- og renteniveau. Dertil kommer en risiko for, at prisudviklingen er drevet af selvopfyldende forventninger. Samtidig er rentefølsomheden

højere end for landet som gennemsnit. Det gør det københavnske boligmarked sårbart over for pludselige rentestigninger. Der er dermed stor risiko for, at en fortsættelse af de seneste års reale prisstigninger vil blive efterfulgt af tilsvarende prisfald.

Den tidligere regering fremlagde før regeringsomdannelsen et forslag til en ny boligbeskatning, som har elementer med stabiliserende virkning på boligmarkedet, men først efter indførelsen i 2021. Det efterlader usikkerhed om forløbet frem mod 2021. Det er vigtigt, at der frem til indfasningen af en reform ikke laves tiltag, der på kort sigt kan lægge et yderligere opadrettet pres på priserne. Fastfrysningen af grundskylden i 2017 og muligvis helt frem til 2021 er medcyklisk. Den øger prispreset især i områder, der allerede har bekymrende høje prisstigninger, og samtidig mindskes de stabiliserende egenskaber i den tidligere regerings forslag.

Debatten i forbindelse med Brexit-afstemningen og den amerikanske valgkamp afspejler en global tendens til i højere grad at vende ryggen til fordelene ved frihandel. En stor del af velstanden herhjemme og globalt beror på international samhandel, og øget protektionisme har potentialet til at ramme den danske økonomi hårdt. Danmark bør hvor muligt arbejde for at fremme international samhandel.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makro-økonomiske model MONA⁶ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 3. kvartal 2016. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

INTERNATIONAL ØKONOMI

Den globale vækst ventes at stige fra 2,4 pct. i 2016 til 2,8 pct. i 2017. I de avancerede økonomier drives væksten af fremgangen i det private forbrug, som understøttes af stigende beskæftigelse, lave oliepriser og lave renter. Ifølge de internationale organisationer er det de nedadrettede risici, der dominerer i prognoseperioden, herunder stigende protektionistiske tendenser, risikoen for langvarig svag efterspørgsel i de avancerede økonomier og høj gældsætning i Kina.

Der har været en kraftig opbremsning i verdenshandlen de seneste år, og der forventes nu en endnu svagere udvikling fremadrettet end hidtil antaget. Det har betydning for dansk eksportmarkedsvækst. Væksten på markederne for den danske industrieksport forventes at være 2,4 pct. i år og henholdsvis 3,2 og 3,4 pct. i 2017 og 2018, jf. tabel 3. Det er henholdsvis 0,8 og 0,7 procentpoint mindre end i september.

De kommende år forventes lønstigningstakten i de avancerede økonomier at vokse fra et lavt niveau. Det skal ses i sammenhæng med bedringen på arbejdsmarkedet, hvor den faktiske ledighed i en række lande er tæt på det strukturelle niveau. Samtidig forventes højere stigninger i forbrugerpriserne, men stigningstakterne vil fortsat være lave i et historisk perspektiv.

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 aktuelle renter med forskellig løbetid. 3-måneders penge-markedsrenten målt ved 3-måneders Cita-swaprenten ventes gennem hele prognoseperioden at

være negativ om end svagt stigende fra ca. -0,4 til ca. -0,3 pct.

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 0,7 pct. til 1,3 pct. ved udgangen af 2018.

Dollaren blev styrket efter valget i USA, og det har svækket den effektive kronekurs en smule på det seneste. I fremskrivningen antages den effektive kronekurs og dollarkursen at holde sig konstant på de nuværende niveauer.

Primo december 2016 lå olieprisen på omkring 54 dollar pr. tønde. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne og dermed stiger til omkring 56 dollar frem mod slutningen af 2018.

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 aftale om finansloven for 2017.

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 stige 0,3 pct. i år og herefter falde med henholdsvis 0,9 pct. og 0,7 pct. i 2017 og 2018.

6 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	2,4	3,2	3,4
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år/år	-2,7	-1,2	1,7	1,5
Udenlandsk pris ² , pct. år/år	-2,7	-1,2	1,7	1,5
Udenlandsk timeløn, pct. år/år	1,9	1,8	2,1	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	0,8	0,9	1,2
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	99,2	100,8	101,2	101,2
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,7	6,7	6,9	6,9
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	52,4	43,1	55,3	56,2
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,6	0,9	0,5	0,6
Offentlige investeringer, pct. år-år	-3,9	0,3	-0,9	-0,7
Offentlig beskæftigelse, 1.000 pers.	824	819	821	823

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

Vækstudsigten for dansk økonomi er i 2016 opjusteret med 0,1 procentpoint på baggrund af et lidt stærkere end ventet 3. kvartal. De internationale organisationer forudsiger svagere vækst fremadrettet, og renten er lidt højere og forventes at stige hurtigere end forudsagt i september. BNP-væksten nedjusteres med 0,1 procentpoint i 2017 og med 0,3 procentpoint i 2018, jf. tabel 4. Hovedparten af nedjusteringen skyldes svagere

eksport som følge af den lavere eksportmarkeds-vækst, mens væksten i den indenlandske efterspørgsel er omtrent uændret.

Forbrugerpriserne er justeret ned for 2016 og især for 2017. Forbrugerpriserne har udviklet sig svagere end skønnet i septemberprognosen, hvilket primært skyldes et fald i den indenlandsk markedsbestemte inflation.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 4

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Prognose fra september 2016	0,9	1,5	1,8	0,3	1,5	1,8
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1
Renteudvikling	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Andre faktorer	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,6	0,0
Denne prognose	1,0	1,4	1,5	0,0	1,1	1,8

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

