

AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

SAMMENFATNING

Der er generelt fremgang i de avancerede økonomier. USA og Storbritannien er inde i et opsving og har lidt højere vækst end euroområdet. Selv om væksten i euroområdet er mere moderat, vokser de fleste eurolande mere end deres potentiale. Den økonomiske aktivitet understøttes af en lav oliepris og det meget lave renteniveau. I euroområdet påvirkes eksporten desuden positivt af, at valutakursen er blevet svækket. Endvidere virker finanspolitikken ikke længere afdæmpende på aktiviteten i euroområdet og USA. I vækstøkonomierne er væksten aftaget. Det har bidraget til, at fremgangen i verdenshandlen er blevet svagere.

De internationale organisationer venter, at væksten i den globale økonomi tager gradvist til. Vækstskønnet for i år og næste år er dog nedjusteret en anelse, fordi aktiviteten stiger mindre i vækstøkonomierne.

Den Europæiske Centralbank, ECB, annoncerede den 3. december, at renten på indlån blev nedsat med 10 basispoint til -0,3 pct. Samtidig blev det igangværende opkøbsprogram forlænget med et halvt år til marts 2017. Nationalbanken fastholdt de pengepolitiske renter. Dermed blev det pengepolitiske spænd mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's rente på indlånsfaciliteten indsnævret fra -0,55 til -0,45 procentpoint. Fastholdelsen af de pengepolitiske renter er sket på baggrund af Nationalbankens salg af valuta siden april 2015.

Herhjemme var bruttonationalproduktet, BNP, i 3. kvartal 0,1 pct. lavere end kvartalet før efter otte kvartaler med vækst. Fremgangen på ar-

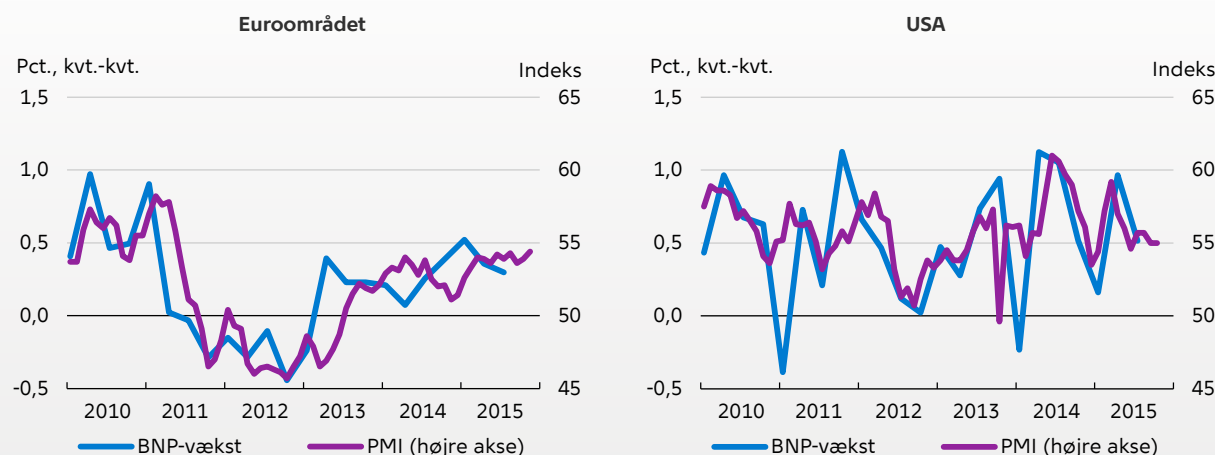
bejdsmarkedet fortsatte i 3. kvartal og underbygger billedet af, at opsvinget er i gang. Lav oliepris samt lave renter skubber fortsat på opsvinget, og hertil kommer et fald i den effektive kronekurs, som understøtter eksporten. På den baggrund skønnes væksten i det reale BNP i år til 1,4 pct. stigende til 1,8 pct. i 2016 og 2,0 pct. i 2017. I forhold til Nationalbankens seneste prognose er der tale om en nedjustering på ca. 0,5 procentpoint for de tre år under ét.

Økonomien vurderes at nå sin normale kapacitetsudnyttelse i løbet af de næste par år. Beskæftigelsen ventes at stige med knap 65.000 personer fra 3. kvartal i år til 4. kvartal 2017, og ledigheds-gabet, der angiver, hvor meget ledigheden kan falde, inden den når sit konjunkturmæssigt neutrale niveau, skønnes at lukke i 2017. Kapacitetssituationen strammer således til de kommende år, og der vil ved udgangen af prognoseperioden kun være meget lidt ledig kapacitet tilbage. I en sådan situation bør finanspolitikken gradvist tilpasses fra aktuelt at stimulere aktiviteten til at virke neutralt på økonomien. Med finansloven for 2016 er der aftalt en stramning af finanspolitikken, hvilket er godt tilpasset konjunktursituationen.

Udviklingen på boligmarkedet er blevet mere afdæmpet det seneste halve år efter accelerationen først på året. I forbindelse med finansloven for 2016 er aftalt en fastfrysning af grundskylden i 2016. Det vil have en destabiliserende effekt på boligmarkedet i de områder, hvor priserne er steget mest. Det haster med at finde en løsning, der skaber sammenhæng mellem boligprisen og boligskatten.

BNP-vækst og PMI i euroområdet og USA

Figur 1



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

Kilde: Thomson Reuters Datastream.

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

KONJUNKTURUDVIKLING OG VÆKSTUDSIGTER

I euroområdet voksede økonomien med 0,3 pct. i 3. kvartal, jf. figur 1 (venstre), og der var positiv vækst i næsten alle eurolandene. Fremgangen var særlig stærk i Spanien. Purchasing Managers' Index, PMI, som giver en god indikation af den økonomiske udvikling, peger på, at aktiviteten i euroområdet under ét vil fortsætte med at stige i et moderat tempo i 4. kvartal.

USA er inde i et økonomisk opsving, om end fremgangen i den økonomiske aktivitet aftog lidt i 3. kvartal, jf. figur 1 (højre). Det samme gør sig gældende for Storbritannien, mens væksten i Japan er svag.

Sverige har høj økonomisk vækst. I 2015 er BNP således vokset med næsten 1 pct. i gennemsnit pr. kvartal. I Norge er væksten derimod aftaget, primært fordi olieprisen er faldet. Det har haft en negativ effekt på landets olieindustri, som har smittet af på resten af økonomien. Væksten i BNP eksklusive olieindustrien (fastlands-BNP) var således kun 0,2 pct. i 3. kvartal. Væksten i den samlede økonomi var svag i årets to første kvartaler, men steg til 1,8 pct. i 3. kvartal, hvilket bl.a. skyldes, at produktionen af naturgas steg kraftigt.

Aktiviteten i de avancerede økonomier drives af den indenlandske efterspørgsel, som bl.a. understøttes af en lav oliepris og det meget lave renteniveau. I euroområdet og Japan påvirkes eksporten desuden positivt af, at den nominelle effektive valutakurs er blevet svækket. Finanspolitikken virker endvidere ikke længere afdæmpende på aktiviteten i euroområdet og USA. Disse drivkræfter skaber også grobund for, at fremgangen fortsætter.

I 2015 og de kommende år vil BNP i EU også kunne blive midlertidigt løftet af, at der er kommet markant flere asylansøgere til Europa. Det øger nemlig de offentlige udgifter. Europa-Kommissionen og OECD vurderer, at det isoleret set vil kunne løfte BNP med 0,1-0,2 pct. om året i 2015-17 i forhold til, hvis antallet af asylansøgere havde været som i tidligere år, jf. boks 1. Beregningerne forudsætter, at stigningen i udgifterne er en ufinansieret finanspolitisk lempelse. Niveaue for BNP pr. indbygger vil dog nok blive lavere, da flygtningene formentlig ikke har samme produktivitet og erhvervsfrekvens som den nuværende befolkning på kort og mellemfristet sigt.

Vækstøkonomierne vokser ikke længere så stærkt. I Kina afspejler det, at investeringsvæksten er aftaget mærkbart, og fremgangen i forbruget kan ikke fuldt ud opveje det. Udviklingen indebærer bl.a., at stigningen i Kinas import af råstoffer er reduceret. Det har reduceret væksten i den

Økonomiske effekter af den store stigning i antallet af asylansøgere i Europa

Boks 1

I 2015 er der kommet markant flere asylansøgere til Europa end tidligere set. Fra januar til oktober vurderes ca. 1,2 mio. personer, svarende til 0,2 pct. af EU's befolkning, at være kommet til EU for at søge asyl.¹ Til sammenligning modtog EU 630.000 asylansøgere i 2014.

De økonomiske effekter af stigningen i antallet af asylansøgere varierer på tværs af EU-landene. De afhænger bl.a. af, hvor mange asylansøgere der kommer til et land, om asylansøgerne bliver i landet eller rejser videre, om de får asyl og tilkendt flygtningestatus eller ej, og værtslandenes evne til at integrere flygtningene, herunder på arbejdsmarkedet. På kort sigt vil det for mange lande indebære, at de offentlige udgifter stiger som følge af bl.a. øgede udgifter til humanitær assistance og behandling af asylansøgnere. Ifølge Europa-Kommissionen vil udgifterne for både transitlande og værtslande stige med højst 0,2 pct. af BNP i 2015, dog 0,5 pct. af BNP for Sverige, som er et af de lande,

der har modtaget flest flygtninge relativt til befolkningen. Stigningen i de offentlige udgifter er en ufinansieret finanspolitisk lempelse, medmindre det modsvares af besparelser på andre områder. Kommissionen og OECD vurderer, at det isoleret set vil kunne løfte BNP i EU med 0,1-0,2 pct. om året i 2015-17 i forhold til et grundscenarie.²

På længere sigt afhænger effekten på økonomien især af, hvor godt flygtningene bliver integreret på arbejdsmarkedet. Effekten kan være positiv, hvis de kan afhjælpe presset på arbejdsmarkedet og de offentlige udgifter fra en aldrende befolkning. Kommissionens foreløbige vurdering er, at BNP-niveauet i EU vil kunne blive løftet med 0,2-0,3 pct. i 2020 i forhold til grundscenariet. Niveauet for BNP pr. indbygger vil dog nok blive lavere, da flygtningene formentlig ikke har samme produktivitet og erhvervsfrekvens som den nuværende befolkning på kort og mellemfristet sigt.

1. Jf. det europæiske grænseagentur Frontex.

2. Jf. Europa-Kommissionens efterårsprognose, 2015 og OECD, *Economic Outlook*, november 2015.

globale efterspørgsel efter råstoffer og lagt et nedadrettet pres på råstofpriserne. Priserne er dog især faldet, fordi de råvareproducerende lande har øget udbuddet ved gennem en årrække at øge deres produktionskapacitet. Brasilien og Rusland er blandt de lande, der er blevet ramt af,

at lavere råvarepriser har reduceret værdien af deres eksport.

Den svagere udvikling i vækstøkonomierne er ifølge OECD den primære årsag til, at væksten i verdenshandlen er aftaget fra 2014 til 2015. OECD vurderer, at udviklingen i Kina, Brasilien og Rusland

Skøn for real BNP-vækst i udvalgte økonomier

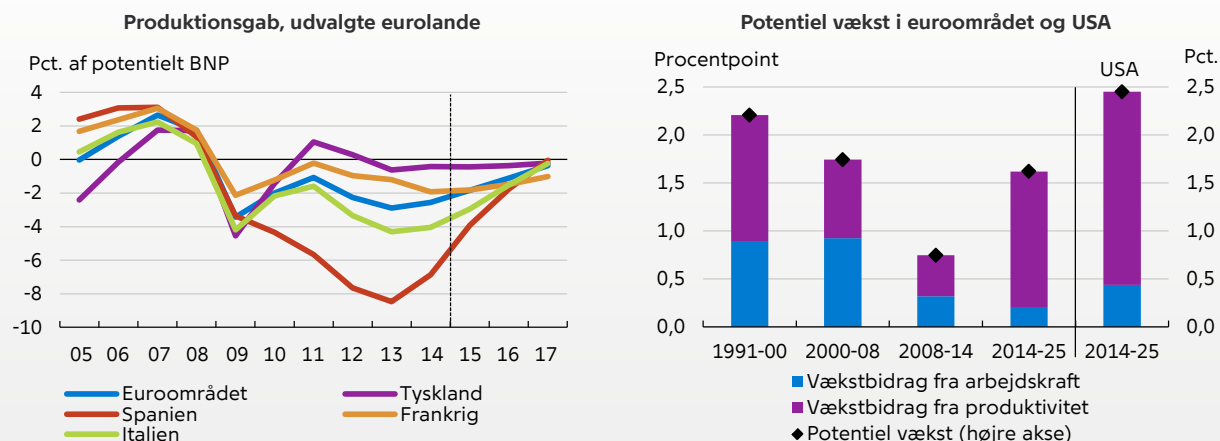
Tabel 1

Pct.					Ændring i forhold til juni 2015	
	2014	2015	2016	2017	2015	2016
USA	2,4	2,4	2,5	2,4	0,4	-0,3
Euroområdet	0,9	1,5	1,8	1,9	0,1	-0,3
- Tyskland	1,6	1,5	1,8	2,0	-0,1	-0,5
- Frankrig	0,2	1,1	1,3	1,6	0,0	-0,4
- Italien	-0,4	0,8	1,4	1,4	0,2	-0,1
- Spanien	1,4	3,2	2,7	2,5	0,3	-0,1
Storbritannien	2,9	2,4	2,4	2,3	0,0	0,1
Japan	-0,1	0,6	1,0	0,5	-0,1	-0,4
Kina	7,3	6,8	6,5	6,2	0,0	-0,2
Indien	7,3	7,2	7,3	7,4	0,3	-0,3
Brasilien	0,2	-3,1	-1,2	1,8	-2,3	-2,3
Rusland	0,6	-4,0	-0,4	1,7	-0,9	-1,2

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, november 2015.

Produktionsgab og potentiel vækst

Figur 2



Anm.: Venstre figur: Data fra Europa-Kommissionen. Data efter 2014 er skøn. Højre figur: Data for 1991-2014 er fra OECD, *Economic Outlook*, november 2015. Data for 2014-25 er fra OECD's seneste langsigtede prognose. Gennemsnitlig årlig vækst i de angivne perioder. Vækstbidraget fra produktivitet er beregnet residualt og indeholder effekter af ændret kapitalintensitet.

Kilde: Europa-Kommissionen, OECD, *Economic Outlook*, november 2015 og OECD, *Long-term baseline projections*, maj 2014 og egne beregninger.

tilsammen kan forklare omtrent to tredjedele af faldet i vækstøkonomierne import.¹ I de avancerede økonomier er importen til gengæld vokset. Situationen er således vendt på blot få år, og det er nu de avancerede økonomier, der holder fremgangen i verdenshandlen oppe, og ikke vækstøkonomierne.

De internationale organisationer venter, at fremgangen i den globale økonomi gradvist tager til. Vækstskønnet i 2015 og 2016 er dog nedjusteret en anelse. Det skyldes især, at aktiviteten stiger mindre i vækstøkonomierne, jf. tabel 1. OECD vurderer, at faldet i Kinas vækst kun har begrænset betydning for de avancerede økonomier via de direkte handelsrelationer, men at effekterne kan blive store, hvis nedgangen medfører global finansiell uro.

Selv om væksten generelt er moderat, vokser stort set alle eurolandene mere end deres potentiale. Det betyder, at produktionsgabets – forskellen mellem faktisk og potentiel produktion – gradvist indsnævres, jf. figur 2 (venstre). Også ledighedsgabets indsnævres, og ledigheden i euroområdet som helhed vil i 2017 være tæt på det strukturelle niveau, som ifølge Europa-Kommissionen er ca. 10 pct.²

Eurolandenes potentielle vækst er aftaget over de seneste årtier fra 2,2 pct. om året i gennemsnit i 1990'erne til 0,7 pct. i 2008-14, jf. figur 2 (højre). Det skyldes både, at den underliggende vækst i beskæftigelsen er aftaget, og at den potentielle vækst i produktiviteten er faldet. Tidligere var det i høj grad produktivitet, der drev den potentielle vækst. Den potentielle arbejdskraft bidrog dog også betydeligt, hvilket bl.a. skal ses i lyset af, at antallet af personer i den arbejdsdygtige alder steg, og at erhvervsfrekvensen blev højere i mange lande (især for kvinder).

