

DANMARKS  
NATIONALBANK

---

**KVARTALSOVERSIGT  
3. KVARTAL**

2016



DANMARKS  
NATIONALBANK



DANMARKS  
NATIONALBANK  
**KVARTALSOVERSIGT**  
**3. KVARTAL**  
**2016**

## KVARTALSOVERSIGT

### 3. KVARTAL 2016

Det er tilladt at kopiere fra publikationen, forudsat at Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Kvartalsoversigten er tilgængelig på Nationalbankens websted: [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) under publikationer. Kvartalsoversigten oversættes til engelsk.

Ansvarshavende redaktør: Per Callesen  
Redaktør: Niels Lynggård Hansen  
Redaktionen er afsluttet 9. september 2016.

Information om publikationen kan fås ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank  
Kommunikation  
Havnegade 5  
1093 København K

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63  
Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00  
E-mail: [kommunikation@nationalbanken.dk](mailto:kommunikation@nationalbanken.dk)  
[www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

ISSN (Online) 1398-3857

# INDHOLD

## 7 AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

### ARTIKLER

#### 39 BOLIGPRISBOBLER OG FORDELENE VED EN STABILISERENDE BOLIGBESKATNING

Asbjørn Klein, Finansiell Stabilitet, og Simon Juul Hviid, Tina Saaby Hvolbøl, Paul Lassenius Kramp og Erik Haller Pedersen, Økonomi og Pengepolitik

Boligmarkedet har været i vækst de seneste 3-4 år efter det kraftige tilbageslag i forlængelse af boligboblen i midten af 2000'erne. Boligprisudviklingen på landsplan fremstår samlet set holdbar, men udviklingen på specielt det københavnske boligmarked er bekymrende. Udsving i boligpriserne – og dermed risikoen for boligprisbobler – kan dog reduceres ved en velindrettet boligbeskatning. Den nominelle fastfrysning af ejendomsværdiskatten og i lidt mindre grad stigningsbegrænsningen for grundskylden har dog fjernet boligbeskatningens stabiliserende egenskab. Det er vigtigt, at boligbeskatningen igen kommer til at fungere som stabilisator i økonomien, ved at skatterne står i forhold til boligprisernes værdi.

#### 55 GEOGRAFISK JOBMOBILITET OG LØNFLEKSIBILITET Mark Strøm Kristoffersen, Økonomi og Pengepolitik

I artiklen analyseres to afgørende aspekter af fleksibilitet på arbejdsmarkedet: geografisk jobmobilitet og lønfleksibilitet. Selv om danske lønmodtagere har en relativt stor tilbøjelighed til at skifte job, ligger den geografiske jobmobilitet kun på et moderat niveau i en international sammenligning. Ledighedsforsikrede lønmodtagere er mindre geografisk jobmobile end lønmodtagere, der ikke er forsikret imod ledighed. Lønningerne i Danmark er relativt fleksible nedad sammenlignet med andre lande. Det gælder både de nominelle lønninger, dvs. lønnen i kroner og øre, og de reale lønninger. Lønfleksibiliteten er især høj i de eksportorienterede erhverv. I begyndelsen af konjunkturedgange udviser reallønningerne normalt en vis træghed nedad, men den nedadrettede lønfleksibilitet øges i løbet af konjunkturedgangen.

Deanie Marie Haugaard Jensen, Casper Winther Nguyen Jørgensen og  
Anders Farver Kronborg, Økonomi og Pengepolitik

De seneste 50 år har været karakteriseret ved en stadig stigende handel med varer og tjenester på tværs af landegrænser. Det har givet anledning til betydelige velfærdsgevinster. Siden den finansielle krise i 2008 og det efterfølgende økonomiske tilbageslag er stigningen i handelsintensiteten fladet ud. De senere års svage vækst i verdenshandlen kan tilskrives en række forhold. Der er således tegn på, at flere af de tendenser, der tidligere bidrog til at løfte den internationale samhandel, er aftaget. Det gælder eksempelvis udbredelsen af globale værdikæder og afskaffelsen af handelsbarrierer. Dertil kan både konjunkturelle og strukturelle forskydninger i den aggregerede efterspørgsel samt den geografiske vækstsammensætning holde væksten i den globale samhandel nede – også i årene fremover. Handel mellem lande har en positiv effekt på vækst og velstand. Særligt små økonomier som den danske har stor fordel af at handle med andre lande. Det skyldes, at samhandel giver adgang til større markeder, øget konkurrence, mulighed for specialisering og videndeling. Hertil kommer, at frihandel kan give anledning til velfærdsgevinster gennem øget købekraft. For en lille åben økonomi som Danmark er det således vigtigt, at den økonomiske politik understøtter frihandel, bl.a. gennem internationalt samarbejde.

Efter flere års økonomisk fremgang drevet af bl.a. høje priser på opdrættet laks og gode fangster af makrel og sild fortsætter højkonjunktoren med forøget styrke i 2016. Færøernes Økonomiske Råd forventer, at væksten de næste par år drives af både indenlandsk og udenlandsk efterspørgsel, især meget store investeringer i den offentlige sektor og i offentlige virksomheder. Landsstyreområdet for finansanliggender vurderer, at produktionen ligger over kapaciteten i økonomien. Der er derfor risiko for overophedning af økonomien, særligt i byggeriet. Der er samtidig strukturelt underskud på den offentlige saldo. På den baggrund vurderer Nationalbanken, at finanspolitikken bør strammes og sikres langsigtet holdbarhed. Desuden bør landsstyrets og kommunernes budgetter koordineres bedre for at sikre en samlet styring af de offentlige finanser.

# AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

## SAMMENFATNING

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

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

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

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

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

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

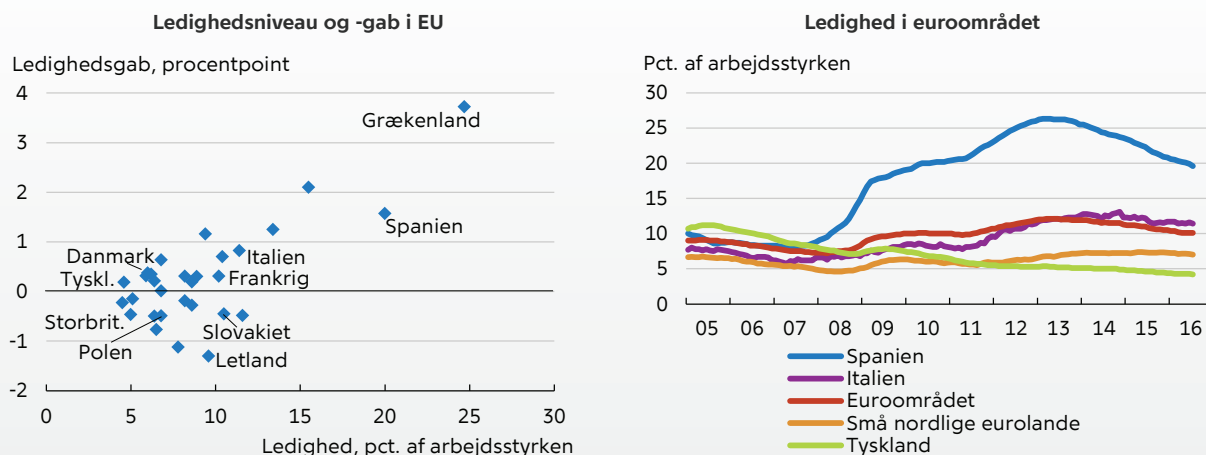
## INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

### SOLID FREMGANG PÅ ARBEJDSMARKEDERNE I DE AVANCEREDE ØKONOMIER

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

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

Figur 1



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

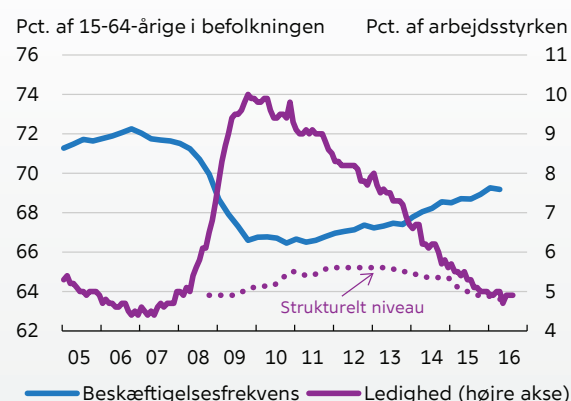
var 10,1 pct. i juli. Det er 2 procentpoint lavere end i foråret 2013, hvor den var på sit højeste niveau.

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

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

## Ledigheden i USA er tæt på det strukturelle niveau

Figur 2



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

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

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

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

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

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

## Opsvinget i euroområdet i perspektiv

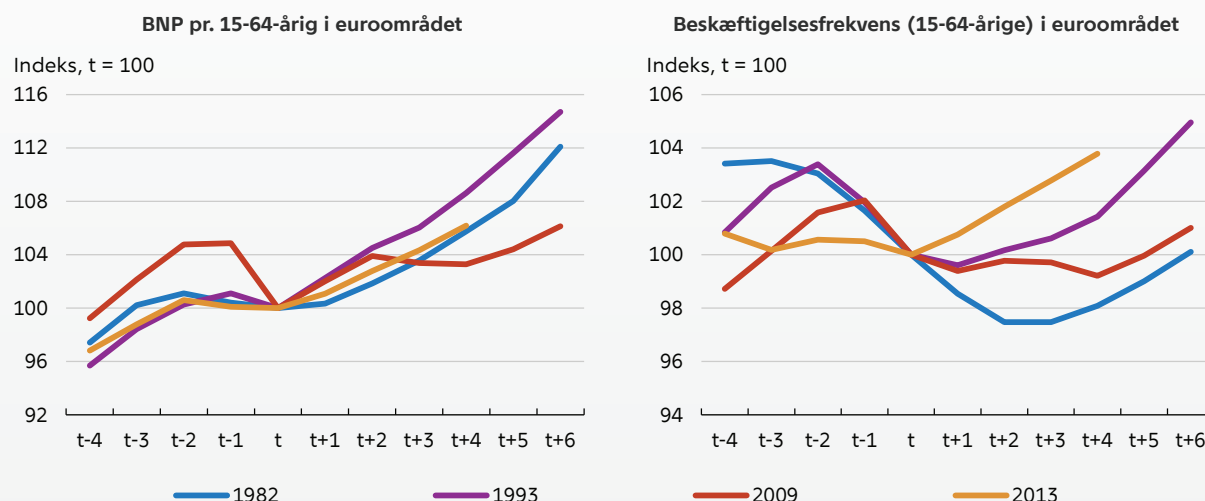
Boks 1

Fortsættes næste side

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

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

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



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

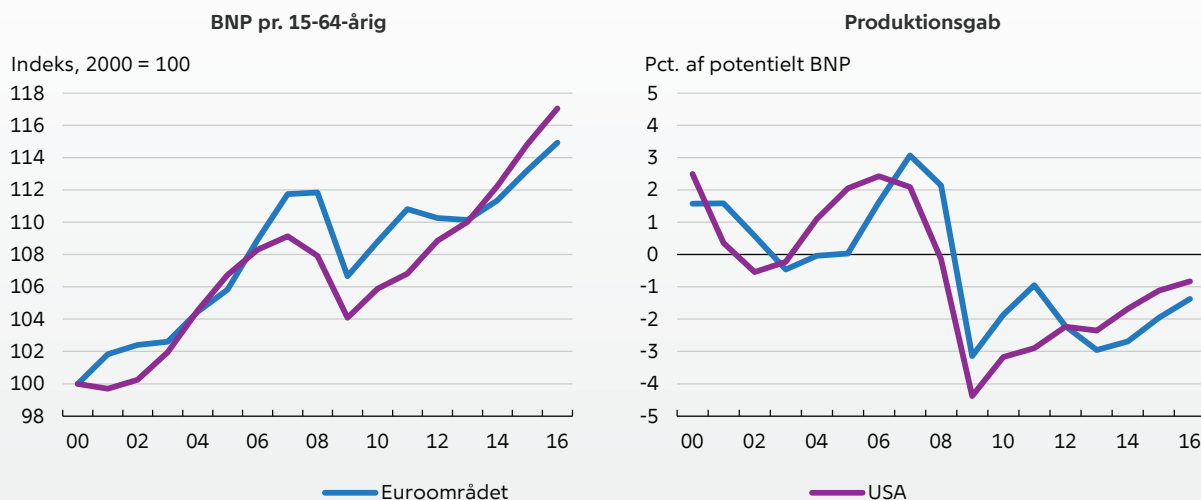
Kilde: Europa-Kommissionen og egne beregninger.

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

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

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

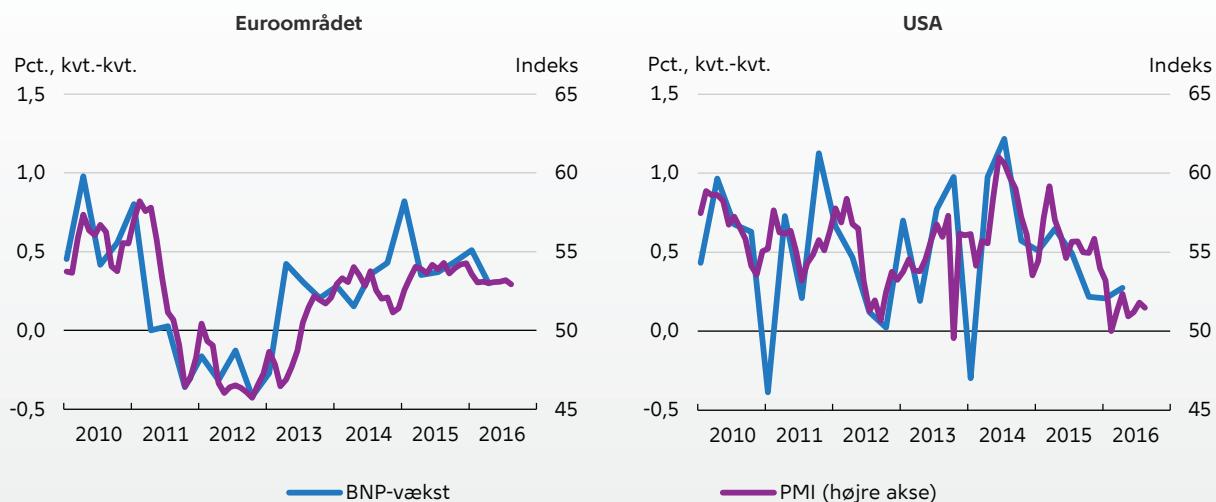
## Mere afdæmpet vækst i euroområdet end i USA siden finanskrisen



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

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

Figur 3



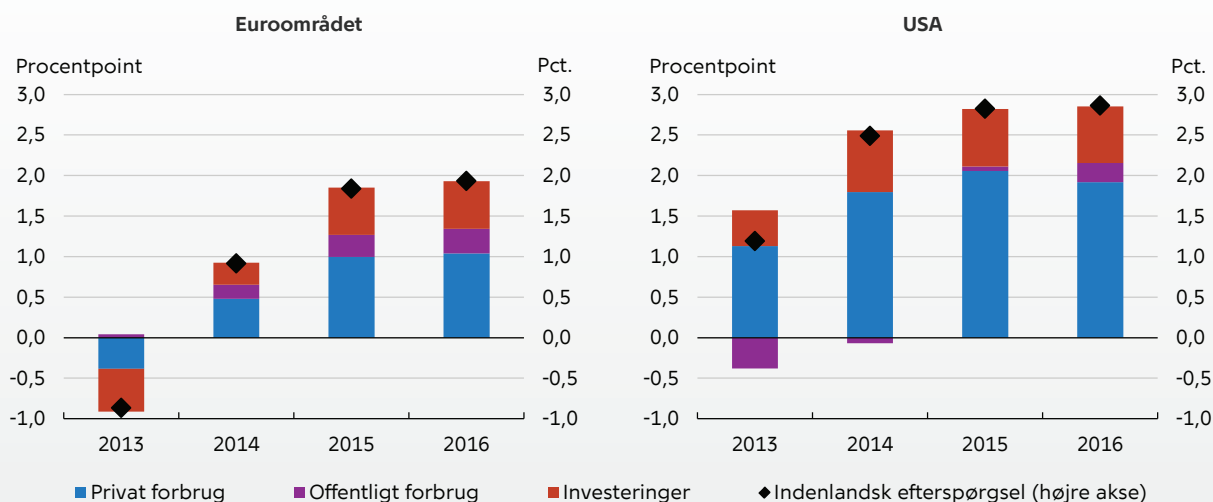
Anm.: Der er vist det samlede PMI for service- og industrisektoren (composite output). En værdi over (under) 50 indikerer positiv (negativ) vækst.  
Kilde: Macrobond.

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

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

Væksten i euroområdet og USA drives af solid indenlandsk efterspørgsel

Figur 4



Anm.: Der er vist vækstbidrag til den indenlandske efterspørgsel, ekskl. lagerinvesteringer.  
 Kilde: Europa-Kommissionen og egne beregninger.

økonomiske aktivitet, mens effekten er omtrent neutral i USA.

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

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

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

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

## Den økonomiske situation i Storbritannien efter EU-afstemningen

Boks 2  
 Fortsættes næste side

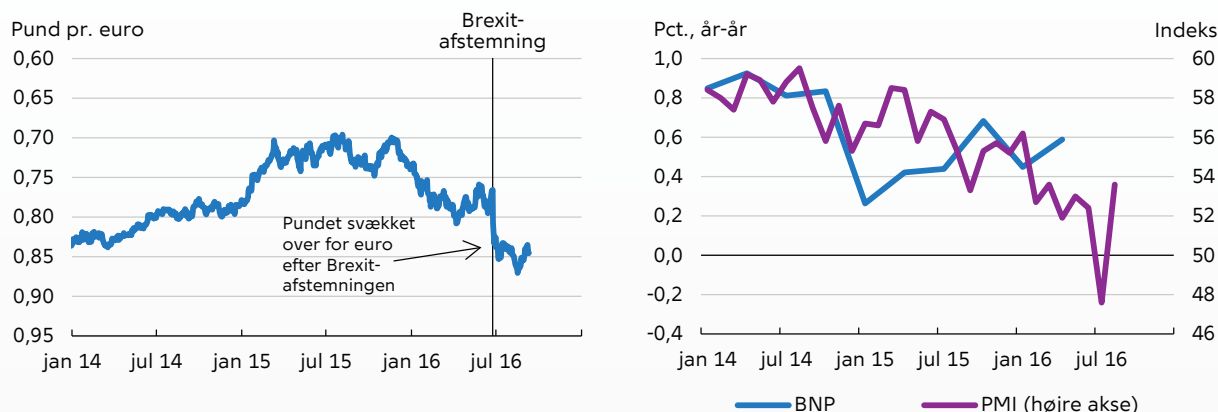
Briterne var den 23. juni til folkeafstemning om, hvorvidt Storbritannien skulle forblive i EU-samarbejdet eller forlade det. Resultatet viste et flertal for at forlade EU, såkaldt "Brexit". Det medførte store bevægelser på de finansielle markeder i ugerne efter afstemningen, ikke mindst i Storbritannien.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

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

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

## Den britiske økonomi er påvirket af Brexit-afstemningen

Boks 2  
Fortsat



Kilde: Macrobond.

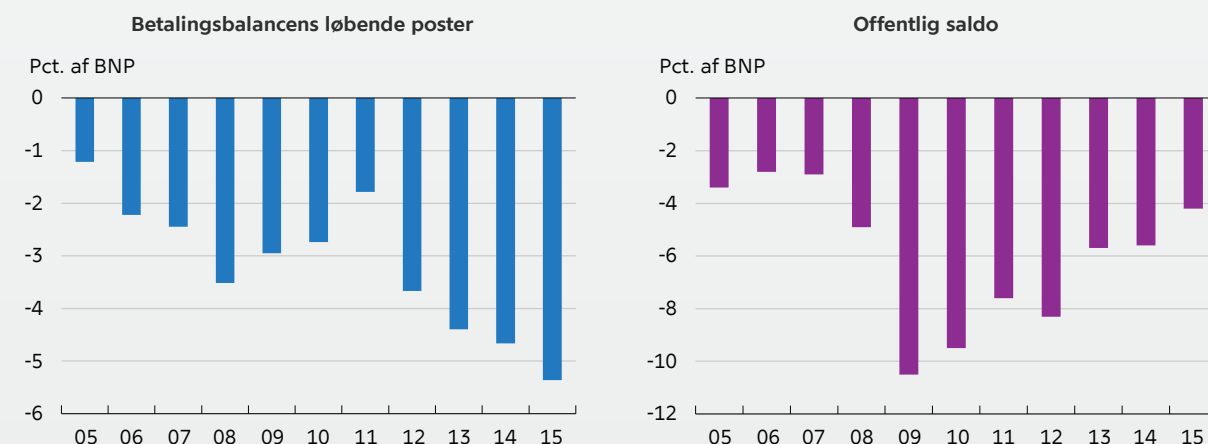
Den britiske centralbank, Bank of England, forventer også, at den økonomiske aktivitet bremser op. Derfor annoncerede den primo august en pakke med pengepolitiske lempelser for at modvirke afdæmpningen af økonomien: Den retningsangivende rente, Bank Rate, blev nedsat med 25 basispoint til 0,25 pct.,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

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

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

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

## Dobbelt underskud i Storbritannien



Kilde: Macrobond.