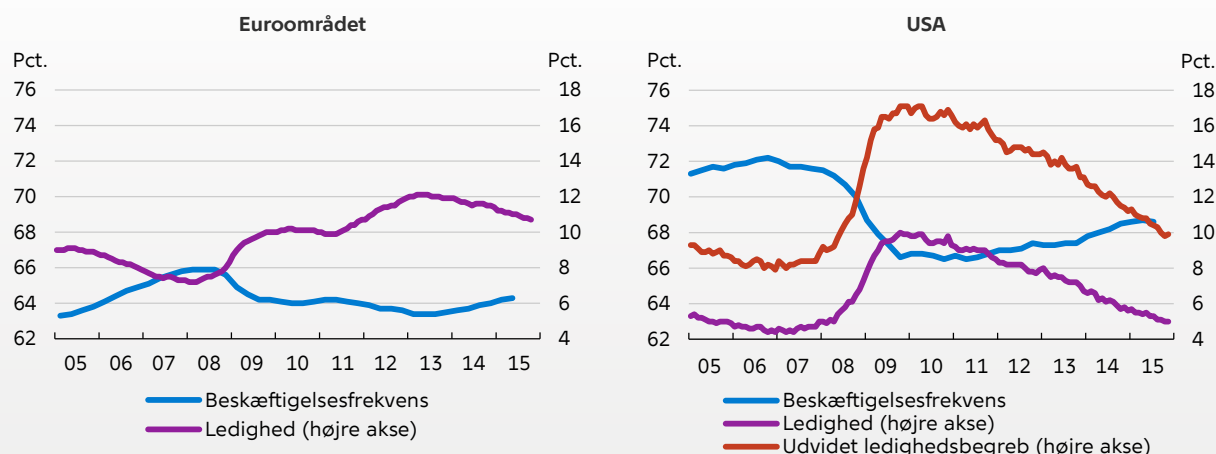
OECD skønner, at den potentielle vækst i euroområdet vil være 1,6 pct. om året i gennemsnit i perioden 2014-25. Væksten vil blive drevet af den potentielle produktivitet, som skønnes at vokse med 1,4 pct. om året i gennemsnit, hvilket er noget højere end det historiske gennemsnit. Bidraget fra den potentielle beskæftigelse vil være beskedent. Det afspejler, at befolkningen i den arbejdsdygtige alder (15-64-årige) ventes at falde i den betragtede periode, mens højere forventet tilbagetrækningsalder, højere erhvervsfrekvens for kvinder og lavere strukturel ledighed vil trække den potentielle beskæftigelse op.

1 Jf. OECD, *Economic Outlook*, november 2015.

2 I Europa-Kommissionens efterårsprognose, 2015, er NAWRU (Non-accelerating wage rate of unemployment) 9,9 pct. i 2017 og ledigheden 10,3 pct.

Beskæftigelse og ledighed i euroområdet og USA

Figur 3



Anm.: Beskæftigelsesfrekvensen er i procent af 15-64-årige i befolkningen, og ledigheden er i procent af arbejdsstyrken. Højre figur: Det udvidede ledighedsbegreb indeholder, ud over antallet af ledige, også dem, der er marginalt tilknyttet til arbejdsmarkedet, og antallet af personer på deltid, der ønsker at arbejde på fuld tid (såkaldt U6).

Kilde: OECD og Macrobond.

I USA skønnes den potentielle vækst at være noget højere, 2,4 pct. om året i gennemsnit. Det skyldes bl.a., at andelen af 15-64-årige i befolkningen vil fortsætte med at stige. Målt pr. indbygger skønnes potentielt BNP i 2014-25 at stige med 2 pct. om året i gennemsnit i USA og med 1,7 pct. om året i euroområdet.

ARBEJDSMARKEDER, LØNUDBIKLING OG INFLATION

I euroområdet er beskæftigelsen steget, siden den økonomiske situation vendte i 2013. Beskæftigelsesfrekvensen (15-64-årige) for euroområdet under ét er således steget med næsten 1 procentpoint fra 2. kvartal 2013 til 2. kvartal 2015, jf. figur 3 (venstre). Udviklingen dækker over store forskelle på tværs af eurolandene. I Portugal, Spanien og Irland er frekvensen steget med 3-4 procentpoint, mens den er faldet i bl.a. Frankrig og Finland, jf. figur 4. Fremgangen i beskæftigelsen har bidraget til, at ledigheden i euroområdet faldt til 10,7 pct. i oktober, hvilket er 1,4 procentpoint lavere, end da den toppede i foråret 2013. Ledigheden er generelt faldet mest i de lande, der havde og har det højeste ledighedsniveau.

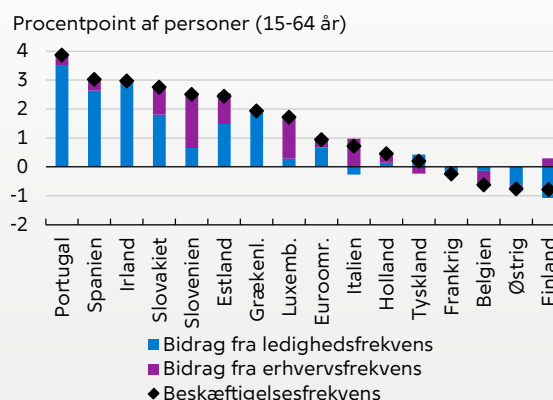
I de fleste eurolande er arbejdsstyrken vokset både under krisen og i de seneste par år, og erhvervsfrekvensen er derfor steget. Det er bl.a. et udslag af arbejdsmarkeds- og pensionsreformer. Udviklingen har forbedret strukturerne og vil løfte

væksten i euroområdet. På kort sigt betyder stigningen i arbejdsstyrken imidlertid, at ledigheden er faldet mindre de sidste to år, end stigningen i beskæftigelsen ville tilsige.

I USA steg beskæftigelsen kraftigt i oktober og november, og ledigheden blev reduceret til 5 pct., jf. figur 3 (højre). Målt ved ledighedsprocenten er mængden af ledig kapacitet på det amerikanske arbejdsmarked dermed næsten nede på niveauet fra før krisen. Beskæftigelsesfrekvensen (15-64-åri-

Dekomponering af beskæftigelsesfrekvensen i euroområdet

Figur 4

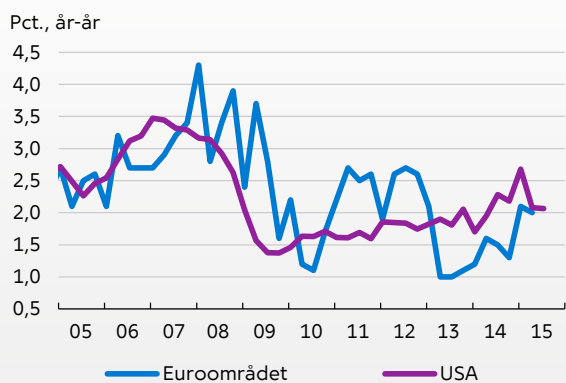


Anm.: Ændring fra 2. kvartal 2013 til 2. kvartal 2015. Fortegnet for ændringen i ledighedsfrekvensen er vendt om.

Kilde: OECD og egne beregninger.

Lønudvikling i euroområdet og USA

Figur 5



Anm.: Lønudviklingen er målt som den årlige stigning i lønnen i den private sektor.
Kilde: Macrobond.

ge) er dog stadig ca. 4 procentpoint lavere. Et udvidet ledighedsbegreb, som også inkluderer dem, der er marginalt tilknyttet til arbejdsmarkedet, og antallet af personer på deltid, der ønsker at arbejde på fuld tid, viser, at der stadig er en vis ledig kapacitet, men den reduceres hurtigt. Særligt antallet af deltidsbeskæftigede, der ønsker at arbejde på fuld tid, er faldet de seneste år.

På trods af det tiltagende pres på det amerikanske arbejdsmarked faldt lønstigningstakten i

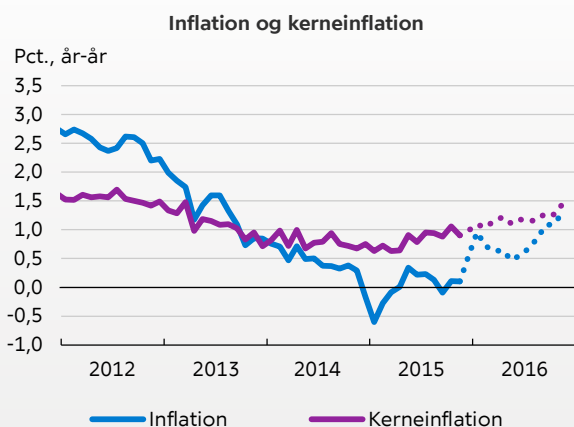
3. kvartal, jf. figur 5. Den udviser dog en stigende tendens, og både arbejdsgivere og arbejdstagere venter, at den vil tiltage over det kommende år. I euroområdet aftog lønstigningstakten en anelse i 2. kvartal efter at være steget kraftigt i 1. kvartal, men også euroområdets husholdninger venter lønstigninger over det næste år.

I euroområdet var årsstigningstakten i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, omtrent 0 pct. i september, oktober og november efter at have været svagt positiv siden maj, jf. figur 6 (venstre). Prisstigningstakten trækkes ned af et nyt fald i energipriserne. Kerneinflationen, opgjort ved HICP renset for prisseffekter fra energi, fødevarer, alkohol og tobak, har været opadgående siden foråret og steg til 1,1 pct. i oktober, men faldt igen til 0,9 pct. i november. Den direkte effekt på prisstigningstakten af olieprisfaldet juli 2014 til januar 2015 vil ophøre inden udgangen af 2015 og trække den op (basiseffekt). I 1. halvår 2016 vil stigningstakten dog blive trukket ned igen, fordi effekterne af stigningen i olieprisen fra januar til maj i år forsvinder.

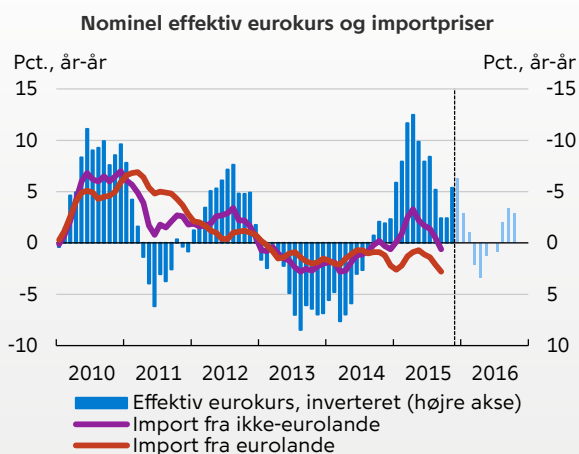
Deprecieringen af den nominelle effektive eurokurs på 14 pct. fra marts 2014 til april 2015 trækker på den anden side priserne op. Det afspejles bl.a. i importpriserne, der i begyndelsen af 2015 steg væsentligt mere for varer importeret fra ikke-eurolande end fra eurolande, jf. figur 6 (højre). Fra april til medio oktober blev euroen styrket,

Prisudvikling i euroområdet

Figur 6

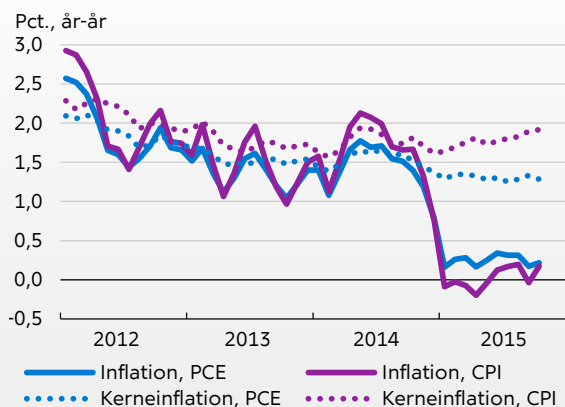


Anm.: Venstre figur: De stiplede linjer angiver basis effekter. Fremskrivningen er foretaget ud fra gennemsnittet af ECB's forventninger til inflationen og kerneinflationen i 2016 og 2017 fra december 2015. Højre figur: Prisudviklingen for import til fremstillingsindustrien og den nominelle effektive eurokurs over for 38 samhandelslande. Efter november 2015 er den effektive valutakurs fremskrevet med uændret værdi.
Kilde: Eurostat og Macrobond.



Prisudvikling i USA

Figur 7



Kilde: Macrobond.

hvilket har dæmpet stigningen i importpriserne. Et studie fra ECB viser, at en ændring i eurokursen især slår igennem på importpriserne i løbet af det første år (ca. med en tredjedel), mens effekten er mindre de efterfølgende år.³ I de kommende kvartaler forventes bidraget fra den tidligere depreciering af euroen således at blive fortsat

svagere, både fordi effekten aftager over tid, og fordi den opvejes af, at euroen efterfølgende er blevet styrket.

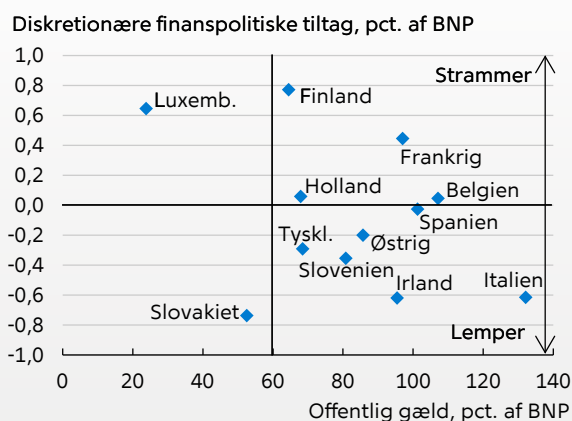
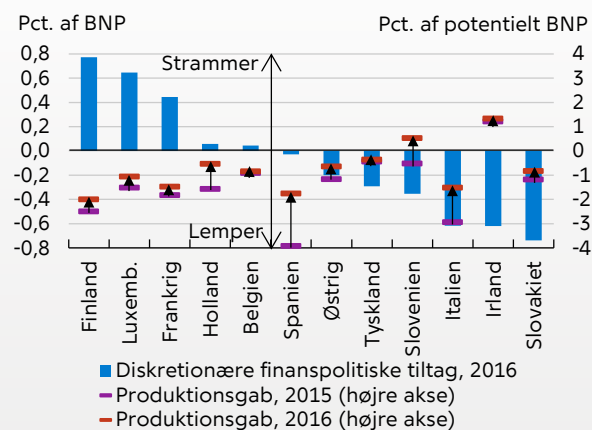
I USA er inflationen, målt ved den årlige stigning i forbrugerprisindekset, CPI, svagt positiv, jf. figur 7. Stigningstakten i prisindekset for det private forbrug, Personal Consumption Expenditures, PCE, som er den amerikanske centralbanks, Federal Reserves, foretrukne mål for inflationen, har ligget lidt højere i 2015. Forskellen afspejler bl.a., at PCE er baseret på et bredere mål for det private forbrug og løbende afspejler ændringer i forbrugssammensætningen, hvor sammensætningen af forbrugerprisindekset fastsættes på årsbasis. Eksempelvis vejer fødevarer og energi noget mindre i PCE, så faldet i energipriserne slår mindre igennem her. Kerneinflationen målt ved PCE er endvidere lavere end målt ved forbrugerprisindekset, fordi bl.a. sundhedspleje, som har en lav prisstigningstakt, vægter væsentligt mere i PCE end i forbrugerprisindekset.

FINANSPOLITIK

I euroområdet bliver produktionsgabets som nævnt gradvist indsnævret. I et sådant økonomisk op-

Finanspolitik i euroområdet, 2016

Figur 8



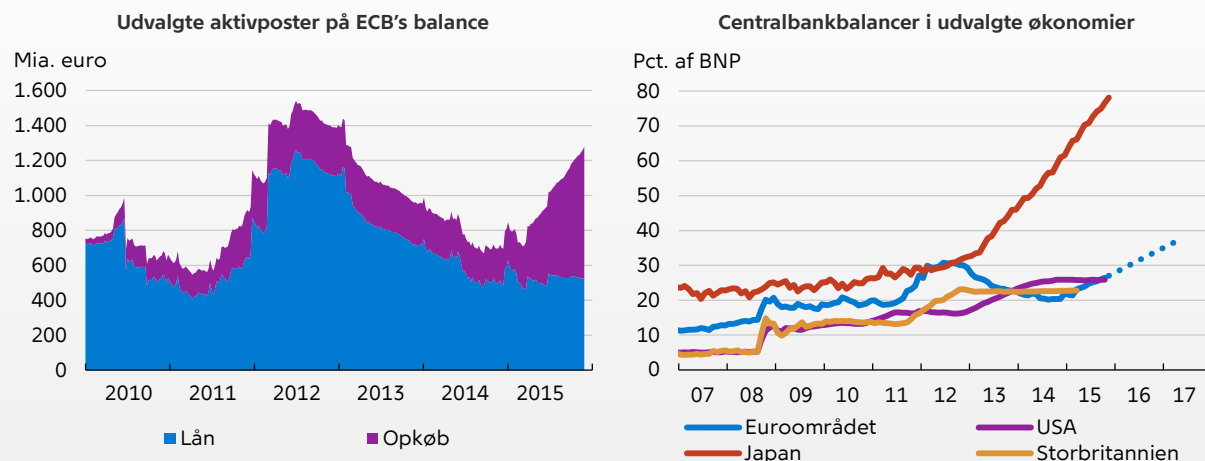
Anm.: Europa-Kommissionen har beregnet de diskretionære finanspolitiske tiltag på baggrund af eurolandenes forslag til finanslove af medio oktober 2015. Højre figur: Den lodrette streg angiver EU-traktatens referenceværdi for den offentlige gæld på 60 pct. af BNP.