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

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

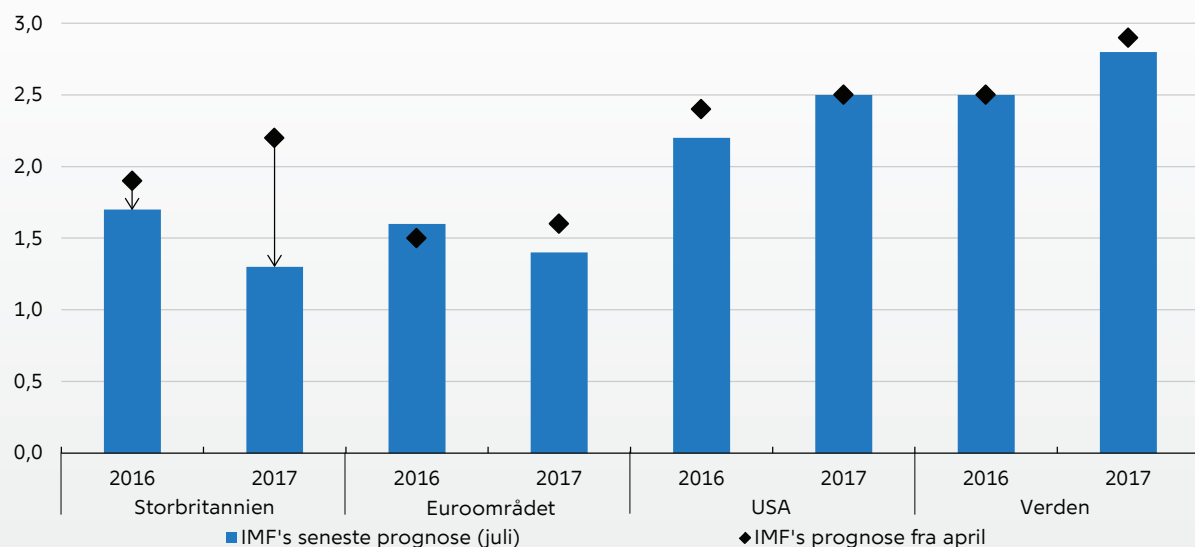
I Norge har økonomien de seneste par år været ramt af faldet i olieprisen, som har ført til, at investeringerne i energiproduktionen er faldet væsentligt. Særligt regioner, som er involveret i olieproduktionen, har mærket vækststopbremsningen. Den norske økonomi understøttes dog af, at renterne er lave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

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

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

Figur 5

Realvækst i BNP, pct. år-år



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

## STIGENDE REALLØN OG LAV INFLATION I EUROOMRÅDET OG USA

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

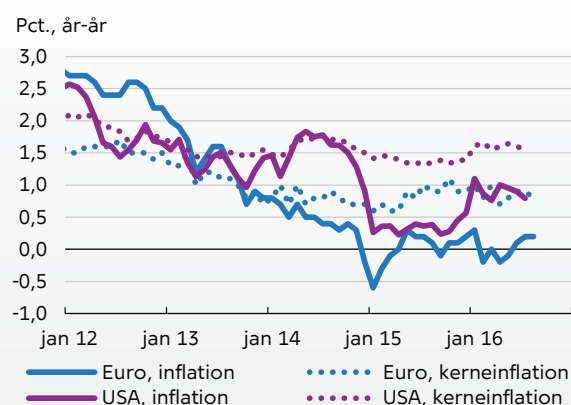
Der kan også være andre forklaringer på, at de nominelle lønninger er steget moderat. For det første har der hidtil været ledig arbejdskraft, selv om ledighedsgabet er blevet kraftigt indsnævret i mange lande. Det drejer sig fx om personer, der arbejder på deltid, men som ønsker at arbejde på fuld tid,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

efterfølgende kunnet tiltrække arbejdskraft uden at sætte lønningerne op.

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

**Prispresset er lavt i både euroområdet og USA**

Figur 7

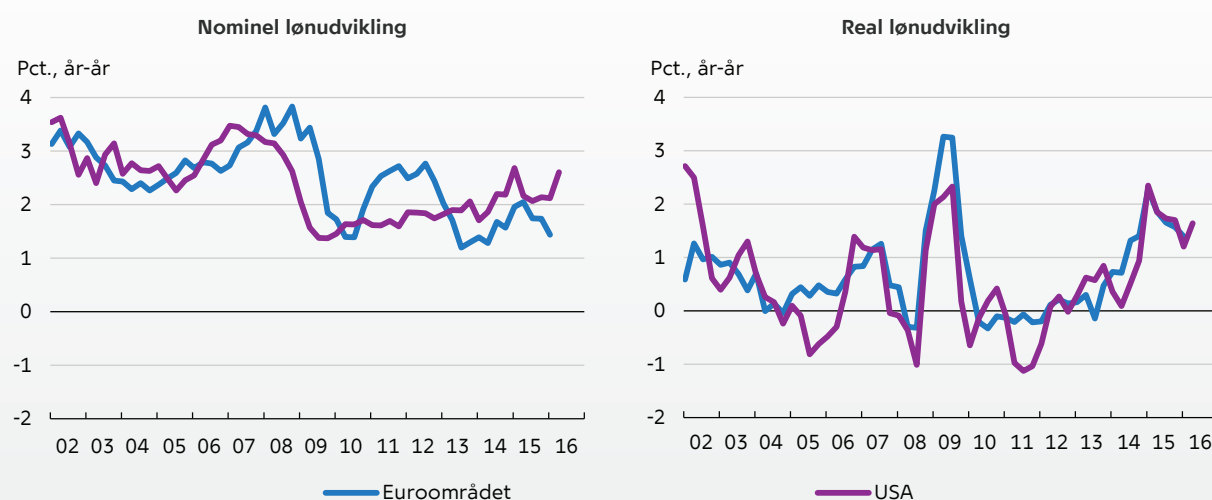


Anm.: Der er vist HICP-inflation for euroområdet og PCE-inflation for USA.

Kilde: Macrobond.

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

Figur 6



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

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

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

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

## RENTEN FORVENTES LAV I LANG TID I BÅDE EUROOMRÅDET OG USA

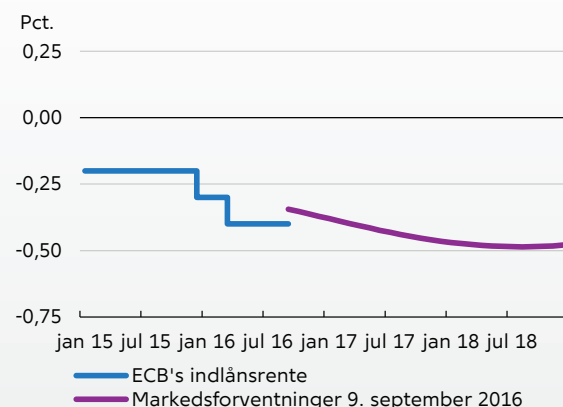
ECB holdt pengepolitikken uændret ved rentemødet 8. september. Dagen efter Storbritanniens EU-afstemning nedjusterede markedsdeltagerne deres forventninger til fremtidige stigninger i den pengepolitiske rente i euroområdet. Det afspejlede formentlig en forventning om svagere vækstudsigter. De implicitte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

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

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

**Renterne i euroområdet ventes lave i lang tid**

Figur 8



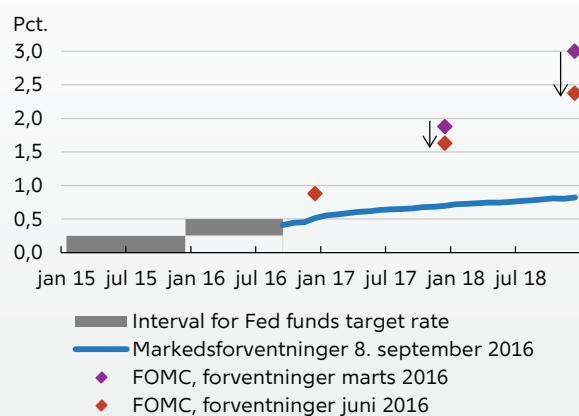
Anm.: De implicitte markedsforventninger er beregnet ud fra renterne på Overnight Interest Swaps.

Kilde: Scanrate Rio og Macrobond.

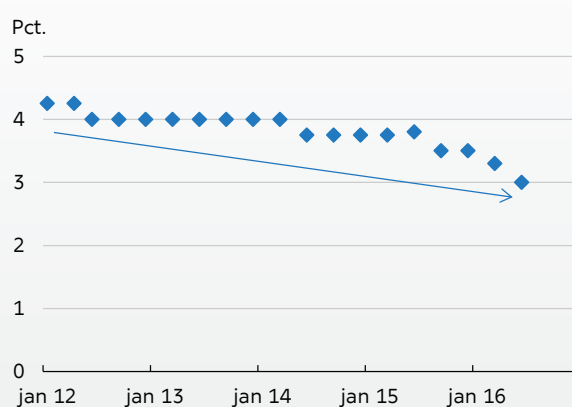
**Forventningerne til rentestigninger i USA blev nedjusteret i juni**

Figur 9

**Fed funds target rate og forventninger til renteutviklingen**



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



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

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

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

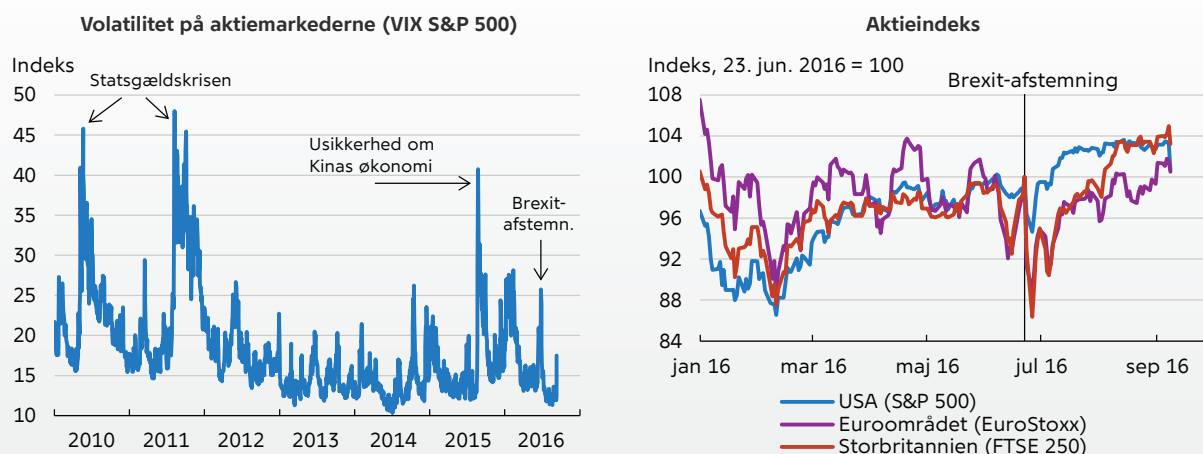
Udviklingen på de finansielle markeder stabiliserede sig i løbet af juli, efter at der var store bevægelser i forbindelse med Storbritanniens EU-afstemning, jf. figur 10 (venstre). I euroområdet faldt det toneangivende aktieindeks, EuroStoxx, 9 pct. dagen efter afstemningen, men medio september

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

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

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

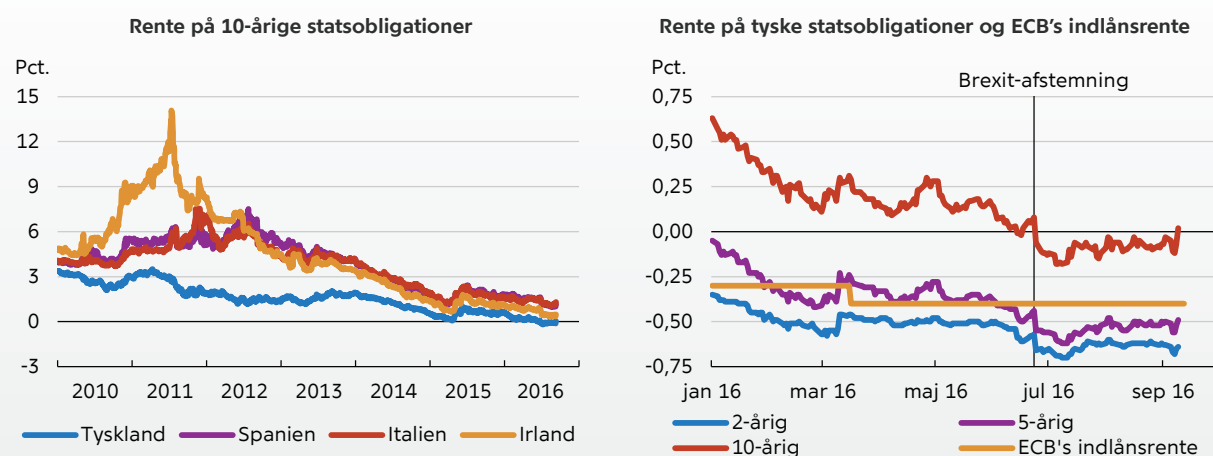
Figur 10



Kilde: Macrobond.

**Statsobligationsrenterne i euroområdet er historisk lave**

Figur 11



Kilde: Macrobond.

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

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

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

### FINANSPOLITIKKEN I EUROOMRÅDET ER SVAGT LEMPELIG

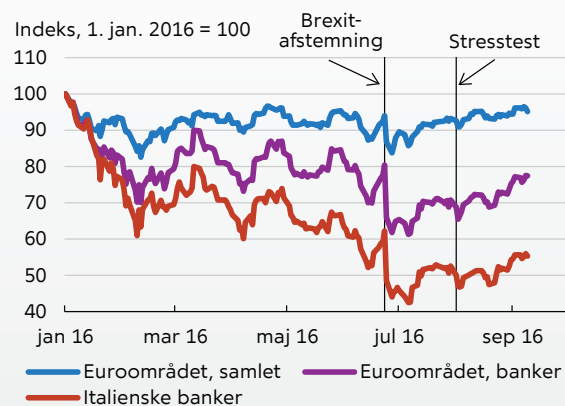
Det offentlige underskud i euroområdet blev reduceret betydeligt frem til 2015, jf. figur 13 (venstre). Det skyldes især, at finanspolitikken blev strammet i mange eurolande i årene efter finanskrisen. Samtidig har det økonomiske opsving og lave renteudgifter bidraget til at forbedre de offentlige finanser.

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

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

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

Figur 12



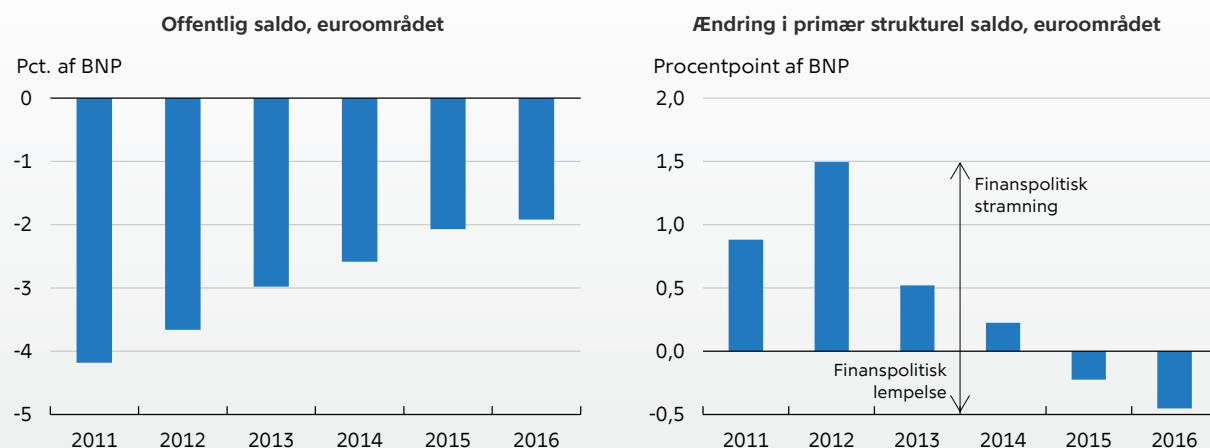
Anm.: For euroområdet er vist EuroStoxx og EuroStoxx Banks.  
For italienske banker er vist FTSE Banks.

Kilde: Macrobond.

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

## Finanspolitikken i euroområdet er svagt lempelig

Figur 13



Kilde: Europa-Kommissionen.

## Europa-Kommissionen foreslår yderligere finanspolitiske stramninger i Portugal og Spanien

Boks 3

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

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

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

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

## PENGE- OG VALUTAFORHOLD

### STABIL KRONE PÅ DEN STÆRKE SIDE AF CENTRAKKURSEN

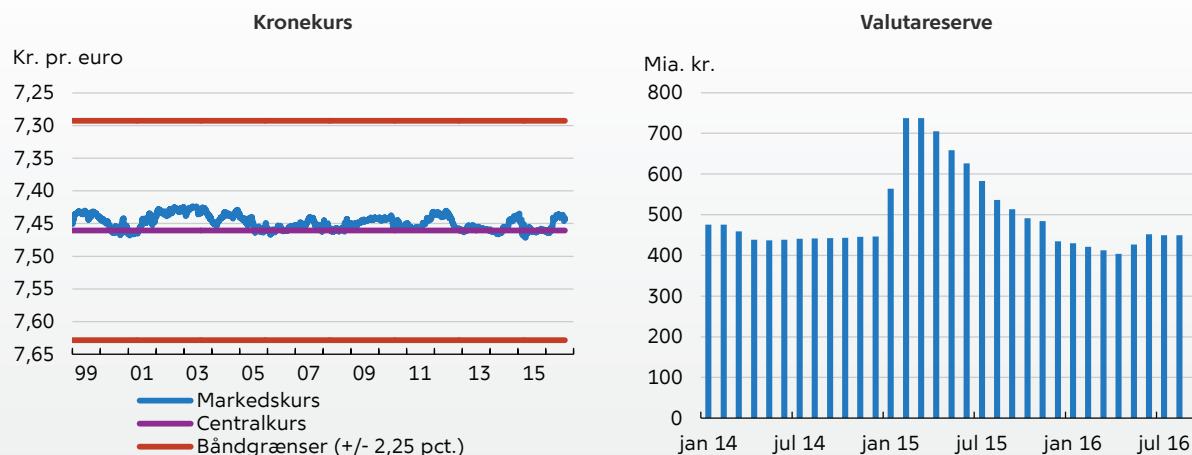
Kronen har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen lidt over centralkursen i ERM2, jf. figur 14 (venstre). Den tiltagende usikkerhed på de europæiske finansielle markeder forud for Storbritanniens EU-afstemning den 23. juni fik efterspørgslen efter kroner til at stige, og Nationalbanken intervenerede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

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

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

## Kronen er på den stærke side af centralkursen

Figur 14



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

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

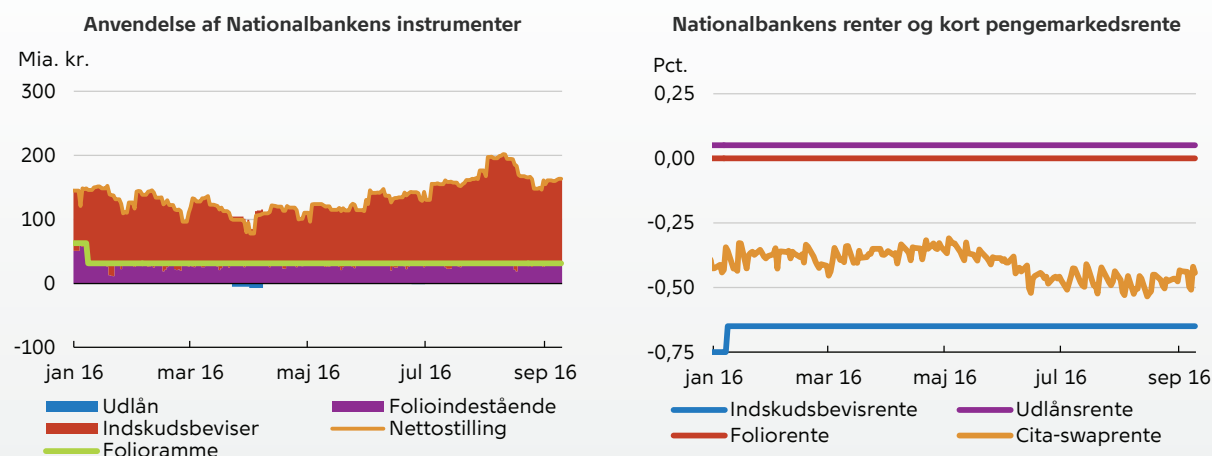
Nationalbanken har fastholdt indskudsbevisrenten på -0,65 pct. siden januar, og ECB har fastholdt den toneangivende pengepolitiske rente på -0,40 pct. siden marts. Dermed er det pengepolitiske rentespænd til euroområdet fortsat -0,25 procentpoint.