Kilde: Europa-Kommissionen og egne beregninger.

3 Mauro, Rüffer og Bunda, *The changing role of the exchange rate in a globalized economy*, ECB, *Occasional Paper Series*, nr. 94, 2008. Effekterne refererer til en appreciering af den nominelle effektive eurokurs.

Centralbankbalancer

Figur 9



Anm.: Venstre figur: Lån er summen af main refinancing operations, MRO, longer-term refinancing operations, LTRO, og targeted longer-term refinancing operations, TLTRO. Opkøb er summen af covered bond purchase programmes, CBPP, asset-backed securities, ABSPP, securities market programme, SMP, og public sector purchase programme, PSPP. Højre figur: De samlede centralbankbalancer er vist som andel af BNP i 2014. Den stiplede linje viser fremskrivningen af ECB's balance ved et opkøb på 60 mia. euro om måneden frem til marts 2017. Der tages ikke højde for andre forhold, der kan påvirke ECB's balance.

Kilde: ECB, Bank of England og Macrobond.

sving er der mindre behov for konjunkturstøttende tiltag i den økonomiske politik. For euroområdet som helhed ser finanspolitikken også ud til at være afstemt med konjunktursituationen, idet den ventes at være omtrent neutral i 2016 (målt ved de diskretionære finanspolitiske tiltag). Det dækker dog over store forskelle på tværs af landene. Der er en tendens til, at lande med høj vækst og/eller en høj offentlig gæld planlægger en lempelig finanspolitik, jf. figur 8 (venstre og højre). Europa-Kommisjonen vurderede i oktober og november, at bl.a. Spaniens, Østrigs og Italiens udkast til finanslove risikerede ikke at overholde landenes krav for 2016 under stabilitets- og vækstpacten.

I USA indgik Kongressen i slutningen af oktober en aftale om at suspendere det nuværende gældsloft frem til marts 2017. Samtidig blev der indgået en rammeaftale for budgettet, der hæver bevillingsrammen for de føderale udgifter med i alt 0,4 pct. af BNP over de næste to år. Det medvirker til, at finanspolitikken vil have en neutral påvirkning på den økonomiske aktivitet i de kommende år, hvor den hæmmede væksten i 2011-14. Den nye rammeaftale baner vejen for en egentlig bevillingsaftale for finansåret 2016, når den midlertidige finanslov udløber den 11. december.

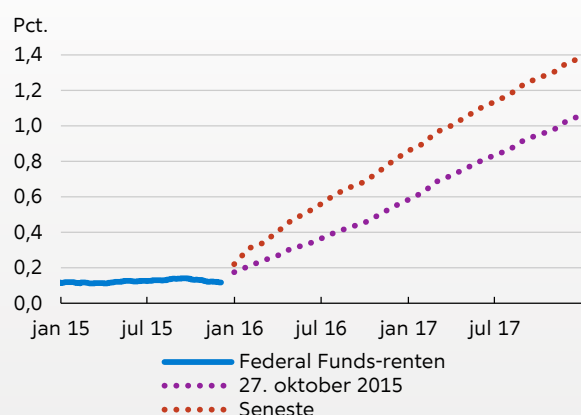
FINANSIELLE FORHOLD

ECB annoncerede den 3. december, at renten på indlån blev nedsat med 10 basispoint til -0,3 pct. Samtidig forlænges det igangværende opkøbsprogram med et halvt år til marts 2017, og obligationer fra regionale myndigheder inkluderes i programmet. Derudover vil afdrag fremadrettet blive geninvesteret.

ECB's balance er kraftigt udvidet, efter at centralbanken i marts 2015 begyndte at opkøbe statsobligationer, jf. figur 9 (venstre og højre). Fra begyndelsen af marts 2013 og frem til september 2014 blev balancen mindre i takt med, at bankerne tilbagebetalte lån under den 3-årige lånefacilitet, LTRO. Fra september 2014 har kvartalsvise udstedelser af målrettede lange udlånsoperationer, TLTRO'er, opvejet tilbagebetalingen af LTRO'erne. Gennemføres det udvidede opkøbsprogram som planlagt, vil det øge ECB's balance, så den svarer til mere end 35 pct. af BNP ved udgangen af marts 2017. Dermed vil ECB's balance udgøre en større andel af BNP end Federal Reserves og Bank of Englands, jf. figur 9 (højre). ECB's samlede opkøb er dog mindre end de opkøb, som Federal Reserve og Bank of England foretog i perioden fra 2008-14, mens de månedlige opkøb er af samme størrelse.

Forventninger til dag til dag-renten på Federal Funds-markedet

Figur 10



Anm.: Federal Funds-renten er vist som et gennemsnit over 30 dage. Renteforventningerne er beregnet ud fra Federal Funds Futures. Seneste observation er 4. december 2015.

Kilde: Macrobond.

Sveriges Riksbank udvidede i slutningen af oktober sit program for opkøb af statsobligationer med 65 mia. svenske kroner, så det samlet bliver på 200 mia. svenske kroner, svarende til lige under 5 pct. af BNP. Programmet løber frem til udgangen af juni 2016.

For at modvirke de negative effekter på norsk økonomi af den lavere oliepris nedsatte Norges

Bank styringsrenten med 25 basispoint til 0,75 pct. i slutningen af september 2015. Det er tredje gang i løbet af det seneste år, at Norges Bank nedsætter renten.

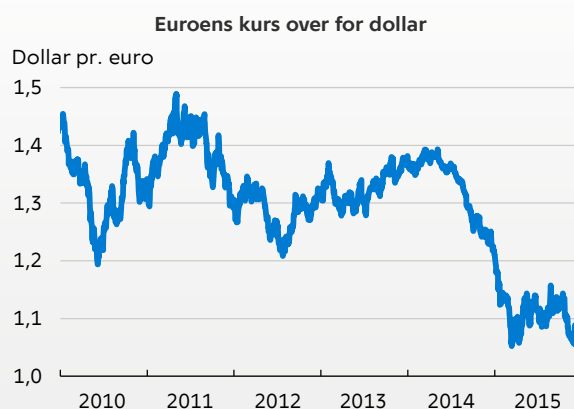
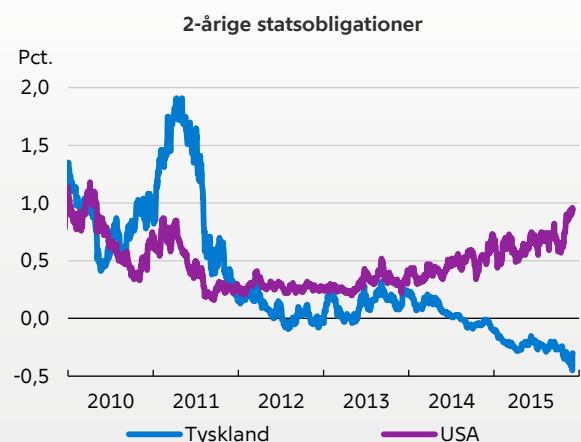
I USA har udmeldingerne fra Federal Reserve efter det pengepolitiske møde den 27.-28. oktober og gode nøgletal for arbejdsmarkedet styrket forventningerne om, at centralbanken snart sætter renten op, jf. figur 10.

De modsatrettede tendenser i pengepolitikken i USA og euroområdet afspejles bl.a. i de korte renter og eurokursen, jf. figur 11 (venstre og højre). De amerikanske renter er steget, siden Federal Reserve begyndte at reducere de månedlige opkøb i december 2013. I samme periode har ECB ad flere omgange lempet pengepolitikken. På det seneste har de styrkede forventninger om en snarlig rentestigning i USA, og udmeldinger fra ECB om, at man frem mod mødet i december overvejede yderligere lempelser, øget rentespændet mellem USA og euroområdet. Parallelt med udvidelsen af rentespændet er euroen svækket over for dollar.

I euroområdet er virksomhedernes kreditvilkår forbedret, jf. figur 12 (venstre). Samtidig er renterne på bankernes udlån til virksomhederne faldet, især i Portugal, Spanien og Italien, jf. figur 12 (højre). Spredningen mellem renterne i eurolandene er således reduceret. Udviklingen afspejler bl.a. den økonomiske fremgang og effekterne af

Statsrenter og valutakurs

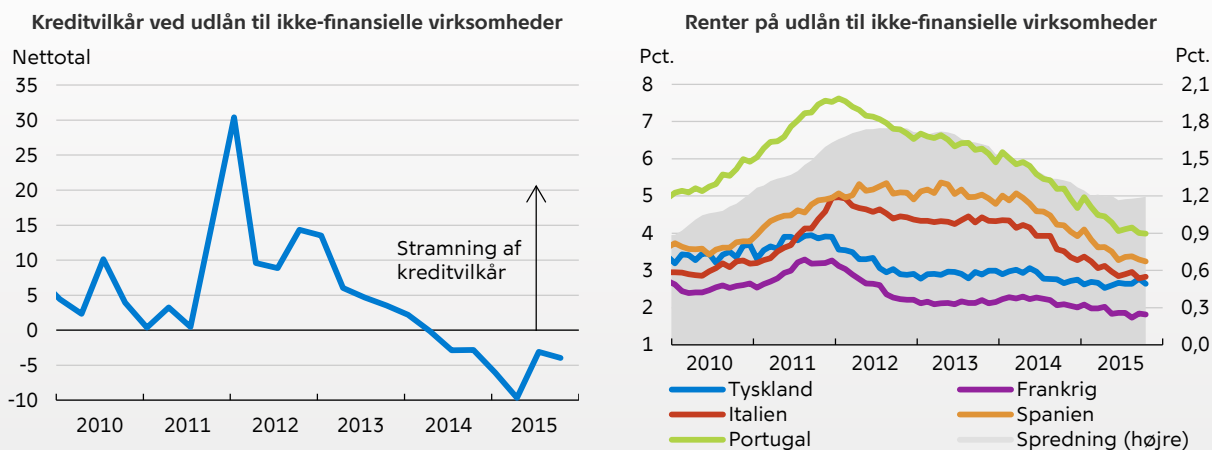
Figur 11



Anm.: Venstre figur: 2-årige benchmarkobligationer.
Kilde: Macrobond.

Kreditvilkår og udlånsrenter i euroområdet

Figur 12



Anm.: Venstre figur: Et positivt netttotal for kreditvilkårene betyder, at vilkårene samlet set strammes.
Kilde: Macrobond.

ECB's pengepolitiske initiativer.⁴ ECB's opkøb øger likviditeten i banksektoren, både via de opkøb, som den foretager direkte fra bankerne, og via øgede indskud i bankerne som følge af opkøb fra husholdninger og virksomheder.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

PENGE- OG VALUTAMARKEDET

Nationalbanken fastholdt de pengepolitiske renter, da ECB nedsatte den pengepolitiske indlånsrente på rentemødet 3. december. Dermed blev det pengepolitiske spænd mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's rente på indlånsfaciliteten indsnævret fra -0,55 til -0,45 procentpoint. Fastholdelsen af Nationalbankens pengepolitiske renter er sket på baggrund af interventionssalg af valuta siden april 2015.

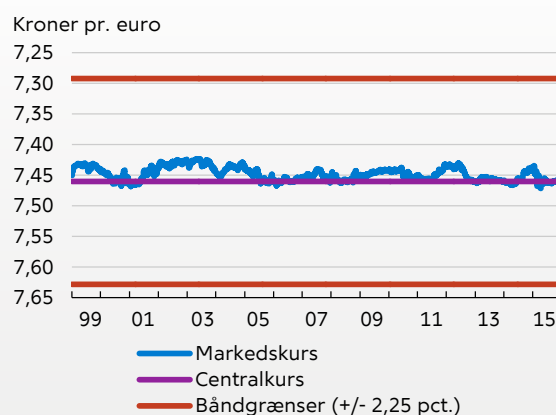
Kronen har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen meget tæt på centralkursen i ERM2, jf. figur 13. Den betydelige kapitalindstrømning til Danmark, der skete i begyndelsen af året i forbindelse med presset på kronen, har siden april været vendt til kapitaludstrømning. Udstrømningen er aftaget de seneste måneder. Nationalbankens nettosalg af valuta for 39 mia. kr. fra september

til november i forbindelse med interventioner er således noget mindre end i de foregående måneder. Nationalbankens samlede interventionssalg af valuta mod kroner har været 230 mia. kr. siden april. Nettointerventionsskøbet i begyndelsen af året var 275 mia. kr.

Valutareserven faldt i november med knap 8 mia. kr. til 484 mia. kr., jf. figur 14. Det afspejler primært, at Nationalbanken netto solgte valuta for 7 mia. kr. i forbindelse med interventioner i valutamarkedet.

Kronens kurs over for euro

Figur 13

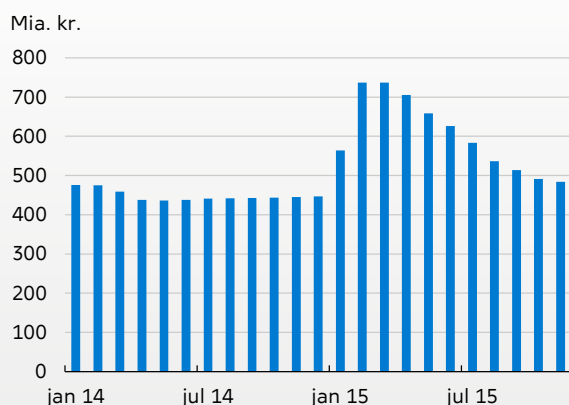


Anm.: Kronekursen er vist på omvendt skala. Seneste observation er 4. december 2015.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

4 Jf. ECB, *Economic Bulletin*, nr. 7, 2015.

Nationalbankens valutareserve

Figur 14



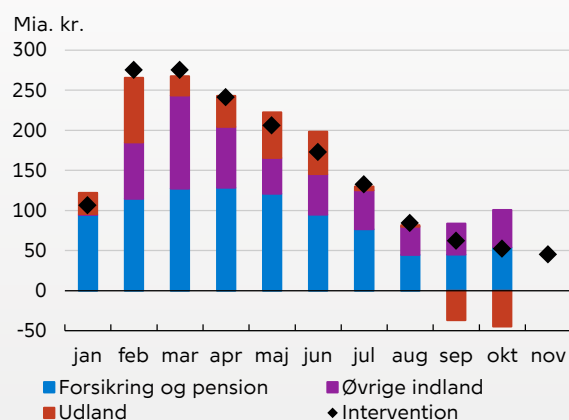
Anm.: Seneste observation er november 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Reduktionen i valutareserven fra april og frem afspejler et skifte i efterspørgslen efter kroner, jf. figur 15. Udenlandske investorer, som stod bag en betragtelig del af kronekøbene i årets første måneder, har fra marts samlet set solgt kroner. Fra januar-oktober har udlandet netto solgt kroner for knap 45 mia. kr. Forsikrings- og pensionssektoren, der var en hovedaktør bag kronekøbene i

Akkumulerede nettokøb af kroner mod valuta fordelt på sektorer og Nationalbankens interventionskøb af valuta i 2015

Figur 15



Anm.: Øvrige indland indeholder bl.a. MFI'ers og investeringsfor-
eningers køb og salg af valuta, samt statens transaktioner
i valuta. Intervention er Nationalbankens akkumulerede
nettointerventionskøb af valuta mod salg af kroner.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

begyndelsen af året, fordi de øgede deres valu-
taafdækning, har også nedbragt deres samlede
kronekøb for året. Netto har sektoren imidlertid
købt kroner for godt 50 mia. kr. i perioden jan-
uar-oktober.

De korte pengemarkedsrenter i Danmark
steg gradvist frem mod sidste del af september,
hvorefter de faldt med knap 0,25 procentpoint
til omkring -0,5 pct. frem mod ECB's rentemøde
3. december, jf. figur 16 (venstre). Faldet blev for-
stærket efter ECB's udmeldinger på rentemødet
21. oktober, hvor signalet var, at der kunne kom-
me yderligere pengepolitiske lempelser. Udmeld-
ingerne betød samtidig, at markedsdeltagernes
forventninger til en snarlig renteforhøjelse fra
Nationalbanken aftog. De danske pengemarkeds-
renter var stort set uændrede, efter National-
banken fastholdt de pengepolitiske renter den
3. december.