## LAVERE PENGEMARKEDSRENTER

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

## Bankernes nettostilling er steget og pengemarkedsrenterne er faldet

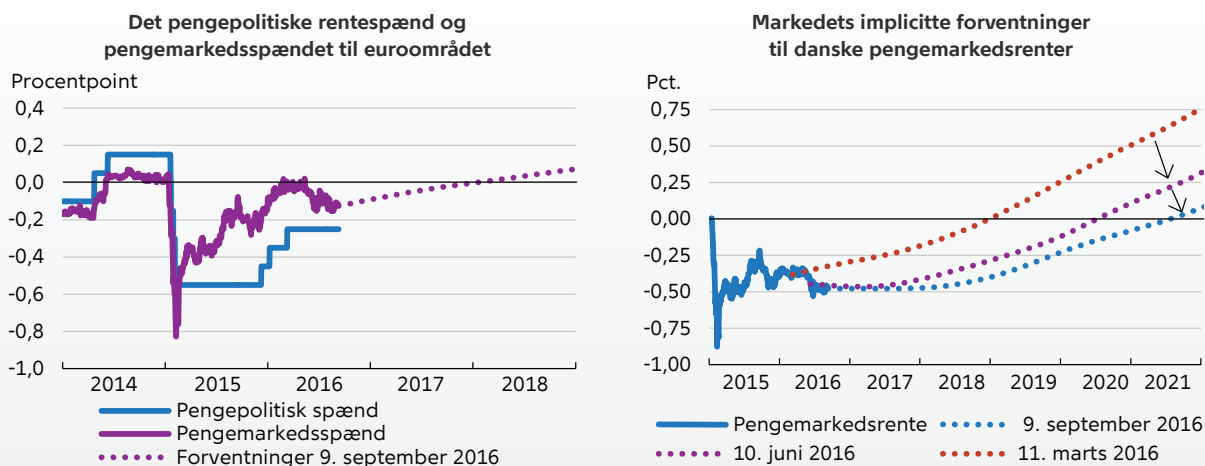
Figur 15



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

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

Figur 16



Anm.: Venstre figur: Det pengepolitiske spænd er forskellen mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's rente på indlånsfaciliteten. Pengemarkedsspændet er baseret på 3-måneders Cita- og Eonia-swaprenter. Forventningerne er til pengemarkedsspændet og er baseret på forwardrenter beregnet ud fra henholdsvis Cita- og Eonia-renteswaps. Højre figur: Den viste pengemarkedsrente er en 3-måneders Cita-swaprente. De stiplede linjer er implicitte forwardrenter beregnet ud fra Cita-renteswaps med forskellige løbetider og angiver, hvad 3-måneders pengemarkedsrenten på et givet tidspunkt i fremtiden forventes at være.

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

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

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

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

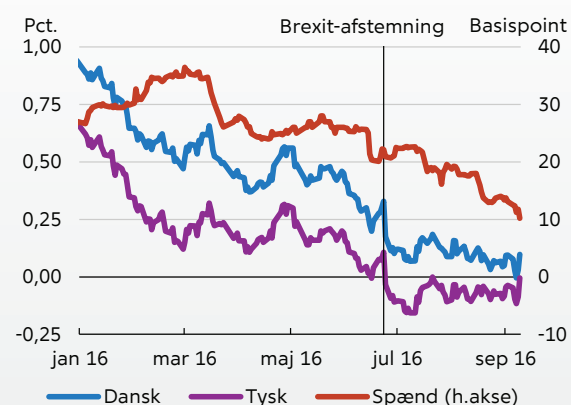
### FORTSAT MEGET LAVE OBLIGATIONSRENTER

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

## Statsrentespænd til Tyskland er indsnævret yderligere

Figur 17

### Renter på 10-årige danske og tyske statsobligationer



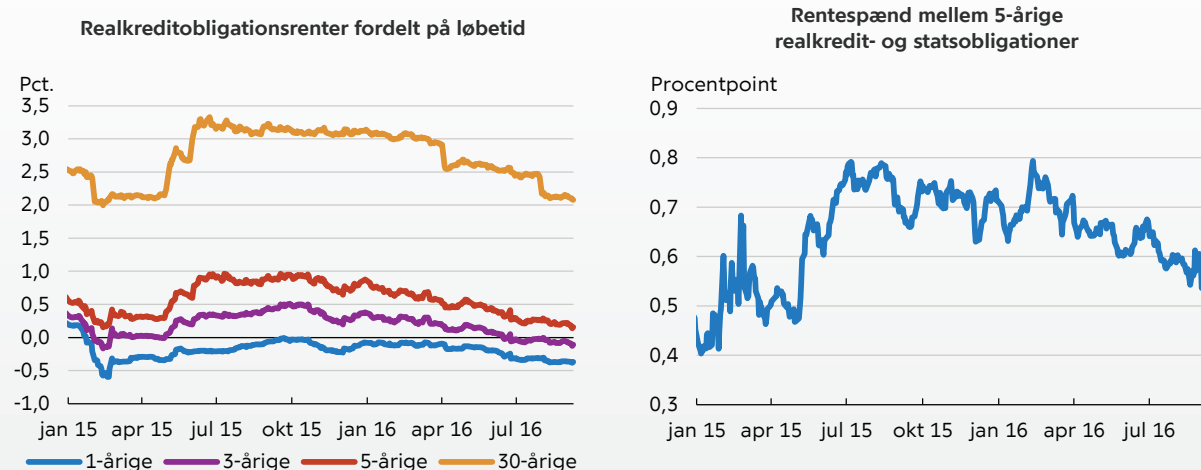
Anm.: Parrenter. Seneste observation er 9. september 2016.

Kilde: Nordea Analytics.

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

## Realkreditobligationsrenter er faldet og spændet til statsobligationsrenterne er indsnævret

Figur 18



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

Kilde: Nordea Analytics og Danmarks Nationalbank.

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

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

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

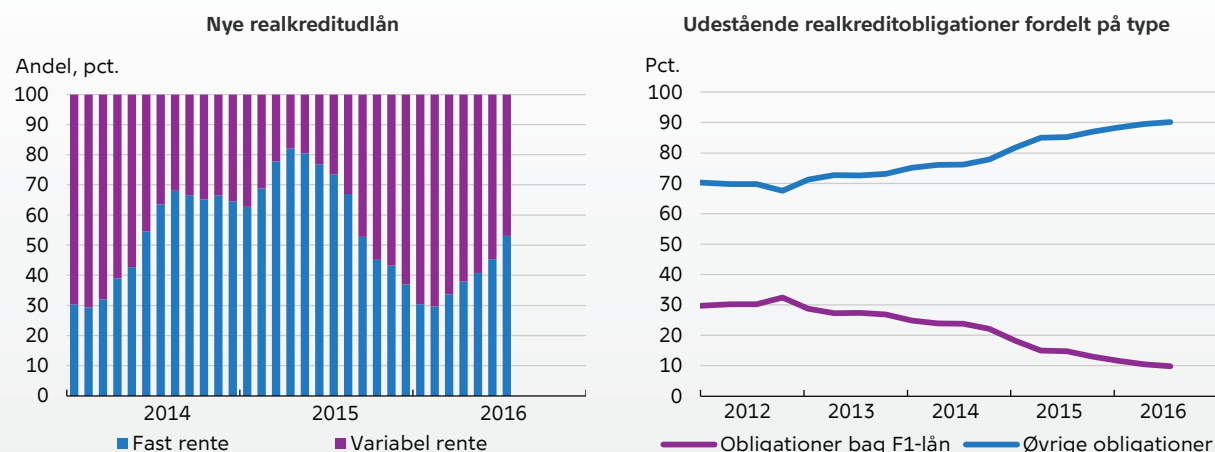
I august holdt realkreditinstitutterne refinansieringsauktioner for obligationer bag lån med rentetilpasning til oktober. For de variabelt forrentede obligationer blev der udstedt nye obligationer på niveau med mængden af obligationer, der udløb, mens refinansierungsgraden for obligationerne bag rentetilpasningslån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

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

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

Rentebindingstiden på nye realkreditudlån øges fortsat

Figur 19



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

Kilde: Danmarks Nationalbank.

## UDLÅNSRENTER TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV FALDER LANGSOMT

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

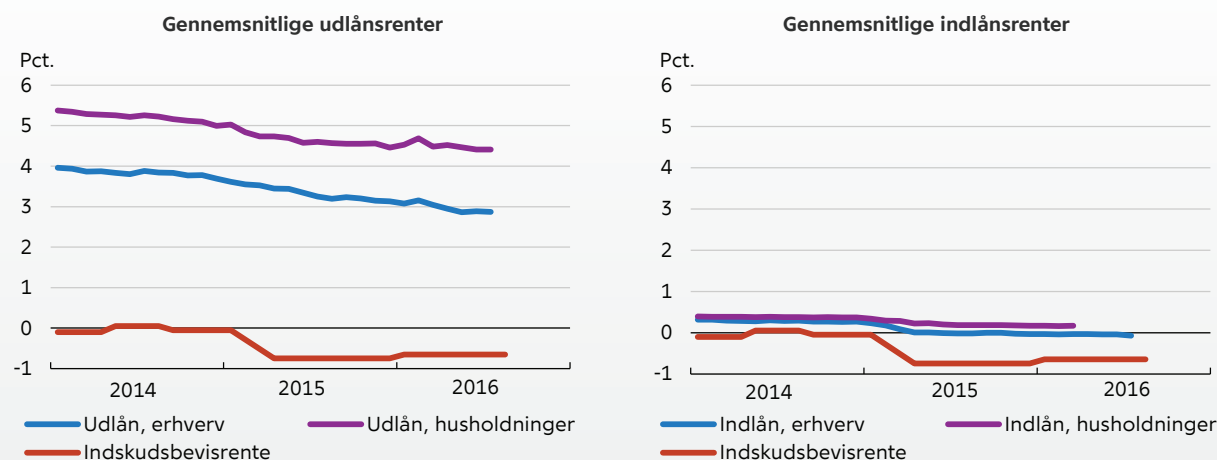
Indlånsrenterne har i de seneste måneder været nogenlunde uændrede, jf. figur 20 (højre). For husholdningerne er de gennemsnitlige indlånsrenter fortsat positive, mens de for erhverv er svagt negative.

## ØGET KREDITGIVNING TIL ERHVERV

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

Pengeinstitutternes gennemsnitlige ind- og udlånsrenter til husholdninger og erhverv

Figur 20

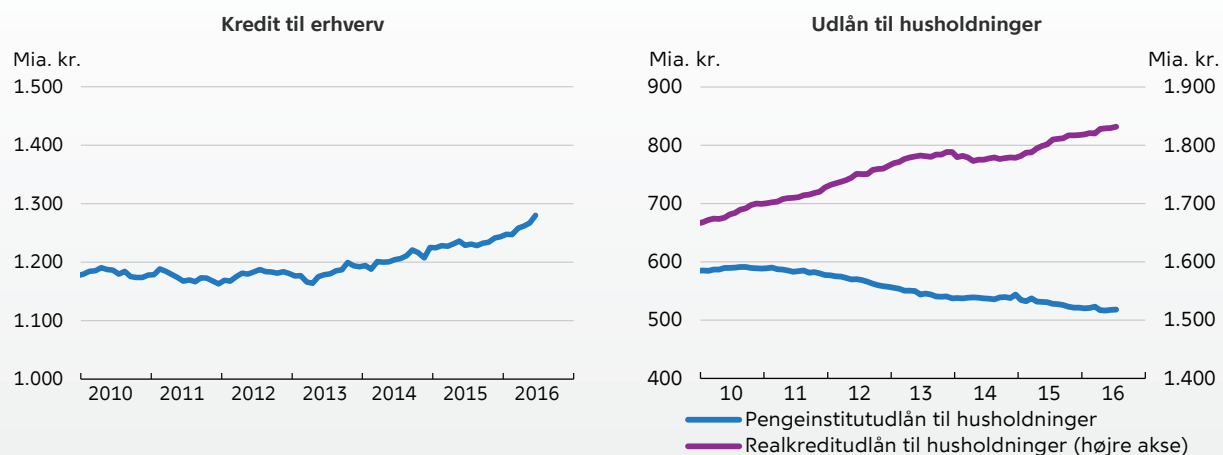


Anm.: Venstre figur: Seneste observation for de gennemsnitlige udlånsrenter er juli 2016. Højre figur: Seneste observation for indlånsrenter til erhverv er juli 2016. Indlånsrenterne for husholdningerne er korregeret for udlånsrelaterede indlån. Seneste observation er april 2016.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

**Penge- og realkreditinstitutternes kredit til husholdninger og erhverv**

Figur 21



Anm.: Venstre figur: Udlån og udestående erhvervsobligationer er opgjort til nominel værdi og er sæsonkorrigeret. Der er korrigeret for brud i data som følge af overgangen til ny MFI-statistik i september 2013. Seneste observation er juli 2016.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

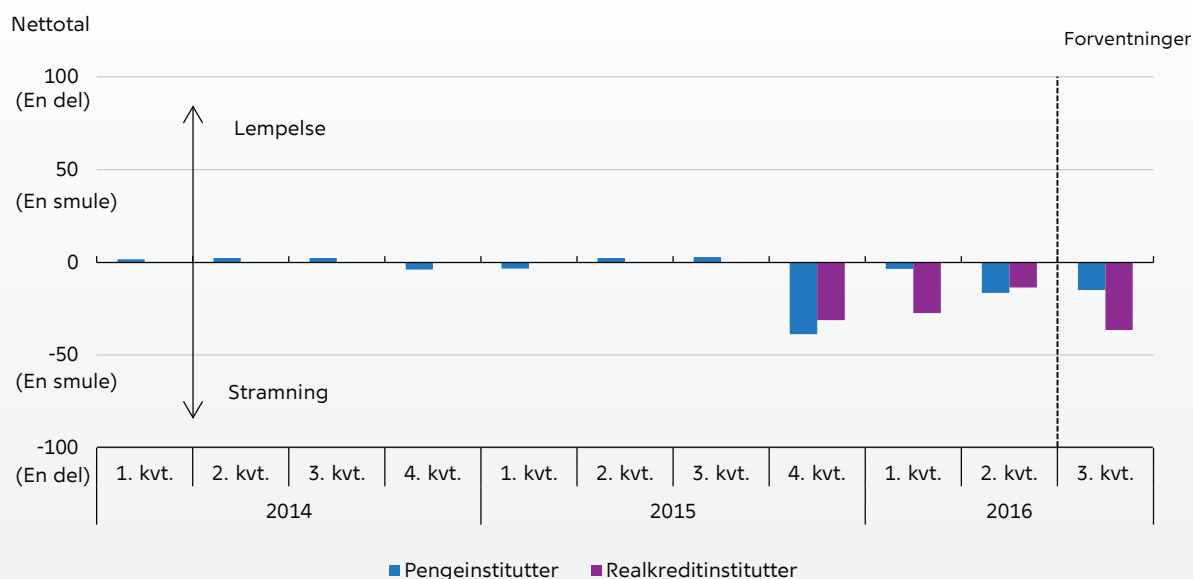
spejler, at realkreditinstitutternes udlån til erhverv fortsat er steget, mens pengeinstitutternes udlån i 2016 også er vokset svagt. Dertil kommer, at virksomhederne over en årrække har øget deres låntagning via udstedelse af erhvervsobligationer. Den samlede kreditgivning til erhverv er dermed vokset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

### LIDT STRAMMERE KREDITSTANDARDER OVER FOR HUSHOLDNINGER

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

**Penge- og realkreditinstitutternes kreditstandarder over for husholdninger er strammet**

Figur 22



Anm.: Udlånsundersøgelsen er en kvalitativ statistik baseret på besvarelser fra de største danske penge- og realkreditinstitutter. Institutternes besvarelser tildeles en værdi på -100, -50, 0, 50 eller 100, og værdien vægtes med instituttets andel af det samlede udlån. 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

### MANGEL PÅ ARBEJDSKRAFT KAN HÆMME OPSVINGET

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

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

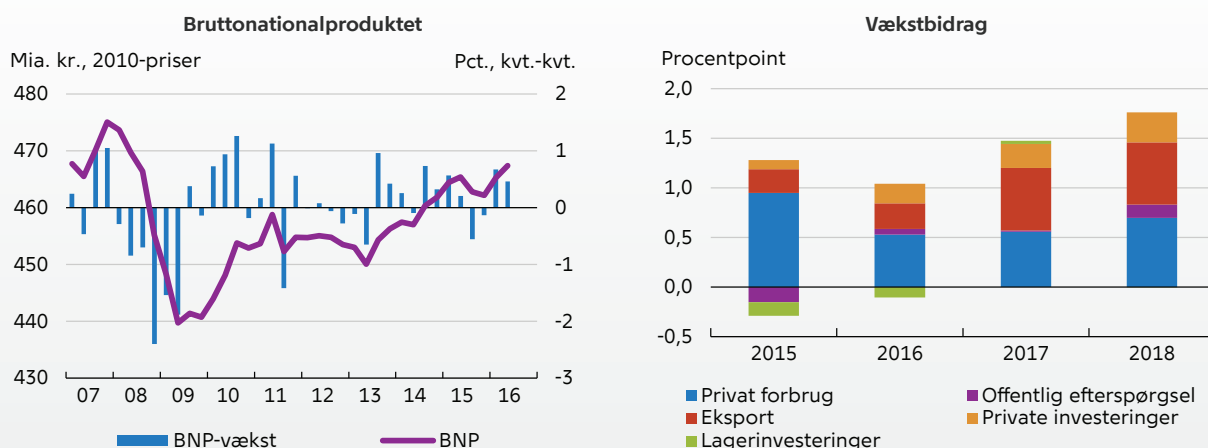
eksportmarkeder. Renterne har ligget fladt hen over sommeren på et lavt niveau, og boligpriserne samt de disponible indkomster stiger. Der er dermed fortsat stærke stimuli, der understøtter efterspørgslen i dansk økonomi.

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

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

## Den private efterspørgsel trækker væksten i 2016

Figur 23



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

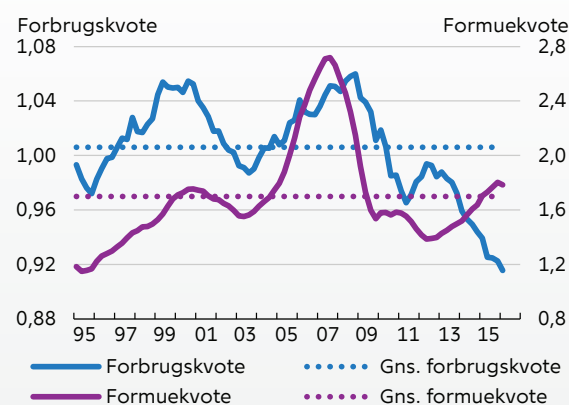
onelt er konjunkturfølsomt, men på det seneste også inden for industrien. Der er en risiko for, at opsvinget går tidligt i stå som følge af mangel på arbejdskraft. Fortsat fremgang vil hovedsagelig skulle trækkes af produktivitetsvæksten, som – trods en forventet stigning i prognoseperioden – er lav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

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

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

## Forbrugskvoten er lav set i et længere perspektiv

Figur 24



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

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

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

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

## Centrale økonomiske størrelser

Tabel 1

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

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

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

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

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

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

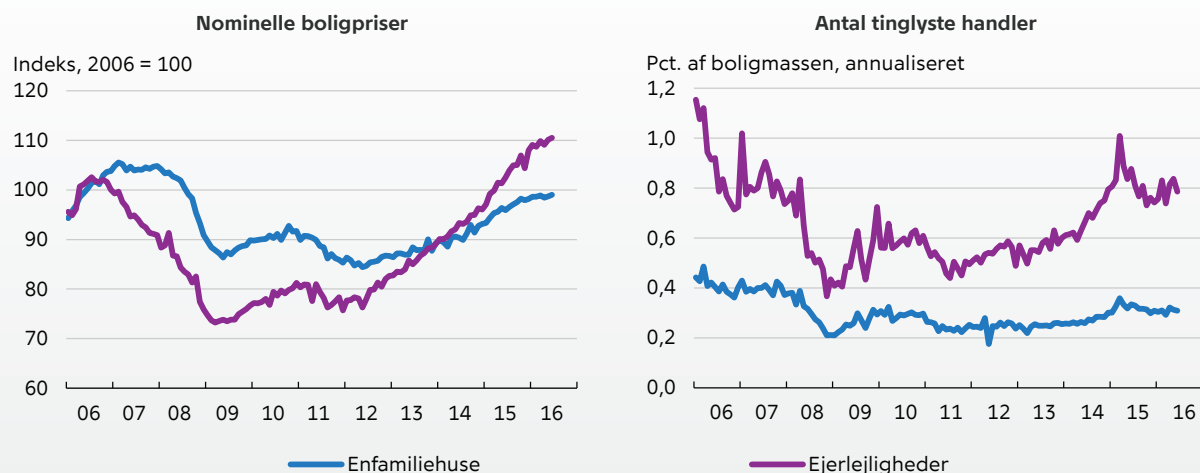
som kan give en stærkere fremgang i den indenlandske økonomi end forventet. Det må også ses i sammenhæng med, at der er et betydeligt vækstpotentiale i efterspørgslen, hvis der sker en hurtigere end forventet genopretning af husholdningernes lave forbrugskvote samt den lave investeringskvote i virksomhederne.