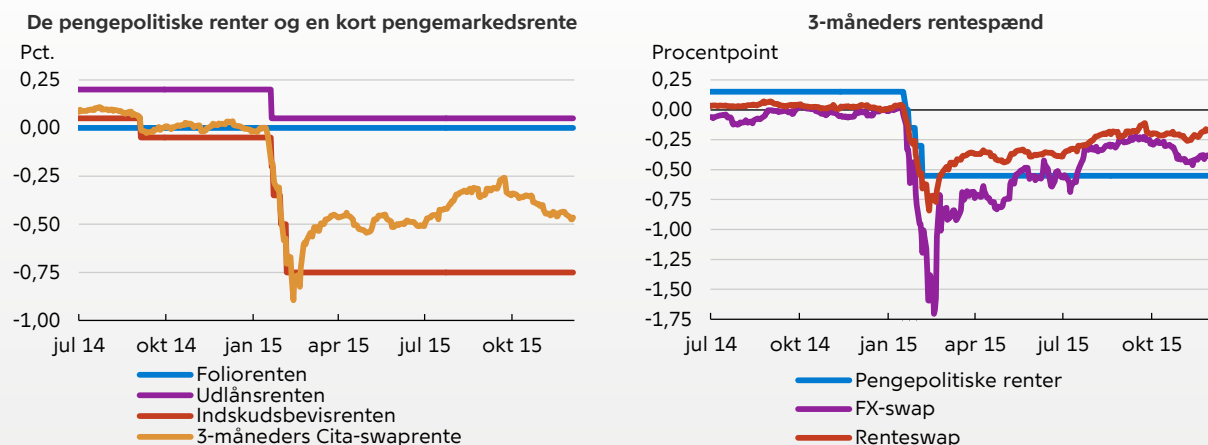
Da renterne i euroområdet var relativt stabile
frem til begyndelsen af november, betød faldet i
de danske renter, at pengemarkedsspændet mel-
lem Danmark og euroområdet blev mere negativt
og lå på ca. -0,25 procentpoint i begyndelsen af
november, jf. figur 16 (højre). Markedsdeltagernes
tiltagende forventninger til yderligere pengepo-
litiske udmeldinger fra ECB på rentemødet i de-
cember fik efterfølgende renterne i euroområdet
til at falde mere end de danske renter, og spæn-
det blev derfor indsnævret lidt igen frem mod
begyndelsen af december. Efter ECB's rentened-
sættelse, der var mindre end forventet af mange
markedsdeltagere, steg de europæiske penge-
markedsrenter en smule, og spændet mellem
Danmark og euroområdet blev derfor udvidet lidt.

Rentespændet mellem kroner og euro be-
regnet ud fra FX-swaps fulgte i store træk ud-
viklingen i pengemarkedsspændet, men faldet
efter ECB's rentemøde i oktober var kraftigere
for FX-swap-rentespændet.⁵ Rentespændet fra
FX-swaps nærmede sig frem til begyndelsen
af november det pengepolitiske rentespænd.
Rentespændet mellem kroner og dollar fra FX-

5 En FX-swap er en aftale, hvor der samtidig indgås en spot- og en
terminsforretning. I spotforretningen veksles fx euro til kroner til
den gældende spotkurs, og i terminsforretningen veksles tilbage på
et senere tidspunkt til en aftalt kurs. Finansielle institutioner bruger
typisk FX-swapmarkedet til at skaffe likviditet i udenlandsk valuta
mod sikkerhed i andre valutaer. En finansiell institution med behov for
finansiering i udenlandsk valuta kan enten låne direkte i det usikrede
valutamarked eller låne via kroner i FX-swapmarkedet. Finansierings-
omkostningen ved at låne via FX-swapmarkedet er lig den implicitte
FX-swaprente.

Nationalbankens renter samt rentespænd mellem Danmark og euroområdet

Figur 16



Anm.: Venstre figur: Pengemarkedsrenten er en 3-måneders Cita-swaprente. Seneste observation er 4. december 2015. Højre figur: Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's rente på indlånsfaciliteten. Renteswap er forskellen mellem 3-måneders Eonia-swaprenten og Cita-swaprenten. FX swap er det implicitte 3-måneders rentespænd beregnet ud fra markedsprisen på en EUR/DKK FX swap og er et udtryk for forholdet mellem dagskursen og termskursen på kroner over for euro omregnet til en renteforskel. Seneste observation er 4. december 2015.

Kilde: Nordea Analytics, Thomson Reuters Datastream, Thomson Reuters Eikon, ECB og Danmarks Nationalbank.

swaps faldt fra midten af oktober betydeligt mere end det tilsvarende pengemarkedsspænd mellem Danmark og USA. Det betyder, at det blev dyrere at låne dollar mod sikkerhed i kroner via FX-swap-markedet. Samme udvikling gælder for lån af dollar via FX-swaps i euro, yen og pund og kan bl.a. forklares af en øget efterspørgsel efter dollar hen over årsskiftet. Sædvanligvis vil rentespændet fra FX-swaps være meget tæt på det tilsvarende pengemarkedsrentespænd. I praksis kan der opstå afvigelser som følge af fx forskelle i likviditetsforhold eller efterspørgslen efter likviditet mellem markederne. Markedet for FX-swaps i kroner er begrænset til få udbydere, hvilket ligeledes kan drive afvigelsen mellem det beregnede rentespænd fra FX-swaps og andre rentespænd.

Markedsdeltagernes forventninger til de fremtidige dag til dag-pengemarkedsrenter i Danmark kan udledes fra de aktuelle renter med længere løbetider. Efter ECB's rentenedsættelse er markedsdeltagernes forventninger til dag til dag-renten om 1 år omkring 0,2 procentpoint lavere end forventningerne udledt i september, jf. figur 17 (venstre). Det er cirka 0,1 procentpoint højere, end markedsdeltagerne forventede forud for rentemødet, hvilket svarer til udviklingen i forventningerne til dag til dag-renten i euroområdet. I Danmark forventes renten at være negativ frem til

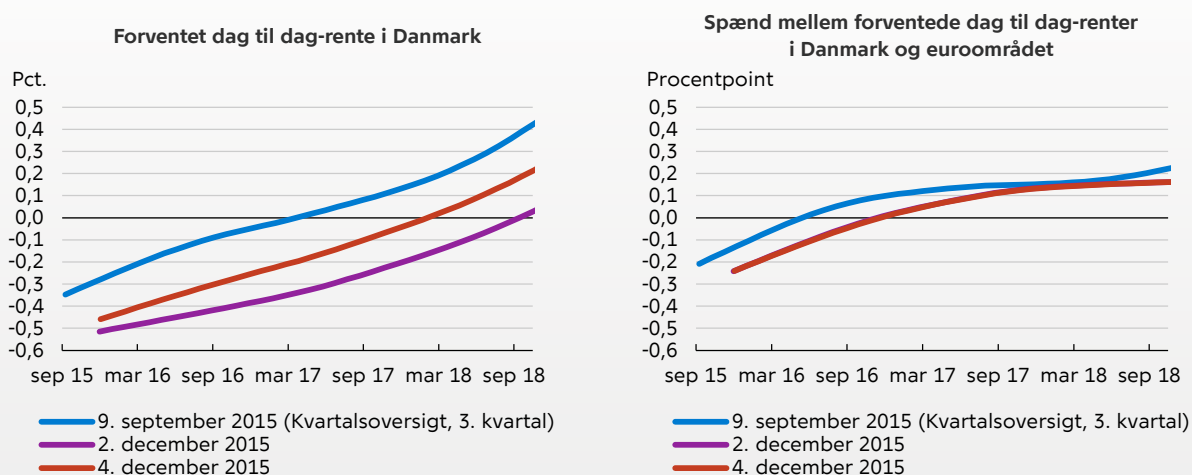
marts 2018, hvilket er cirka 1 år mere, end forventningerne i september viste. I euroområdet ventes der negative renter i knap 3 år, indtil september 2018. Rentespændet mellem Danmark og euroområdet forventes at forblive negativt 1 år frem, jf. figur 17 (højre).

Foliorammerne sikrer, at de pengepolitiske modparter skal placere en stor del af deres likviditet i indskudsbeviser. Indskudsbevisrenten er dermed toneangivende for pengemarkedsrenterne. Den store afstand mellem indskudsbevisrenten og foliorenten efter nedsættelse af indskudsbevisrenten til -0,75 pct. har øget udsvingene i dag til dag-renterne i pengemarkedet, jf. figur 18. Udsvingene er i høj grad af teknisk karakter og hænger desuden sammen med den lave aktivitet i markedet.

Rentefastsættelsen på en given dag sker på baggrund af få transaktioner og afhænger af likviditetsforholdene i markedet den pågældende dag. Aktiviteten har i høj grad været drevet af, at institutter med plads på folio har lånt af institutter uden plads på folio. Renten på denne type lånetransaktioner har i en periode i gennemsnit ligget et sted mellem indskudsbevisrenten og foliorenten. Det afspejler, at institutter med plads på folio har været villige til at låne til en højere rente end den marginale rente for markedet som helhed –

Markedets forventninger til de danske dag til dag-pengemarkedsrenter og til spændet mellem Danmark og euroområdet

Figur 17

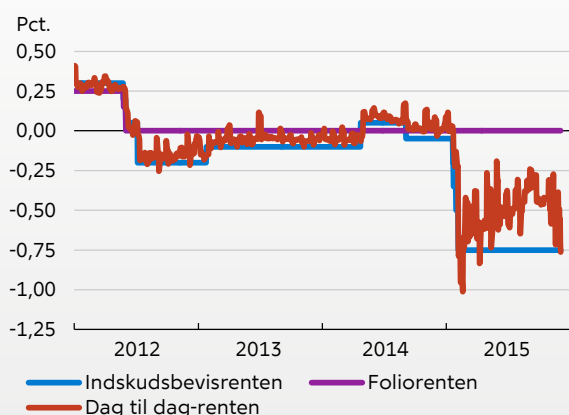


Anm.: Kurverne er forwardrenter beregnet ud fra henholdsvis Cita- og Eonia-renteswaps. En forwardkurve angiver, hvad dag til dag-renten på et givet tidspunkt i fremtiden forventes at være.

Kilde: Scanrate Rio.

Nationalbankens indskudsbevisrente og dag til dag-renten i pengemarkedet

Figur 18



Anm.: Dag til dag-renten er ugegenomsnit af T/N-renten. Seneste observation er 4. december 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

indskudsbevisrenten – fordi de kunne placere på deres foliokonto til foliorenten, jf. artiklen "Penge-markedet ved pres på kronen og negative renter" i denne Kvartalsoversigt.

I december 2011 annoncerede Nationalbanken 3-årige udlån til de pengepolitiske modparter. Lånene havde til formål midlertidigt at sikre institutterne adgang til længere finansiering. Der

blev åbnet for de 3-årige udlån ad to omgange, i henholdsvis marts og september 2012, hvor der samlet blev udlånt 56 mia. kr. De sidste af de 3-årige lån udløb 25. september 2015. Som følge af løbende tilbagebetalinger på lånene fra de pengepolitiske modparter var der blot et udestående på 80 mio. kr. ved udløbet.

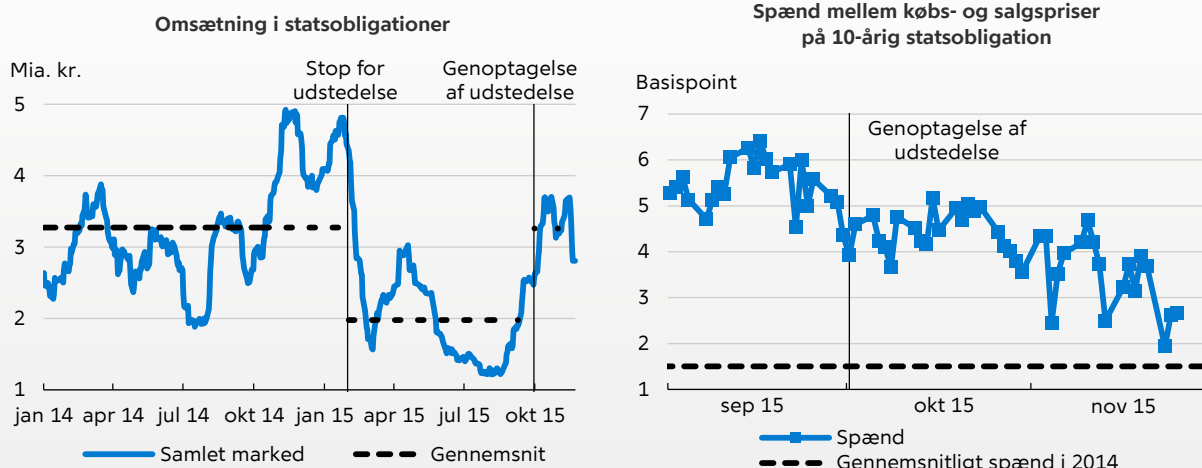
KAPITALMARKEDET

Nationalbanken genoptog i oktober udstedelsen af statsobligationer. Der har frem til begyndelsen af december været afholdt fem af seks planlagte auktioner i 4. kvartal med et samlet salg på 23,3 mia.kr. Det udmeldte sigtepunkt for det samlede salg i 4. kvartal og hele 2016 er på 100 mia. kr. Den sidste auktion i 2015 afholdes 16. december.

Der har generelt været stor efterspørgsel på auktionerne. ECB's opkøb af statsobligationer bidrager til at trække de europæiske kernelandes renter ned, hvilket gør de danske statsobligationer mere attraktive. Faldet i FX-swap-rentespændet mellem kroner og dollar, jf. afsnit om penge- og valutamarkedet, kan desuden have haft en betydning for efterspørgslen efter skatkammerbeviser og de korte statsobligationer, da investorer med adgang til dollar således har kunnet få et større dollarafkast ved at låne kroner mod sikkerhed i dollar via en FX-swap og placere i fx skatkammerbeviser.

Omsætning i statsobligationer og spænd mellem købs- og salgspriser

Figur 19



Anm.: Venstre figur: Dagligt handelsvolumen er beregnet som 30 dages centreret glidende gennemsnit. Handelsvolumen for det samlede marked er fundet via filtreret MiFID-data. Filtreringen omfatter trin 2-8, som beskrevet i Danmarks Nationalbanks *Statens låntagning og gæld* 2013, tabel 8.A.1. Højre figur: Dagligt bud-/udbudsspænd er beregnet som det gennemsnitlige bud-/udbudsspænd i den mest likvide tidsperiode pr. dag.

Kilde: Finanstilsynet og MTS Denmark.

Siden obligationsudstedelserne blev genoptaget, er der tegn på, at likviditeten i markedet er forbedret, jf. figur 19. Omsætningen er øget i det samlede marked, og der er en tendens til, at spændet mellem købs- og salgspriser er indsnævet. De seneste auktioner over skatkammerbeviser har ligeledes modtaget store bud i forhold til tildelte beløb, og skæringsrenterne er faldet.

Renterne på den 10-årige danske statsobligation faldt med 0,25 procentpoint fra begyndelsen af september 2015 og frem til begyndelsen af december, jf. figur 20 (venstre). Renterne fulgte i store træk udviklingen i de tilsvarende tyske renter. Rentefaldet skal ses i lyset af forventninger i markedet om yderligere pengepolitiske lempelser fra ECB. Det 10-årige rentespænd til Tyskland blev kortvarigt udvidet i forbindelse med genoptagelsen af statsobligationssalget, men spændet faldt igen de efterfølgende uger i takt med forbedringen i likviditet i det danske statspapirmarked, jf. figur 19 (højre). Efter ECB's rentenedsættelse 3. december steg såvel de danske som tyske statsobligationsrenter med omkring 0,2 procentpoint.

Udviklingen i den 2-årige danske rente var stabil frem til rentemødet i ECB i oktober, hvorefter den faldt med ca. 0,3 procentpoint. Den 2-årige tyske statsobligationsrente faldt ligeledes, men knap så meget som den danske. Det udvidede det

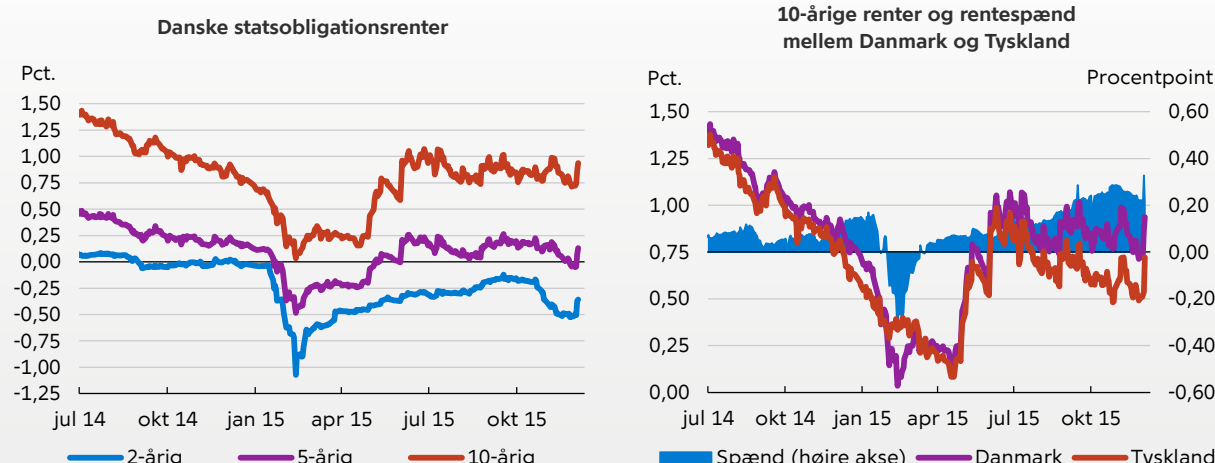
2-årige rentespænd mellem Danmark og Tyskland i negativ retning med godt 0,15 procentpoint indtil medio november. Det er bl.a. skævvridningen af FX-swapmarkedet i dollar, der har bidraget til større efterspørgsel efter de 2-årige statsobligationer. De 2-årige renter steg knap 0,15 procentpoint både i Danmark og Tyskland efter ECB's rentenedsættelse 3. december.