#### PRISERNE PÅ EJERBOLIGER FORTSÆTTER OPAD MEN STIGNINGSTAKTEN ER DÆMPET LIDT

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

## Prisstigningerne på boliger fortsætter

Figur 25



Anm.: Egen sæsonkorrektur.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

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

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

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

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

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

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

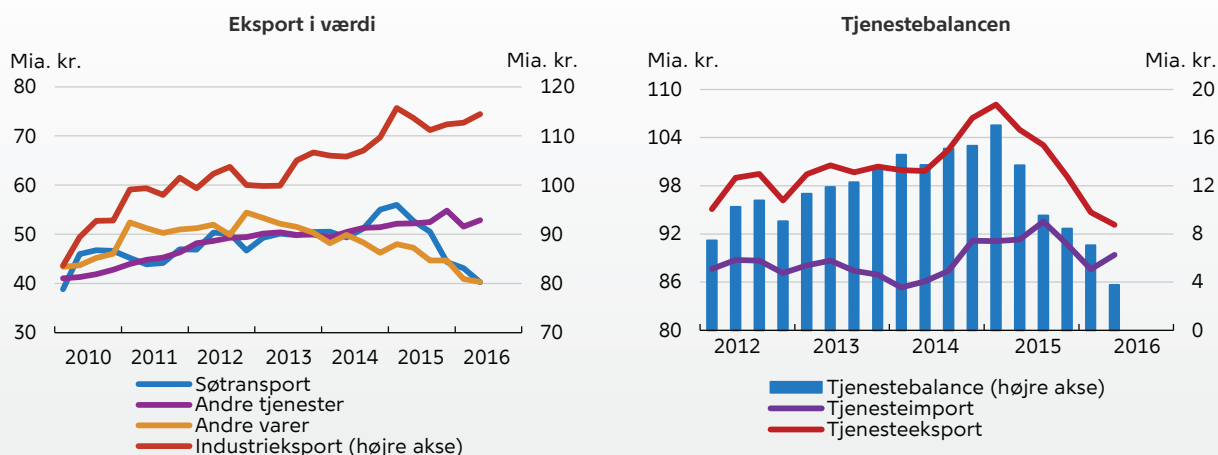
## FREM GANG I VAREEKSPORTEN OG FALD I EKSPORT AF SØFRAGT

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

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

## Fald i eksport af søtransport

Figur 26



Kilde: Danmarks Statistik.

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

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

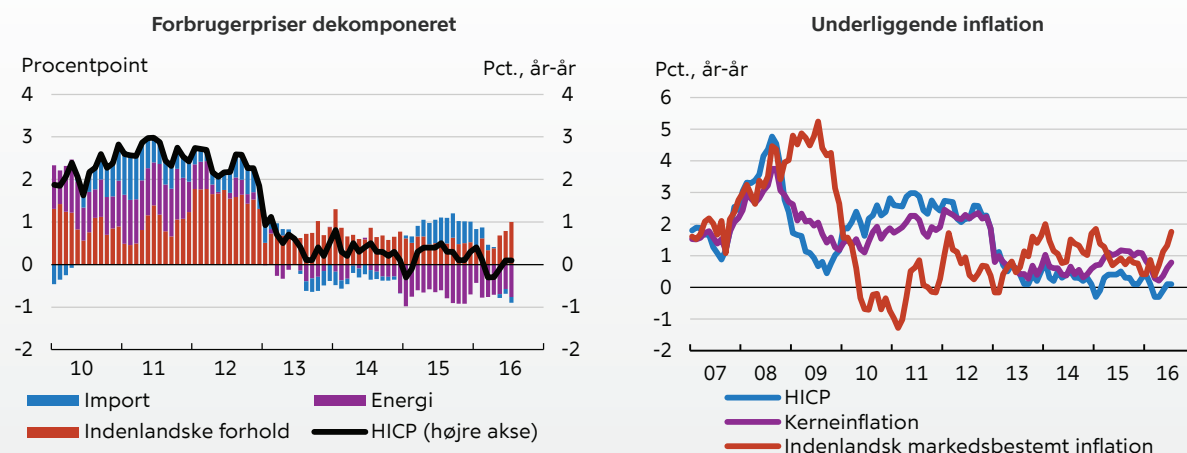
skyldes især udviklingen i tjenestehandlen. Der forventes fortsat store overskud på betalingsbalancen de kommende år.

## PRISPRESSET I ØKONOMIEN ER LAVT

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

## Forbrugerpriserne stiger kun svagt

Figur 27



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

## Forbrugerpriser

Tabel 2

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

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

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

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

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

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

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

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

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

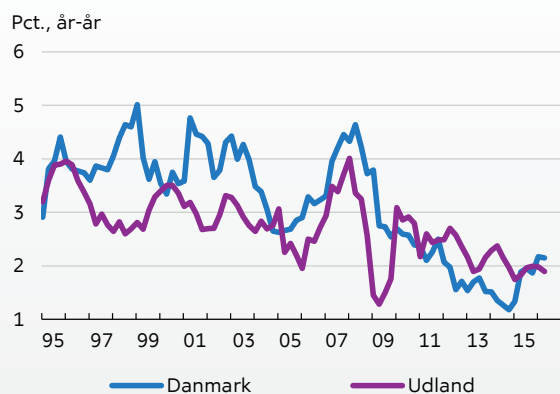
### MODERAT STIGNING I LØNNINGERNE

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

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

Moderat lønstigningstakt

Figur 28



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

Kilde: OECD, Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

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

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

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

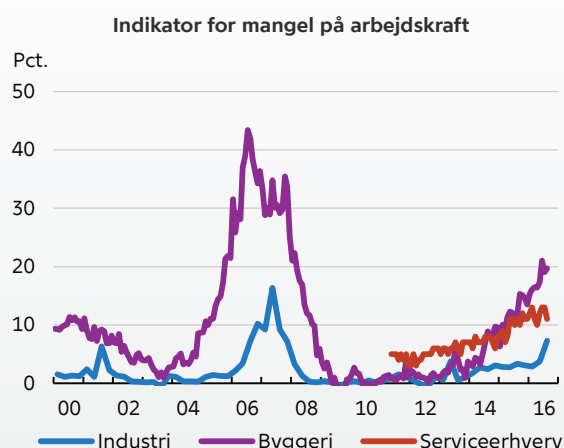
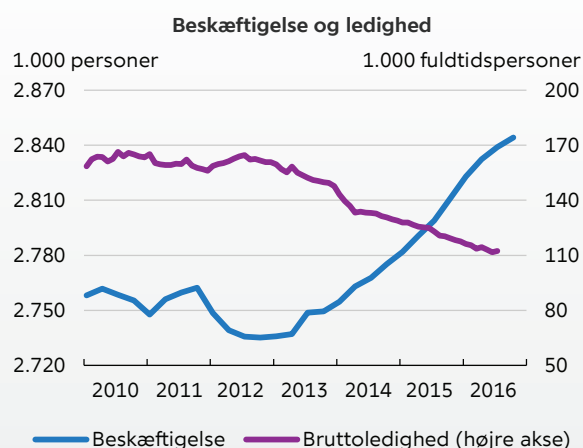
### ØGET PRES PÅ ARBEJDSMARKEDET

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

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

Tegn på at arbejdsmarkedet strammer til

Figur 29



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

Kilde: Danmarks Statistik.

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

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

### FORBEDRING AF DE OFFENTLIGE FINANSER

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

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

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

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

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

### ØKONOMISK POLITIK

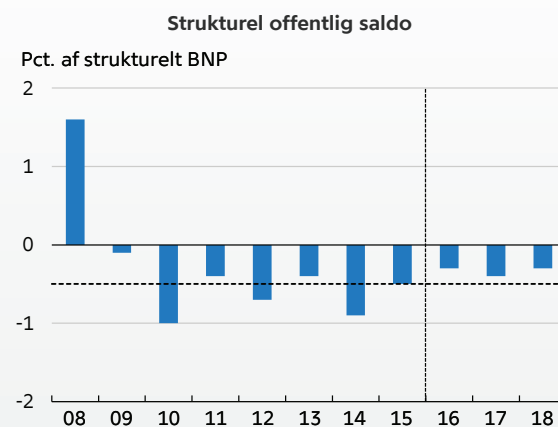
Billedet af fremgang i den private sektor er styrket de seneste måneder, og der er stadig flere tegn på, at arbejdsmarkedet strammer til. Ledigheden er tæt på sit konjunkturmæssigt neutrale niveau, og det er usikkert, om det på kort sigt er muligt at dække efterspørgslen efter arbejdskraft. Der er gode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

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

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

Lille stramning af finanspolitikken de kommende år

Figur 30



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

Kilde: Finansministeriet.

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

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

## APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

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

### INTERNATIONAL ØKONOMI

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

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

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

### RENTER, VALUTA OG OLIEPRIS

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurven på de finansielle markeder. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten ventes gennem hele prognoseperioden at være negativ.

Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den ventes at stige svagt gennem prognoseperioden fra et udgangspunkt på 0,6 pct. op til 1,0 pct. ved udgangen af 2018.

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

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

### FINANSPOLITISKE FORUDSÆTNINGER

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

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

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

## Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 3

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

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

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

## APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

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

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

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

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 4

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

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



# ARTIKLER



# BOLIGPRISBOBLER OG FORDELENE VED EN STABILISERENDE BOLIGBESKATNING

Asbjørn Klein, Finansiell Stabilitet, og Simon Juul Hviid, Tina Saaby Hvolbøl, Paul Lassenius Kramp og Erik Haller Pedersen, Økonomi og Pengepolitik

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Boligmarkedet har været i vækst de seneste 3-4 år efter det kraftige tilbageslag i forlængelse af boligboblen i midten af 2000'erne. Prisstigningerne bliver understøttet af historisk lave renter og af indkomster, der stiger. Boligkøbere anvender derfor i dag omtrent samme andel af deres indkomst på bolig som i 2012. Endvidere har boligejerne forøget deres friværdier og dermed reduceret deres gæld i forhold til boligens værdi. Boligprisudviklingen på landsplan fremstår holdbar, dvs. boligpriserne afspejler underliggende fundamentale faktorer, især indkomster og renteniveau. Renteniveauet er dog ekstraordinært lavt, og både husholdninger og banker bør indregne højere renter på sigt i forbindelse med optagelse af nye lån. Det er vigtigt, at der ikke bliver givet lån ud fra for optimistiske forudsætninger, og en fortsat nedbringelse af gældskvoten vil gøre både den enkelte boligejers økonomi og samfundsøkonomien mere robust.