Renterne på realkreditobligationer har i store træk fulgt udviklingen i renterne på statsobligationer. Den 30-årige realkreditobligationsrente har været stabil på et niveau omkring 3 pct., jf. figur 21 (venstre). Renten på 1-årige realkreditobligationer har fra slutningen af august og frem til slutningen af oktober ligeledes ligget stabilt lige under 0 pct. Renten er siden faldet lidt i takt med faldet i de korte statsobligationsrenter.

Realkreditinstitutterne afholdt fra medio november til primo december refinansieringsauktioner for rentetilpasningslån, der skal tilpasses 1. januar 2016. Der blev udbudt rentetilpasningsobligationer i kroner og euro for henholdsvis 154 og 23 mia. kr., hvilket er betydeligt mindre end udløbet af obligationer, som var på i alt 213 mia. kr. Derudover udløber variabelt forrentede obligationer for 18 mia. kr. i januar 2016. Spredning af refinansieringsauktioner hen over året har, sammen med omlægning væk fra rentetilpasningslån, mindsket

Danske statsobligationsrenter og dansk og tysk 10-årig statsobligationsrente samt rentespænd

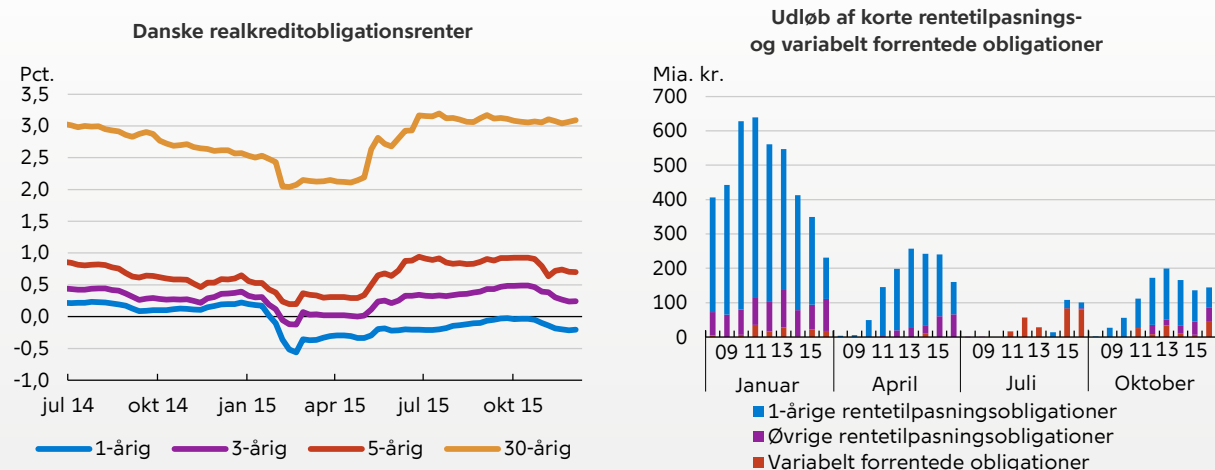
Figur 20



Anm.: Parrenter, dvs. beregnede renter, hvor restløbetiden på papiret er præcis 2, 5 og 10 år. Seneste observation er 4. december 2015.
Kilde: Nordea Analytics.

Realkreditobligationsrenter og udbredelsen af realkreditlånetyper

Figur 21



Anm.: Venstre figur: Den 1-, 3-, og 5-årige rente er baseret på obligationer bag rentetilpasningslån. Den 30-årige rente er en effektiv rente baseret på fastforrentede konverterbare realkreditobligationer. Seneste observation er 4. december 2016. Højre figur: Opgjort til nominal værdi dagen før ordinært udløb. Opgørelserne for januar, april og oktober 2016 er opgjort på baggrund af udestående værdi ultimo oktober 2015. På grund af afdrag og låneomlægninger er refinansieringsbehovet mindre end udløbet. Fordelingen af korte fastforrentede obligationer på lån med forskellig refinansieringsfrekvens er estimeret på baggrund af ændringerne i det nominelle udestående i forskellige restløbetidsintervaller. "1-årige rentetilpasningsobligationer" er opgjort som ændringerne i det nominelle udestående 0-1,5 år før obligationernes udløb, "Øvrige rentetilpasningsobligationer" er opgjort for restløbetidsintervallet over 1,5 år.
Kilde: Nordea Analytics, Thomson Reuters Eikon, Nasdaq OMX og Danmarks Nationalbank.

refinansieringsomfanget ved januar-terminerne. Udløbet af obligationer bag 1-årige rentetilpasningslån på 120 mia. kr. er således væsentlig lavere sammenlignet med de senere år, og knap 430 mia. kr. mindre i forhold til januar 2010, hvor der

udløb flest 1-årige rentetilpasningsobligationer, jf. figur 21 (højre).

Konverteringsomfanget for fastforrentede lån er aftaget mærkbart. Forud for opsigelsesfristen ultimo oktober blev der opsagt fastforrentede

realkreditlån for omkring 10 mia. kr. til januarterminen, hvilket er på linje med oktoberterminen. Til sammenligning var beløbet godt 180 mia. kr. ved de to øvrige terminer i år.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN, INDLÅN OG RENTER

Pengeinstitutternes ud- og indlånsrenter over for husholdninger og erhverv har været stort set uændrede fra udgangen af juli til udgangen af oktober 2015, hvor pengeinstitutternes udlånsrente over for husholdninger og erhverv var henholdsvis 4,7 og 3,2 pct., mens indlånsrenterne var 0,5 og 0 pct. Sammenlignet med for et år siden er udlånsrenterne faldet 0,7 procentpoint for husholdninger og 0,6 procentpoint for erhverv, og indlånsrenterne er faldet henholdsvis 0,4 og 0,3 procentpoint.

Udviklingen i indlånsrenterne har især været drevet af anfordringsindlån. For husholdninger og erhverv har udviklingen i renten på anfordringsindlån været stort set uændret de seneste måneder, jf. figur 22 (venstre). I takt med at pengemarkedsrenterne steg frem til slutningen af september, er renterne på anfordringsindlån fra pensions- og forsikringssektoren samt MFI-sektoren også steget. Stigningen har især været mar-

kant for forsikrings- og pensionssektorens rente, der fra slutningen af juli til slutningen af september steg med 0,3 procentpoint til -0,3 pct., men er faldet lidt igen.

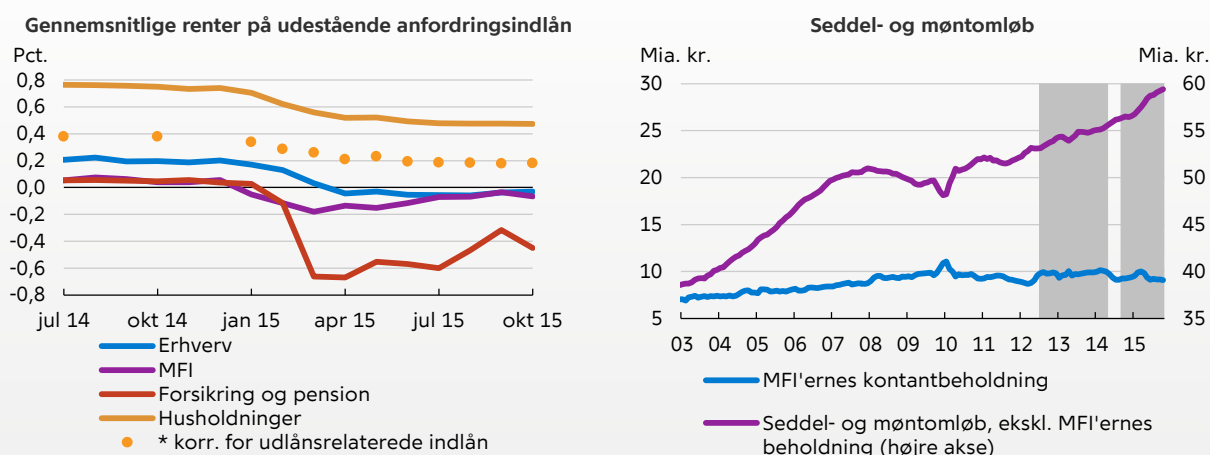
Nationalbanken har gennemført en undersøgelse af indlån med negativ rente, der viste, at andelen af indlån, der blev forrentet negativt i september 2015, er lidt mindre end den andel, der blev forrentet positivt. Størstedelen af indlånene blev dog forrentet med 0 pct. For MFI'erne og forsikrings- og pensionssektoren blev hovedparten af indlånene forrentet negativt, mens kun en meget lille del var med positiv rente.

Seddel- og møntomløbet er steget knap 4 pct. siden begyndelsen af 2015. Der er stadig ikke tegn på, at MFI-sektoren, hvis indlån forrentes negativt, har øget sin kontantbeholdning i særlig grad, jf. figur 22 (højre). Det samme gælder de øvrige sektorer.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger er samlet set uændret fra juli til oktober 2015, mens udlånet til erhverv er steget med 4 mia. kr., jf. figur 23. Det dækker dog over, at pengeinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv er faldet med 7 mia. kr., og at realkreditinstitutternes udlån til samme sektorer er steget med 11 mia. kr. Set over det seneste år er institutternes udlån til

Pengeinstitutternes renter på anfordringsindlån og seddel- og møntomløbet

Figur 22

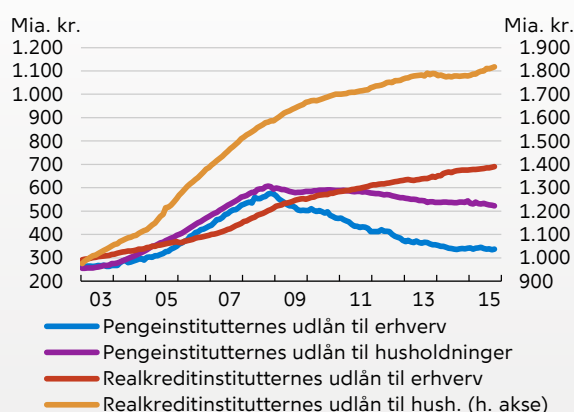


Anm.: Venstre figur: Gennemsnitlige månedlige renter. Anfordringsindlån for husholdninger inkluderer indlån relateret til prioritetslignende udlån, der bevirker, at den gennemsnitlige rente på anfordringsindsud ligger noget højere end renten på størstedelen af husholdningernes almindelige lønkonti. I oktober 2015 kunne knap 15 pct. af anfordringsindlån fra husholdninger relateres til de prioritetslignende udlån. Seneste observation er oktober 2015. Højre figur: Seddelomløbet er inkl. færøske sedler. Data er sæsonkorrigeret og opgjort som et 3 måneders centrert, glidende gennemsnit. MFI'ernes øgede kontantbeholdning i slutningen af 2009 og begyndelsen af 2010 afspejler introduktionen af den nye danske seddelserie og en periode med overlappende seddelserier. De grå områder viser perioder med negativ indskudsbevisrente. Seneste observation er oktober 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv

Figur 23



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

Kilde: Danmarks Nationalbank.

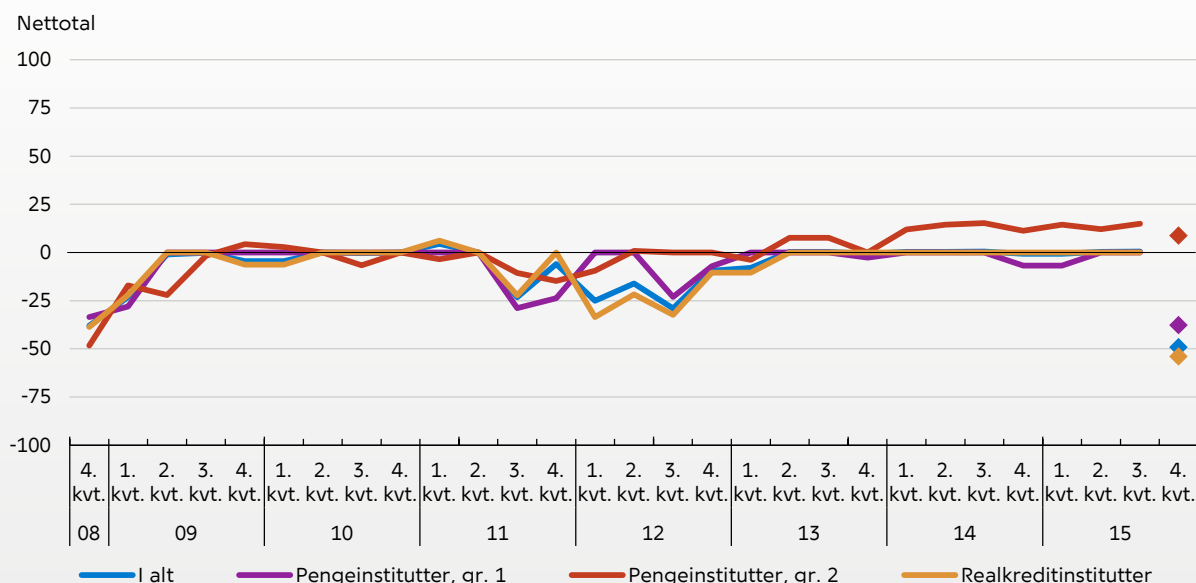
husholdninger og erhverv steget med henholdsvis 23 og 11 mia. kr. For begge sektorer dækker det over, at udlånet hos pengeinstitutterne fortsat falder, og realkreditinstitutternes udlån stiger.

De kvartalsvise afdrag på realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse stiger fortsat og nåede ved udgangen af 3. kvartal op på knap 7 mia. kr. Afdragene er steget jævnt de seneste år. Siden foråret 2014 er det især drevet af afdrag på lån med fast rente. Det skyldes først og fremmest, at kunderne har omlagt til lån med afdrag og fast rente for godt 55 mia. kr. i de første tre kvartaler af 2015, bl.a. som følge af det lave renteniveau og fordi afdragsfriheden er udløbet for nogle kunder. Andelen af lån med afdrag er steget fra 45 til 48 pct. i løbet af 2015.

I Nationalbankens seneste udlånsundersøgelse svarede de store pengeinstitutter og realkreditinstitutterne, at kreditpolitikken over for både erhverv og private var uændret i 3. kvartal 2015. De mellemstore pengeinstitutter har de seneste kvartaler dog haft en tendens til at rapportere en mindre lempelse af kreditstandarderne over for private og erhverv. Det dækker bl.a. over, at deres risikoopfattelse er forbedret. I undersøgelsen svarer de, at de har fået et mere positivt syn på bl.a. den økonomiske aktivitet, boligmarkedet samt de branche- og virksomhedsspecifikke udsigter. Samlet set angiver pengeinstitutterne fortsat, at konkurrencesituationen trækker i ret-

Ændring i kreditstandarder over for private

Figur 24



Anm.: Private dækker over husholdninger, ekskl. landbrug. Prikkerne i 4. kvartal 2015 viser forventninger. Nettotallet kan ligge mellem -100 og 100, hvor -100 svarer til, at alle institutter har svaret "strammet en del", -50 = strammet lidt, 0 = uændret, +50 = lempet lidt og +100 = lempet en del. Pengeinstitutterne er opdelt i gruppe 1 og 2, der følger Finanstilsynets størrelsesgruppering.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ning af lempelser, ligesom den har gjort over de seneste to år. Det har ikke slået igennem på de overordnede kreditstandarder. Efter en længere periode med uændrede kreditstandarder for private forventer pengeinstitutterne at stramme dem i 4. kvartal 2015, jf. figur 24. De begrundet det bl.a. med den nye vejledning for god skik for finansielle virksomheder, hvor boligkøberne fra november 2015 som udgangspunkt skal lægge 5 pct. af boligens værdi som egenbetaling. Nogle realkreditinstitutter forventer ligeledes strammere kreditstandarder i 4. kvartal som følge af en indirekte effekt fra god skik-vejledningen.

Danmarks Statistik har belyst små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering i 2014 i en temapublikation, som er baseret på en stikprøve bestående af ca. 2000 virksomheder. Af rapporten fremgår det, at der i 2014 var betydeligt færre små og mellemstore virksomheder, der søgte finansiering sammenlignet med de tidligere undersøgelser i 2007 og 2010. Samtidig opnåede en større andel af virksomheder fuldt ud den finansiering, de søgte om, sammenlignet med undersøgelsen fra 2010. Det dækker bl.a. over, at bankerne accepterede en større andel af låneansøgningerne, mens det modsatte gjorde sig gældende for realkreditinstitutterne. Undersøgelsen viser således, at andelen af de virksomheder, der søgte realkreditfinansiering og fuldt ud opnåede det ansøgte lånebeløb, faldt fra 60 til 50 pct. i perioden samtidig med, at realkreditinstitutternes

udlån til erhverv har været støt stigende. Andelen af virksomheder i stikprøven, der søgte realkreditfinansiering, var dog kun ca. 5 pct., så usikkerheden er betydelig. Samtidig kan stigningen i afslagsprocenterne ikke nødvendigvis ses som et udtryk for, at kreditstandarderne er ændret, da de låneansøgende virksomheders kreditkvalitet også må tages i betragtning.

DANSK ØKONOMI

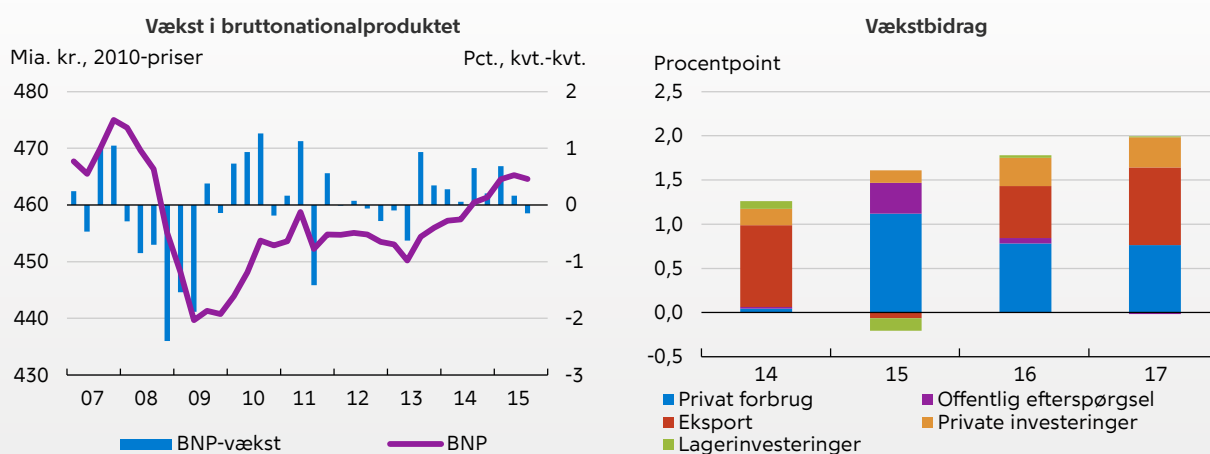
INDENLANDSK AKTIVITET

Efter otte kvartaler med vækst faldt BNP ifølge den foreløbige opgørelse med 0,1 pct. i 3. kvartal, når der korrigeres for prisudvikling og sæsonudsving, jf. figur 25 (venstre). Afmatningen skyldes hovedsagelig tilbagegang i vareeksporten. Generelt var der fremgang i den indenlandske efterspørgsel trukket af større erhvervsinvesteringer. Det private forbrug lå fladt i 3. kvartal, men freregnet forbrug af el og brændsel var der en fremgang på 0,8 pct. Det offentlige forbrug faldt 0,3 pct., jf. tabel 2.

Der tegner sig et billede af en lidt svagere vækst i år og i 2016 end tidligere skønnet, men grundlæggende er dansk økonomi på sporet mod en normalisering af kapacitetsudnyttelsen i løbet af de næste par år. Arbejdsmarkedet fremstår stærkt med stigende beskæftigelse og faldende

Vækst i realt BNP og vækstbidrag

Figur 25



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

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 2

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2015						
	2014	2015	2016	2017	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.
BNP	1,3	1,4	1,8	2,0	0,7	0,2	-0,1
Privat forbrug	0,5	2,2	2,0	2,2	1,0	-0,1	0,0
Offentligt forbrug	0,2	1,1	0,5	0,0	1,1	0,0	-0,3
Boliginvesteringer	3,1	-1,7	3,0	4,3	-1,0	-0,4	-1,6
Offentlige investeringer	7,4	-2,3	-1,3	2,4	-9,4	0,1	-2,1
Erhvervsinvesteringer	2,1	2,2	3,6	4,6	-0,1	1,4	2,6
Lagerinvesteringer mv. ¹	0,3	-0,4	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,9
Eksport	3,1	-0,7	2,2	3,6	1,8	-2,9	-1,7
Industrieksport	1,4	1,9	3,7	4,8	4,9	-2,4	-3,4
Import	3,3	-1,6	2,4	3,9	-0,3	-3,0	0,4
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.765	2.793	2.818	2.850	2.783	2.790	2.797
Ledighed, brutto, 1.000 personer	134	124	118	114	127	125	122
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,7	7,3	7,4	7,3	8,1	6,1	7,5
Offentlig saldo, pct. af BNP	1,5	-2,6	-2,8	-1,8	-3,1	-2,3	-2,3
Kontantpriser, pct. år-år	3,4	5,9	3,8	3,2	5,9	6,0	6,0
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,3	0,3	1,3	1,9	0,0	0,4	0,4
Timeløn, pct. år-år	1,3	1,9	2,5	2,7	1,3	1,9	1,9

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

ledighed. Lav oliepris samt lave renter skubber fremadrettet på økonomien både herhjemme og på Danmarks nærmeste eksportmarkeder. Hertil kommer et fald i den effektive kronekurs, som understøtter eksporten.

Væksten i det reale BNP i år skønnes til 1,4 pct. stigende til 1,8 pct. i 2016 og 2,0 pct. i 2017. Det er en nedjustering for de tre år under ét på ca. 0,5 procentpoint i forhold til seneste prognose. Væksten i de kommende år ventes især at blive trukket af eksporten og det private forbrug og i lidt mindre omfang af de private investeringer, jf. figur 25 (højre). Den offentlige efterspørgsel skønnes ikke at bidrage nævneværdigt til væksten.

Produktionsgab, der viser omfanget af ledig kapacitet, skønnes til -1,5 pct. i 2015, og økonomien vurderes at nå sin normale kapacitetsudnyttelse i løbet af de næste par år. Væksten i beskæftigelsen er nedjusteret i lyset af den lidt mere

afdæmpede konjunktur og ventes nu at stige med knap 65.000 personer fra 3. kvartal i år til 4. kvartal 2017. En del af nedjusteringen i produktionen er sket i brancher, hvor beskæftigelsen er lav set i forhold til produktionen. Ledighedsgabet, der angiver, hvor meget ledigheden kan falde, inden den når sit konjunkturmæssigt neutrale niveau, ventes fortsat at lukke i 2017. Billedet er således uændret, at kapacitetssituationen strammer til de kommende år, og at der ved udgangen af prognoseperioden kun vil være meget lidt ledig kapacitet tilbage.

Eksporten i mængder faldt i årets første tre kvartaler 0,4 pct. i forhold til samme periode sidste år, mens importen faldt 1,2 pct. Der afspejler helt overvejende en kraftig tilbagegang i både importen og eksporten af tjenester, herunder søtransport, bl.a. som følge af en opbremsning i verdenshandlen. Omvendt steg eksporten af

varer. Nedgangen i eksporten ventes at være midlertidig, og næste år skønnes eksporten i mængder at vokse med lidt over 2 pct. stigende til 3,6 pct. i 2017. Især industrieksporten ventes på baggrund af en stærk dansk konkurrenceevne at vokse i takt med en positiv udvikling i de internationale konjunkturer.

Det private forbrug steg 2,4 pct. i årets første tre kvartaler i forhold til samme periode sidste år, og de underliggende drivkræfter for fortsat fremgang i forbruget er grundlæggende uændrede

fra sidste prognose. På baggrund af øget beskæftigelse og disponibel indkomst samt stigende formuer som følge af fremgang i boligpriser og aktiekurser skønnes det private forbrug de kommende år at vokse med ca. 2 pct. pr. år. Forbruget set i forhold til husholdningernes indkomst, forbrugskvoten, vokser frem mod 2017, om end fra et lavt niveau.

Boliginvesteringerne faldt i de tre første kvartaler af 2015. Det skyldtes tilbagegang i nybyggeriet, mens der var en mindre stigning i hoved-

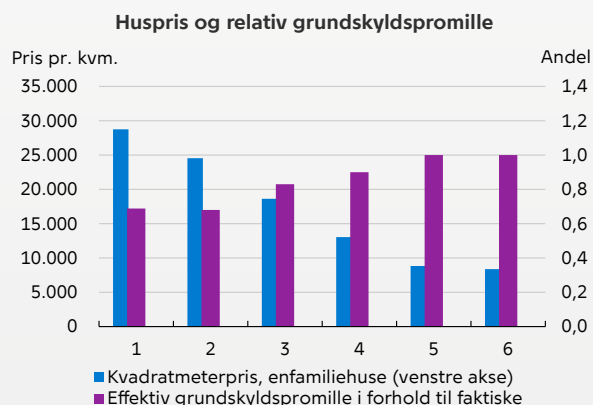
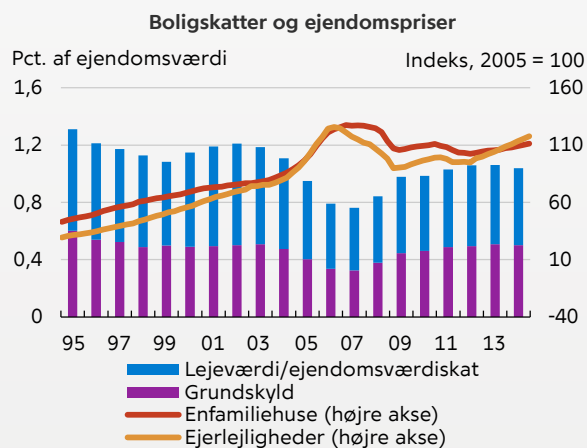
Fastfrysning af grundskylden i 2016 virker destabiliserende på boligmarkedet

Boks 2

Med aftalen om finansloven for 2016 fastfryses grundskylden næste år, således at den afgiftspligtige grundværdi holdes nominelt uændret fra 2015 til 2016. I 2017 vil loftet over stigningen i grundskylden betyde, at den skyldige grundskyld maksimalt kan stige med 7 pct. i forhold til niveauet i 2015 og 2016. Det svarer til de gældende regler, men i og med at udgangspunktet – den afgiftspligtige grundværdi – er lavere, vil boligejere også få en lettelse i 2017 og de kommende år. Grundværdierne når med fastfrysningen op på niveauet uden loft et år senere end uden fastfrysning. Der er annonceret en revision af grundvurderingssystemet.

Hverken grundskylden eller ejendomsværdibeskatningen har siden 2002 virket stabiliserende på ejendomspriserne, da de effektive skattesatser – betalt skat i forhold til udskrivningsgrundlag – er medcykliske, dvs. beskatningsprocenten falder, når ejendoms- og grundpriserne stiger og omvendt, jf. figur (venstre). Det forstærker udsvingene i boligpriserne, og fastfrysningen af grundskylden i 2016 øger den destabiliserende virkning, særligt i de områder hvor prisene er steget mest.

Boligskat og huspriser samt forholdet mellem effektiv og faktisk grundskyldspromille i udvalgte landsdele



Anm.: Højre figur: 1 København by, 2 Københavns omegn, 3 Nordsjælland, 4 Østjylland, 5 Sydjylland, 6 Nordjylland. Søjlerne viser sæsonkorrigeret kvadratmeterpris for enfamiliehuse fra Realkreditrådet samt effektiv grundskyldspromille beregnet som betalt grundskyld i forhold til grundvurderingen sat over den lovgivningsmæssigt fastsatte grundskyldspromille.

Kilde: SKAT, Realkreditrådet, Danmarks Statistik og egne beregninger.

I visse kommuner – specielt i og omkring hovedstaden – er grundværdierne steget betydeligt mere end den lovgivningsmæssigt fastsatte reguleringsprocent, der angiver, hvor meget grundskylden må stige fra år til år. Det betyder, at det i disse kommuner vil tage et stykke tid, før efterslæbet som følge af forskellen i grundskyld med og uden loft er indhentet. Der er derfor opstået et betydeligt spænd mel-

lem den lovgivningsmæssigt fastsatte grundskyldspromille og den effektive, dvs. faktisk betalt grundskyld i forhold til grundværdien målt ved den seneste offentlige vurdering, jf. figur (højre). Det er samtidig i kommuner med det største spænd, at boligpriserne er steget mest og presset for yderligere stigninger højest, og hvor behovet for stabilisering derfor er størst.

reparationer og vedligehold af eksisterende ejendomme. I de kommende år ventes fornyet vækst i boliginvesteringerne, bl.a. understøttet af højere handelsaktivitet på boligmarkedet, som medfører renoveringsopgaver, samt stigende boligpriser, der gør det mere fordelagtigt at bygge nyt.

Erhvervsinvesteringerne skønnes at vokse med lidt over 2 pct. i år. Fremadrettet ventes den stigende aktivitet i økonomien sammen med lave renter og stigende kapacitetsudnyttelse at løfte erhvervsinvesteringerne yderligere. Løftet understøttes af det betydelige opsparingsoverskud i virksomhederne. De kommende år ventes erhvervenes investeringer i materiel at vokse hurtigere end værditilvæksten i byerhverv, hvilket øger investeringskvoten for materiel. Erhvervenes bygge- og anlægsinvesteringer ventes derimod at stige i mindre grad, hvorfor investeringskvoten kun stiger en smule. Det afspejler bl.a., at der er mange ledige lokaler, hvilket begrænser behovet for erhvervsbyggeri.

Der er både opad- og nedadrettede risici knyttet til prognosen. Den svagere udvikling i verdensøkonomien har sat sig spor i dansk eksport. Hvis det udvikler sig til en mere generel global afdæmpning, kan forventningerne til eksportudviklingen igen skuffe, og det kan svække vækstforløbet. I opadgående retning trækker først og fremmest, at opsving tidligere er kommet både

hurtigere og kraftigere end ventet trukket af skift i forbrugs- og investeringslysten. Sker det, kan det give pres på arbejdsmarkedet og boligmarkedet de kommende år, hvilket kan få opsvinget til at køre af sporet. Forudsætningerne for en pludselig og kraftig stigning i den indenlandske efterspørgsel er til stede efter en lang periode med konsolidering, og der er på udbudssiden kun få ledige arbejdskraftressourcer at tage af.

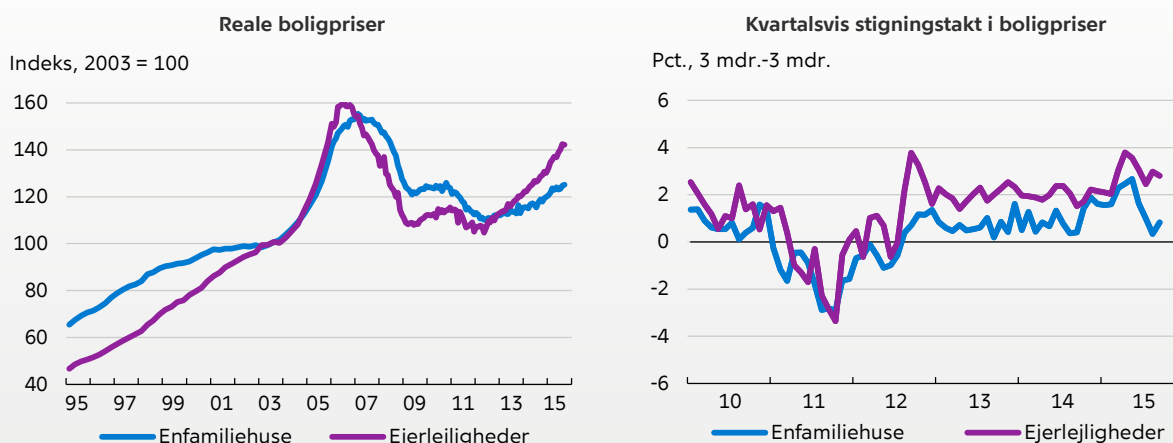
BOLIGMARKED

Udviklingen på boligmarkedet er blevet mere afdæmpet det seneste halve år efter acceleration først på året, jf. figur 26 (venstre). Den lange rente er steget siden begyndelsen af året, og det synes at have dæmpet både aktivitet og prisstigninger. Udviklingen er tydeligst for enfamiliehuse og lidt mindre for ejerlejligheder, og der er fortsat behov for årvågenhed især over for boligmarkedet i København. Fastfrysningen af grundskylden for 2016 bidrager til at destabilisere boligmarkedet, især i de områder hvor boligpriserne stiger mest, jf. boks 2

For enfamiliehuse er den kvartalsvise prisstigningstakt faldet fra 2,7 pct. i maj til knap 1 pct. i september – dvs. månederne juli-september i forhold til de foregående tre måneder, jf. figur 26 (højre). Den årlige prisstigningstakt er på lidt over 6 pct. De kvartalsvise prisstigninger på ejerlejligheder er også bremsset op siden foråret, men stigningstakten ligger her omkring 3 pct. og er

Reale boligpriser og stigningstakt i boligpriser

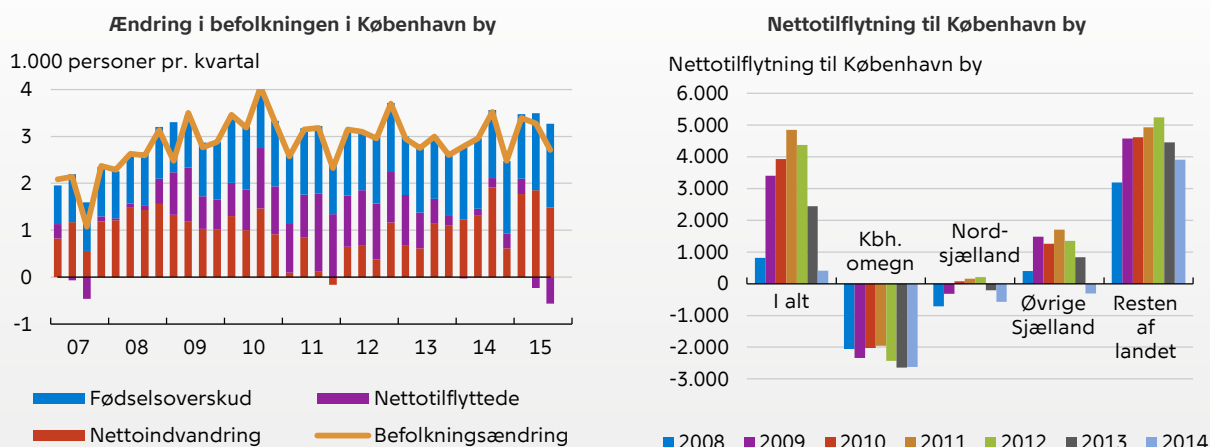
Figur 26



Anm.: Egen sæsonkorrektur. Venstre figur: Boligpriser deflateret med forbrugerprisindekset. Højre figur: Der er vist 3 måneders perioder i forhold til forudgående 3 måneders periode. Seneste observation er juli-september.
Kilde: Danmarks Statistik.

Befolkningsudviklingen i København

Figur 27



Anm.: København by inkluderer Københavns og Frederiksberg Kommune samt Tårnby og Dragør. Venstre figur: Sndringen mellem nettoindvandring og -tilflytning afspejler, hvor personen kommer fra og flytter til. Nettoindvandring er til og fra udlandet, mens nettotilflytning er til og fra andre områder i Danmark.

Kilde: Danmarks Statistik og Københavns Kommune. Egen sæsonkorrektur.

dermed fortsat høj, som den nu har været det i nogen tid.

Handelsaktiviteten målt ved antallet af tinglyste salg er faldet tilbage efter den kraftige stigning i begyndelsen af året. Det gælder både for enfamiliehuse og ejerlejligheder. Handelsaktiviteten ligger for begge boligtyper fortsat omkring 20 pct. højere end for et år siden, men set i et længere perspektiv er antallet af salg af enfamiliehuse i forhold til boligmassen lavt, mens det for ejerlejligheder ligger på niveauet lige forud for finanskrisen. Liggetiden for huse er med ca. 280 dage også forholdsvis høj, og det samme gælder udbuddet af boliger til salg. Det afspejler, at der mange steder i landet er ophobet et lager af boliger klar til salg. Det lægger en dæmper på prisstigningerne i disse områder.

På regionalt plan har de største prisstigninger været i og omkring hovedstadsområdet. Der er tegn på, at prisstigningerne også her er aftaget på det seneste, men stigningstakten er stadig høj, bl.a. drevet af en stor befolkningstilvækst, som øger efterspørgslen efter boliger, jf. figur 27 (venstre). Nettotilflytningen til København fra resten af landet er faldet de senere år, og der var i 2014 tæt på balance mellem udflyttede og tilflyttede fra landets øvrige kommuner. Der er sket en øget udflytning til pendlernære områder, dvs. Køben-

havns omegn, Nordsjælland samt det øvrige Sjælland, jf. figur 27 (højre). Det kan formentlig medvirke til at dæmpe det opadrettede prispres på ejerlejligheder i byen, men omvendt er der en betydelig tilflytning fra udlandet.

Forventningerne⁶ til boligmarkedet toppede i foråret og er derefter aftaget svagt. Forventningerne til udviklingen på boligmarkedet er dog fortsat positive.

Boligpriserne for landet under ét skønnes at stige knap 6 pct. i år. Hovedparten af stigningen har allerede fundet sted, og skønnet er uændret fra sidste prognose. De kommende år ventes en mere afdæmpet prisudvikling på 3-4 pct. årligt. Den fortsatte stigning i boligpriserne skal ses i lyset af det lave renteniveau, den generelle bedring af økonomien samt de fortsat positive forventninger til udviklingen på boligmarkedet.

UDENRIGSHANDEL OG BETALINGSBALANCE

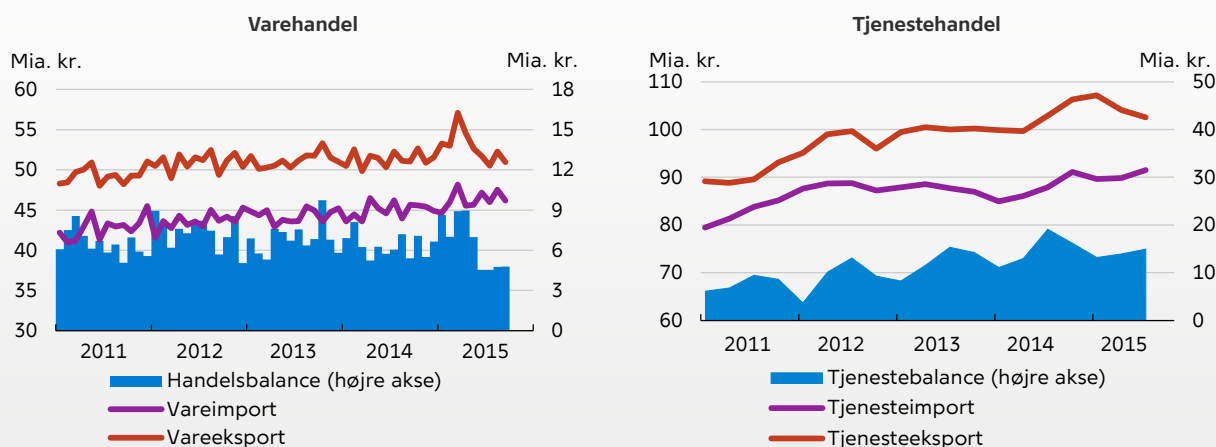
Eksporten af både varer og tjenester opgjort i værdi faldt i 3. kvartal og er dermed tilbage på niveauet for et år siden efter ret kraftige stigninger i slutningen af sidste år og begyndelsen af i år.

Vareeksporten faldt lidt over 3 pct. i forhold til kvartalet før, når der ses bort fra handel med ski-

6 Målt ved Nykredits Huspristillid samt Greens hustillidsindikator.

Handels- og tjenestebalance

Figur 28



Anm.: Løbende priser.
Kilde: Danmarks Statistik.

be og fly mv., og når der korrigeres for normale sæsonudsving, jf. figur 28 (venstre). Importen steg en smule. Med et månedligt overskud på knap 5 mia. kr. de seneste måneder ligger handelsbalancen noget lavere end først på året.

Faldet i vareeksporten er bredt fordelt på lande. Der har bl.a. været mindre salg af minkskind til Kina og Hongkong samt fald i brændselseksporten. Også eksporten af maskiner er gået tilbage, især som følge af fald i salg af vindmølledele til bl.a. Tyskland. Omvendt har der været øget afsætning af lægemidler til USA. Også tjenesteeksporten faldt i 3. kvartal som følge af et mindre salg af søtransport, jf. figur 28 (højre).

Udviklingen i udenrigshandlen for 3. kvartal tyder på, at eksporten - både i værdi og i mængder - vil blive lidt svagere i år end tidligere ventet. Det gælder både for varer og tjenester. Skønnet for væksten på Danmarks eksportmarkeder er blevet nedjusteret og ventes i de kommende år at være omkring 4,5 pct. pr. år, jf. appendiks 1. På den baggrund skønnes en lidt svagere vækst i vareeksporten, herunder industrieksporten næste år. Tilsvarende gør opbremsningen i verdenshandlen, at udsigterne for tjenesteeksporten, der domineres af søtransport, også er mindre positive. Grundlaget for en stærkere eksportvækst på sigt er dog til stede. Lønudviklingen har i en årrække været mere afdæmpet end i udlandet og den effektive kronekurs er svækket det seneste år. Det udgør et godt udgangspunkt for, at ekspor-

ten fremadrettet kan nyde godt af en fremgang på eksportmarkederne.

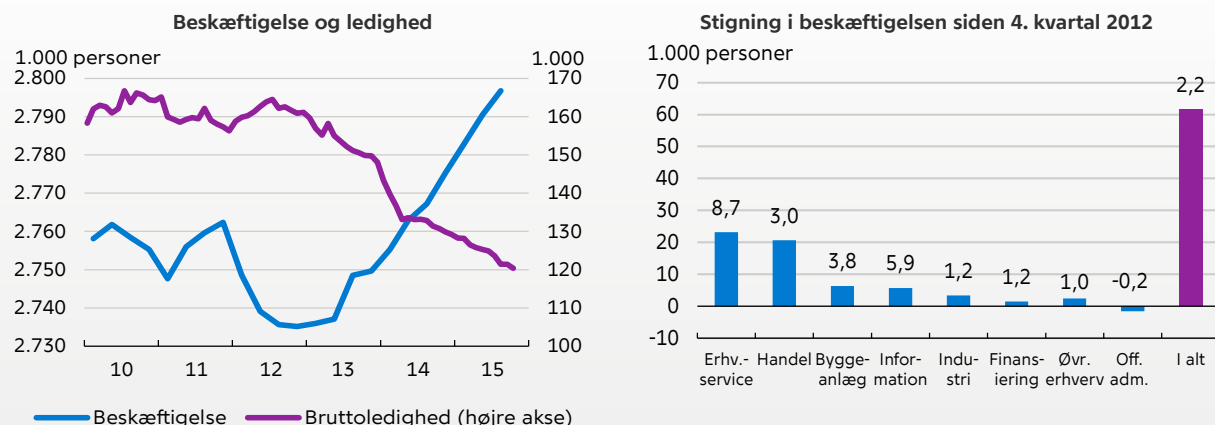
Sæsonkorrigeret var der et overskud på betalingsbalancens løbende poster på 12,5 mia. kr. i september 2015. Opgjort som 12-måneders sum frem til september var der et overskud i underskanten af 150 mia. kr. svarende til næsten 8 pct. af BNP. Det er lidt mindre end i den forudgående 12-måneders periode. En del af overskuddet på betalingsbalancen kan tilskrives, at det private forbrug og især investeringerne ligger lavt. Begge dele skønnes at stige de kommende år. Selv med en tilbagevenden af forbrugs- og investeringskvoterne til deres langsigtede gennemsnit vil der imidlertid være et betydeligt overskud på betalingsbalancen. Det afspejler stor privat opsparing. Det konjunkturrensede overskud skønnes til omkring 4-5 pct. af BNP svarende til lidt over det gennemsnitlige niveau over de seneste 20 år, jf. artiklen "Betalingsbalance, udlandsformue og valutareserve" i denne Kvartalsoversigt.

ARBEJDSMARKED OG KAPACITET

Beskæftigelsen steg ifølge nationalregnskabet med 6.300 personer i 3. kvartal, jf. figur 29 (venstre). Dermed er beskæftigelsen steget ca. 60.000 personer siden bunden i 2012. Hele stigningen har fundet sted i den private sektor, mens den offentlige beskæftigelse har været svagt aftagende. Fremgangen i beskæftigelsen ventes at fortsætte de kommende år. Af beskæftigelsesstigningen på

Beskæftigelse og ledighed samt beskæftigelsesstigning siden 4. kvartal 2012

Figur 29



Anm.: Venstre figur: Beskæftigelsen i antal personer ifølge nationalregnskabet. Højre figur: Søjlerne angiver beskæftigelsesstigningen siden 4. kvartal.2012, mens tallene over søjlerne viser den procentvise stigning.
Kilde: Danmarks Statistik.

65.000 personer fra 3. kvartal 2015 til udgangen af 2017 kan knap halvdelen tilskrives den bedre konjunktur, mens resten skyldes øget strukturel beskæftigelse. Det afspejler bl.a. tilbagetrækningsreformen fra 2011, der i de kommende år løfter den strukturelle erhvervsfrekvens. Hertil kommer en positiv nettoindvandring. En del heraf skyldes dog en øget tilgang af asylansøgere, der formodes i mindre grad at bidrage til beskæftigelsen.

Beskæftigelsesfremgangen er bredt funderet på tværs af erhverv, hvor offentlig administration er den eneste branche, der har oplevet et næneværdigt fald i beskæftigelsen, jf. figur 29 (højre). Beskæftigelsesstigningen har været størst i service- og handelserhvervene og inden for byggeri.

Arbejdsmarkedsgabet, der er et mål for, hvor meget beskæftigelsen kan stige, uden der opstår et inflationært pres, vurderes at udgøre knap 40.000 personer i 2015. Heraf kommer ca. 10.000 personer fra bruttoledigheden. Gabet ventes indsnævret i løbet af de næste par år og vil være svagt positivt ved udgangen af 2017. Der er således en risiko for, at kapacitetspresset i dansk økonomi øges mere end forventet inden for en kortere tidshorisont, såfremt aktivitetsfremgangen bliver stærkere end skønnet.

Stigningen i beskæftigelsen i 3. kvartal er kun i begrænset omfang kommet fra gruppen af ledige, så arbejdsstyrken er blevet udvidet. Bruttoledigheden udgjorde 120.400 personer i oktober, sva-

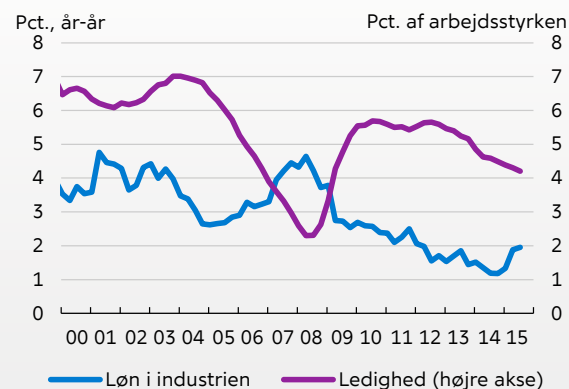
rende til 4,5 pct. af arbejdsstyrken. Ved udgangen af 2017 ventes bruttoledigheden at udgøre lidt over 110.000 personer, stort set svarende til det strukturelle niveau, så arbejdskraftreserven herfra vil være væk.

LØN

Lønstigningerne i den private sektor tager til. I 3. kvartal var lønningerne på det private arbejdsmarked 1,5 pct. højere end for et år siden ifølge Danmarks Statistiks opgørelse. Stigningstakten inden for byggeriet var 1,4 pct. og omkring 2 pct.

Lønstigning og ledighed

Figur 30



Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Forbrugerpriser

Tabel 3

Pct., år-år	Vægte ¹	2015/16				2015					
		2014	2015	2016	2017	3. kvrt.	4. kvrt.	1. kvrt.	okt	nov	dec
HICP		0,3	0,3	1,3	1,9	0,4	0,4	1,0	0,2	0,4	0,5
Nettoprisindeks	100,0	0,7	0,7	1,3	2,0	0,8	0,8	1,1	0,6	0,7	0,9
Eksogene:											
Energi	7,8	-2,8	-10,1	-5,2	2,5	-10,3	-11,3	-6,6	-11,9	-12,7	-8,9
Fødevarer	4,6	-1,5	3,0	3,3	1,8	3,2	4,0	4,3	3,5	4,1	4,5
Adm. priser	4,2	1,4	0,9	2,5	3,1	1,5	2,2	2,1	2,1	2,3	2,3
Husleje	26,1	2,5	2,1	1,9	2,3	2,1	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9
Ekskl. eksogene:	57,3	0,7	1,4	1,6	1,8	1,4	1,4	1,3	1,5	1,8	1,4
Import	18,1	-0,8	2,4	1,9	1,6	3,3	2,9	2,3	3,0	3,0	2,7
IMI	39,2	1,2	1,0	1,5	1,9	0,8	0,9	1,0	0,8	1,2	0,7

Anm.: Seneste faktiske tal er oktober 2015.

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

inden for dele af serviceerhvervene. Det er inden for disse områder, at beskæftigelsesfremgangen har været kraftigst. Der er også kommet flere i arbejde inden for fremstillingserhvervene, og her har lønstigningstakten været 1,9 pct. det seneste år, jf. figur 30.

Lønstigningstakten ventes de kommende år at fortsætte opad i takt med, at arbejdsmarkedet bliver stadigt strammere. Industrielønningerne skønnes at vokse med 1,9 pct. i år, 2,5 pct. i 2016 og 2,7 pct. i 2017. Med udsigt til meget lav inflation vil der således være en pæn vækst i reallønnen. Den højere danske lønstigningstakt medfører, at lønudviklingen ikke ventes at bidrage til forbedring af lønkonkurrenceevnen de kommende år. Det er der plads til i økonomien.

Lønudviklingen i den offentlige sektor er præget af forløbet siden 2008, hvor de offentlige lønninger i en periode steg hurtigere end i den private sektor. Det vil blive reverseret de kommende år, idet de offentlige lønninger reguleres i forhold til de private, således at lønudviklingen på længere sigt er parallel. Lønstigningstakten i regioner og kommuner har det seneste år ligget på henholdsvis 2,5 pct. og 1,9 pct. pr. år, mens stigningstakten i staten har været noget lavere. Det afspejler, at en væsentlig del af de aftalte lønninger her er placeret sidst i overenskomstperioden, dvs. i 2017. Også

for de offentlige ansatte er der således udsigt til forbedret realløn de kommende år.

PRISER

Forbrugerpriserne stiger fortsat svagt, jf. figur 31 (venstre). Årstigningstakten i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var i oktober 0,2 pct., et fald fra 0,3 pct. måneden før. Det er især lavere priser på energi, der trækker stigningstakten ned, mens importpriserne eksklusive energi har bidraget positivt siden årsskiftet, jf. tabel 3.

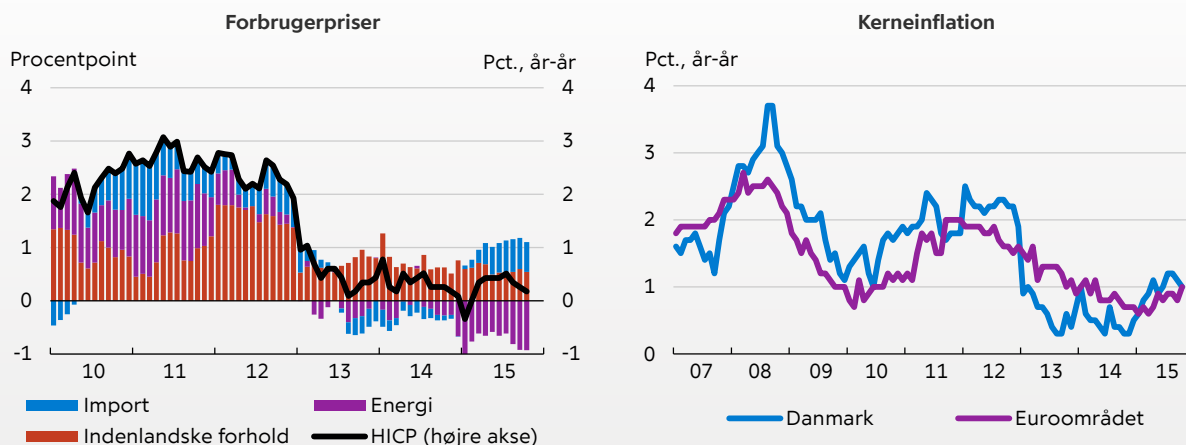
Kerneinflationen, målt som HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, er langsomt på vej op og var 1,0 pct. i oktober, jf. figur 31 (højre). Stigningen skyldes bl.a. højere priser på importerede varer som følge af en svagere effektiv kronekurs, mens den lavere oliepris omvendt lægger et nedadrettet pres på kerneinflationen i takt med, at de lavere energipriser slår igennem på forbrugsvarer og tjenester.

De danske forbrugerpriser følger udviklingen i euroområdet tæt. Såvel HICP-inflationen som den underliggende inflation har i den forløbne del af 2015 ligget en smule over niveauet i euroområdet.

Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, var 0,8 pct. i oktober. Det er lavere end i begyndelsen af året. IMI er på lidt længere sigt

Vækst i forbrugerpriser og kerneinflation

Figur 31



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

Kilde: Danmarks Statistik.

bestemt af omkostningsudviklingen i økonomien, herunder af lønnen. På kort sigt fastholder virksomhederne imidlertid typisk den pris, de tager af forbrugerne, og dermed absorberes en del af inputprisernes udsving i bruttoavancen. Udviklingen i IMI indikerer, at virksomhederne i den forløbne del af 2015 har haft svært ved fuldt ud at overvælte de stigende importpriser til forbrugerne. Det indenlandske prispresser er således fortsat begrænset.

Prisindekset for indenlandsk vareforsyning var i oktober omtrent uændret i forhold til for et år siden. Prispresset fra engrosleddet er således fortsat svagt. Energipriserne trækker kraftigt ned, og rensat for energi lå engrospriserne 2,8 pct. højere end i oktober 2014. Det skyldes, at prisen på importvarer ekskl. energi i oktober var 3,5 pct. højere end for et år siden hovedsagelig som følge af et fald i den effektive kronekurs. Producentpriserne for danske varer ekskl. energi har ligget fladt siden 2013.

Olieprisen er faldet yderligere siden sidste prognose fra september. Energipriserne vil derfor holde forbrugerpriserne nede i den resterende del af 2015 og igennem hovedparten af 2016. På den baggrund skønnes en stigning i forbrugerpriserne i år på 0,3 pct. stigende til 1,3 pct. næste år og 1,9 pct. i 2017, hvor effekten af faldet i olieprisen vil være helt væk.

OFFENTLIGE FINANSER

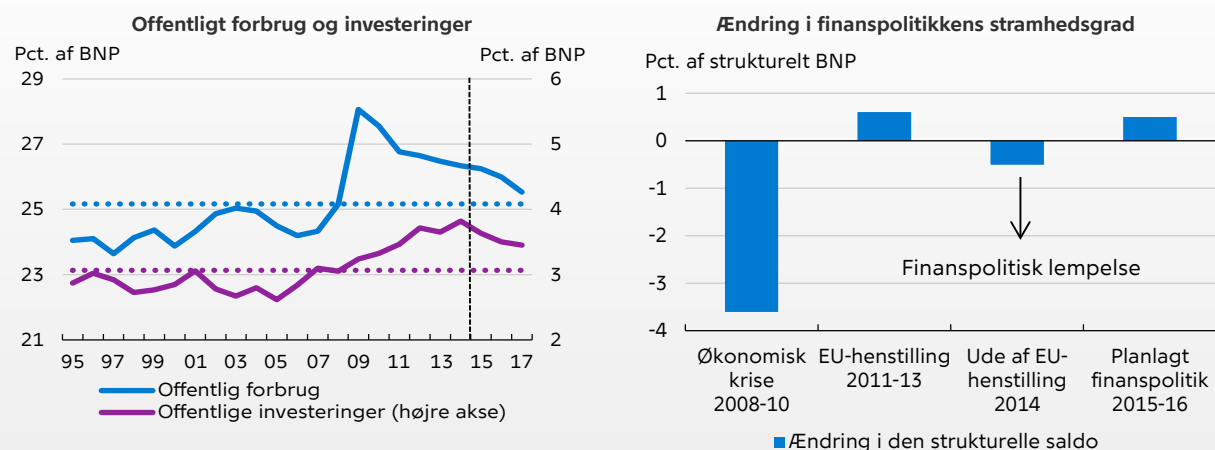
Det offentlige forbrug ventes i år at stige 1,1 pct. reelt. I de kommende år skønnes den offentlige forbrugsvækst at blive forholdsvis afdæmpet. Det har i flere år været planlagt at reducere de offentlige investeringer, men det har vist sig svært at gennemføre, og den samlede offentlige efterspørgsel er forblevet høj, jf. figur 32 (venstre). I prognosen ventes en vis reduktion i det offentlige investeringsniveau.

Den offentlige saldo skønnes at udvise et underskud på 2,6 pct. af BNP i år. Der er fremrykket ekstraordinære indtægter som følge af pensionspakken svarende til 0,8 pct. af BNP i 2015. I 2016 skønnes et underskud på den offentlige saldo på 2,8 pct. af BNP. Stigningen skyldes bl.a., at de midlertidige indtægter fra pensionspakken falder bort. I 2017 reduceres underskuddet til 1,8 pct. af BNP i takt med de bedre konjunkturer.

Finansministeriets opgørelse af den strukturelle saldo tegner fortsat et billede af en finanspolitik, som går til grænsen i budgetloven. Ifølge denne må der maksimalt være et strukturelt underskud på 0,5 pct. af BNP ved finanslovens fremsættelse. I september 2015 ventede regeringen et strukturelt underskud på 0,9 pct. af BNP i år, faldende til 0,4 pct. af BNP i 2016. Det efterlader kun en meget ringe sikkerhedsmargin over for uforudsete hændelser som fx en endnu stærkere tilstrømning af asylansøgere. Selv om der lægges op til en

Offentligt forbrug og investeringer samt ændring i strukturel saldo

Figur 32



Anm.: Venstre figur: Stiplede linjer er gennemsnit over perioden 1995-2014. Nationalbankens prognose. Højre figur: Ændring i Finansministeriets opgørelse af strukturel saldo i finanslovsforslaget fra september 2015.

Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet og Danmarks Nationalbank.

stramning af finanspolitikken næste år, er der en risiko for, at den kun i begrænset omfang vil være aktivitetsdæmpende, jf. figur 32 (højre). Finansieringen af udgifterne til asylansøgere via reduceret ulandsbistand, som har meget lille effekt på den indenlandske efterspørgsel, medfører risiko for, at aktivitetsdæmpningen skrider. Regeringens skøn ved fremlæggelsen af finanslovsforslaget var, at finanspolitikken – målt ved den 1-årige finanseffekt – vil være omtrent BNP-neutral i år, men have en aktivitetsdæmpende effekt på 0,2 procentpoint i 2016.

ØKONOMISK POLITIK

Et lidt svagere konjunkturforløb med nedjustering af skønnet på væksten i år og næste år ændrer ikke ved, at dansk økonomi er inde i et opsving og på sporet mod en normalisering af kapacitetsudnyttelsen. Der ventes en lukning af produktionsgab i løbet af de næste par år. I en sådan situation bør finanspolitikken gradvist tilpasses fra aktuelt at stimulere aktiviteten til at virke neutralt på økonomien.

Med finansloven for 2016 er der aftalt en stramning af finanspolitikken, så det strukturelle underskud holder sig inden for budgetlovens grænse på 0,5 pct. af BNP, om end kun med en lille margin. En sådan stramning er godt tilpasset konjunktursituationen. Det er imidlertid vigtigt, at den aftalte og budgetterede finanspolitik også

bliver ført igennem, og at der ikke som i de to forudgående år efterfølgende sker skred, så underskuddet bliver større end forudsat.

Finansiering af eventuelle udgifter ud over det budgetterede i forbindelse med den øgede tilstrømning af asylansøgere ved hjælp af lavere ulandsbistand giver en risiko for, at finanspolitikken får en mindre aktivitetsdæmpende effekt end forudsat. Særligt problematisk er imidlertid fastfrysningen af grundskylden, som vil have en destabiliserende effekt på boligmarkedet i de områder, hvor priserne er steget mest. Skattebesparelsen for boligejerne gælder både i år og de kommende år og er størst i områder, hvor prisstigningstakten i forvejen er uholdbart høj. Selvfølgelig prisstigninger har før været en kilde til makroøkonomisk ustabilitet, og risikoen herfor øges af, at den aktuelle boligbeskatning ikke dæmper prisudsvingene – tværtimod. Det haster med at finde en løsning, så der skabes sammenhæng mellem boligprisen og boligskatten.

Hertil kommer behov for en politik rettet mod at øge arbejdsudbuddet, hvilket kan hjælpe med at mindske presset på arbejdsmarkedet i en tid, hvor økonomien nærmer sig sin normale kapacitet i takt med en normalisering af efterspørgslen.

Det vedvarende overskud på betalingsbalancen har ført til opbygning af en betydelig udlandsformue. Det har bidraget til at reducere det pengepolitiske rentespænd mellem Danmark og

euroområdet og dermed niveauet for de pengepolitiske renter på længere sigt i Danmark. Den store nettoformue bevirker, at de indenlandske aktører under ét skal placere en del af deres portefølje i udenlandske aktiver.

Hvis danske investorer ikke vil have den valuta-risiko, der følger med den større udlandsformue, tilfalder den Nationalbanken, og rentespændet bliver lavere eller negativt. Det afgørende er, at kronekursen er stabil. Køb af valuta til valuta-reserven modsvares typisk af øget kortfristet gæld til pengeinstitutterne. En større valutareserve giver ikke anledning til ændringer af reservens risikoprofil.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA⁷ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 3. kvartal 2015. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

INTERNATIONAL ØKONOMI

Der er moderat fremgang i den internationale økonomi og hos de fleste af Danmarks samhandelspartnere. I euroområdet har der generelt været en moderat BNP-vækst, og fremgangen er bredt funderet. De internationale vækstudsigter understøttes af en lav oliepris og de lave renter samt en lav eurokurs over for bl.a. dollaren. Dog er der tale om en nedjustering af vækstskeennene

i forhold til sidste prognose for både 2015 og 2016. Nedjusteringen skyldes primært mindre importvækst for vækstøkonomierne. Samlet set forventes væksten på markederne for den danske industrieksport at vokse med 2,9 pct. i år og med henholdsvis 4,0 og 4,6 pct. i 2016 og 2017, jf. tabel 4.

De udenlandske lønstigninger forventes at være moderate som følge af fortsat svage arbejdsmarkeder om end med tiltagende pres i flere lande. Faldet i olieprisen holder inflationen nede hos de fleste af Danmarks vigtigste handelspartnere. Alt i alt ventes faldende priser på eksportmarkederne og på de markeder, Danmark importerer fra både i år og til næste år. I 2017 ventes beherskede udenlandske prisstigninger.

RENTER, VALUTA OG OLIEPRIS

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rente-

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 4

	2014	2015	2016	2017
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	3,9	2,9	4,0	4,6
Pris på eksportmarkedet, pct. år-år	-0,6	-1,7	-0,3	1,6
Udenlandsk pris, pct. år-år	-0,6	-1,7	-0,3	1,6
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,2	1,9	2,3	2,5
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,0	-0,4	-0,4	-0,2
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	1,3	1,0	1,3	1,6
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,3	99,1	99,0	99,0
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,6	6,7	6,9	6,9
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	99,0	52,9	48,1	53,8
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,2	1,1	0,5	0,0
Offentlige investeringer, pct. år-år	7,4	-2,3	-1,3	2,4
Offentlig beskæftigelse, 1.000 pers.	817	816	819	818

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

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

kurven på de finansielle markeder. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten var i begyndelsen af december 2015 negativ og lidt under -0,4 pct. og ventes at stige til knap 0,0 pct. frem mod slutningen af 2017.

Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den lå i begyndelsen af december på knap 1,0 pct. og forudsættes at stige til godt 1,7 pct. i slutningen af 2017.

Den effektive kronekurs faldt i begyndelsen af året og er på et noget lavere niveau end i 2014, hvilket den forudsættes at holde sig på gennem hele i prognoseperioden. I fremskrivningen antages dollarkursen at holde sig konstant på nuværende niveau.

Prisen på olie faldt markant fra sommeren 2014 og frem til januar 2015. Den steg fra januar til maj og er efterfølgende faldet tilbage igen. I starten af december lå olieprisen på knap 45 dollar pr. tønde. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne, og dermed stiger til godt 55 dollar frem mod slutningen af 2017.

FINANSPOLITISKE FORUDSÆTNINGER

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i den tilrettelagte finanspolitik i Aftaler om finansloven 2016 fra november, Aftaler om de kommunale og regionale økonomi for 2016 fra oktober samt Budgetoversigten og Opdateret 2020-forløb fra september.

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

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 1,1 pct., jf. tabel 4. I 2016 og 2017 forventes forbrugsvæksten at blive henholdsvis 0,5 og 0,0 pct. De offentlige investeringer ventes at falde 2,3 pct. i år og 1,3 pct. til næste år for at stige med 2,4 pct. i 2017.

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Vækstbilledet for Danmark er nedjusteret for både 2015 og 2016. Nedjusteringen for 2015 skyldes især en vigende eksport i 3. kvartal. Både industri-eksport og skibsfart er kraftigt nedjusteret.

Væksten på Danmarks eksportmarkeder er, jf. appendiks 1, reduceret markant i både 2015 og 2016. I modsat retning trækker dog den lavere oliepris og den lavere effektive kronekurs.

Renterne er revideret ned siden september, men ikke nok til for alvor at rykke ved hverken

BNP-væksten eller inflationen. Pengemarkeds-renterne er nedrevideret fra knap 0,1 pct. til godt -0,3 pct. i 2016, mens obligationsrenterne kun har rykket sig marginalt.

Skønnet for stigningstakten i HICP er på grund af de faldende oliepriser nedjusteret i forhold til september-prognosen. Det modsvares dog til dels af faldet i den effektive kronekurs.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 5

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

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