Der er store regionale forskelle. Udviklingen på specielt det københavnske boligmarked er bekymrende. Priserne på enfamiliehuse såvel som ejerlejligheder er steget væsentligt kraftigere i København end i resten af landet. Det kan ikke helt afvises, at prisudviklingen skyldes højere indkomster og lavere renter. Men der er en risiko for, at priserne presses op af spekulative opkøb, så prisniveauet ikke udelukkende afspejler underliggende fundamentale forhold. Prisstigningerne alene indikerer, at udviklingen i boligpriserne i København er uholdbar, hvilket også var tilfældet under opbygningen af boligprisboblen i midten

af 2000'erne. Det københavnske boligmarked er samtidig mere sårbart over for uventede rentestigninger end resten af landet. Kombinationen af stor rentefølsomhed og en boligprisudvikling, der allerede er på grænsen til uholdbar, øger risikoen for, at selv mindre, uforudsete rentestigninger kan afstedkomme prisfald.

Udsving i boligpriserne og skævheder i deres regionale udvikling kan reduceres ved en velindrettet boligbeskatning. Samtidig er boligskatte mindre forvridende end andre skatter og dermed mindre hæmmende for den økonomiske vækst. Boligbeskatningen herhjemme består af to separate skatter, nemlig ejendomsværdiskat og ejendomsskat (grundskyld). Frem til introduktionen af skattestoppet i 2001 fulgte de betalte skatter værdien af henholdsvis hele boligen og den isolerede grundværdi, så boligskatte dæmpede boligprisudsving. Den nominelle fastfrysning af ejendomsværdiskatten og i lidt mindre grad stigningsbegrænsningen for grundskylden har fjernet boligbeskatningens stabiliserende egenskab. Det fører til kraftigere udsving i boligpriserne – hvilket giver større makroøkonomiske udsving og mindre finansiell stabilitet – og medfører, at en større andel af det samlede skatteprovenu skal indkræves via andre, mere forvridende, skatter. Derudover har fastfrysningen af ejendomsværdiskatterne medført store regionale forskelle på den effektive skattesats, således at områder med dyre boliger nu har den laveste sats.

Det er vigtigt, at boligbeskatningen igen kommer til at fungere som stabilisator i økonomien,

ved at skatterne står i forhold til boligprisernes værdi. Det vil mindske risikoen for en gentagelse af de kraftige udsving i økonomien, som dem der sås i 2000'erne.

## ER BOLIGPRISERNE FOR HØJE?

Siden 2012 er boligpriserne i Danmark steget markant både for enfamiliehuse og ejerlejligheder. De nominelle priser på enfamiliehuse er omkring 6 pct. under toppen i 2007, jf. figur 1 (venstre), og samtidig er omsætningen steget om end fra et lavt niveau, jf. figur 1 (højre). For ejerlejlighederne, der i vid udstrækning er koncentreret i de store byer, er prisniveauet i dag pænt over toppunktet i 2006, omsætningen nærmer sig niveauet fra 2006, og prisvæksten har uafbrudt været meget høj i de sidste 3-4 år. Det rejser spørgsmålet om, hvorvidt boligpriserne, eventuelt på dele af boligmarkedet, i dag er for høje, i den forstand at de ikke afspejler fundamentale drivkræfter, eller at der er risiko for et større kommende fald.

### HVAD BESTEMMER BOLIGPRISERNE?

For at vurdere, om boligpriserne er for høje, er det nødvendigt at se på de underliggende faktorer. Udbuddet af boliger er fast på kort sigt, men kan gradvist tilpasse sig på længere sigt. På kort

sigt bestemmes priserne derfor især fra efterspørgselssiden.

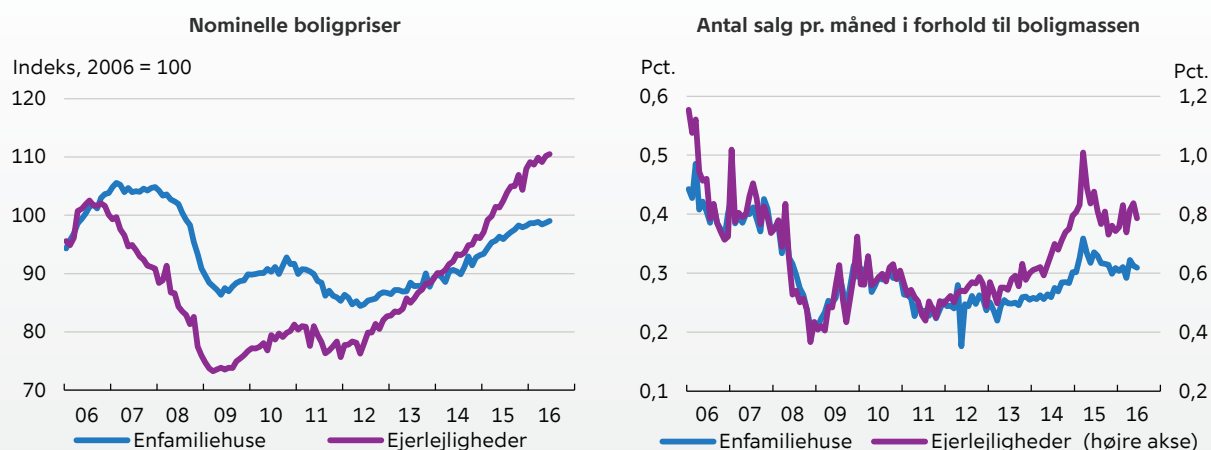
### Efterspørgslen

Husholdningernes efterspørgsel efter boliger er bestemt af en lang række faktorer. En af de centrale er husholdningernes indkomst. Forholdet imellem boligpriserne og indkomsten kan bruges som et simpelt mål for, om boligpriserne er høje eller lave. Priserne på ejerlejligheder såvel som enfamiliehuse steg mere end husholdningernes disponible indkomst i 1990'erne. Efterfølgende har forholdet været stabilt, med undtagelse af årene under boligboblen, jf. figur 2 (venstre). Over de seneste par år er forholdet imellem boligprisen og husholdningernes disponible indkomst igen steget for ejerlejligheder, som hovedsageligt findes i de større byer. Aktuelt ligger forholdet henholdsvis 33 og 27 pct. lavere end på toppen i 2006-07.

Husholdningernes boligefterspørgsel påvirkes derudover af de løbende udgifter ved at have en bolig. De bestemmes især af renteniveauet. Lavere renter betyder, at man for en given indkomst har råd til en dyrere bolig. Hermed kan pris-indkomst-forholdet stige, når renterne falder. Både de lange og de korte realkreditrenter er faldet yderligere siden 2011 efter de foregående årtiers rentefald, jf. figur 2 (højre). Siden begyndelsen af 2015 har den korte realkreditrente opgjort uden

**Boligpriserne stiger, og der handles flere boliger**

Figur 1

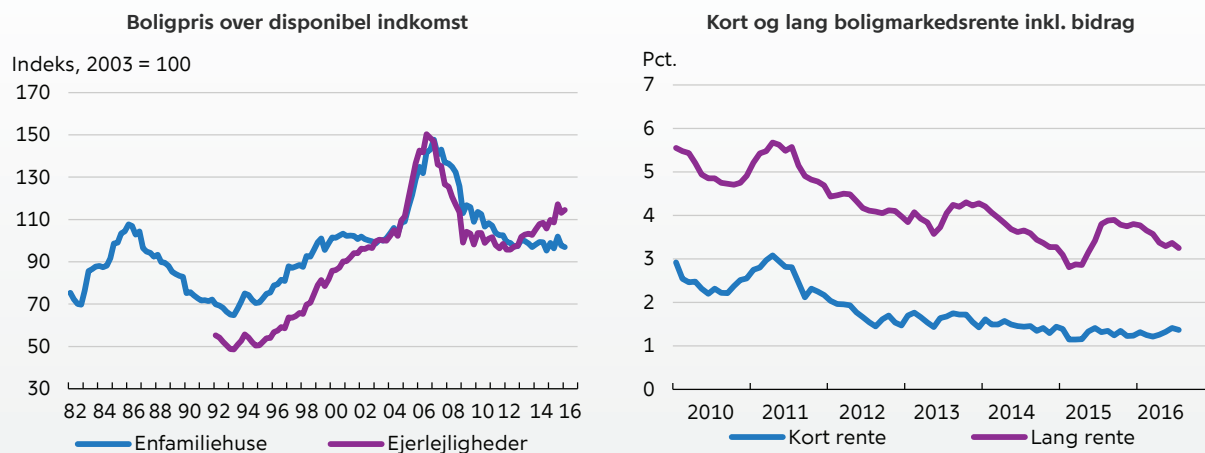


Anm.: Venstre figur: Data er sæsonkorrigeret. Seneste observation er juni 2016. Højre figur: Data er sæsonkorrigeret. Seneste måneders observationer er korrigeret som følge af forsinkelser i tinglysningen af salg. Seneste observation er juni 2016. Boligmassen er fremskrevet efter 2015.

Kilde: Venstre figur: Danmarks Statistik og egen sæsonkorrektur. Højre figur: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## Pris-indkomst-forhold stiger for lejligheder, men renterne falder

Figur 2



Anm.: Data er sæsonkorrigeret. Seneste observation for pris-indkomst er 1. kvartal 2016. Husholdningernes disponible indkomst er anvendt og korrigeret for omlægning af kapitalpensioner og LD-opsparring i 2013-15. For boligrenterne er seneste observation juli 2016. Boligrenterne inkluderer bidrag og dækker udlån til husholdningssektoren i Danmark. Den korte rente dækker over lån med rentebinding op til 10 år og for den lange rente over 10 år.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

bidrag været negativ. Samtidig er bidragssatserne på især boliglån med en kort rentebindingsperiode dog steget, så de faktiske effektive renter, som boligejerne betaler, er faldet mindre end renterne på realkreditobligationerne.

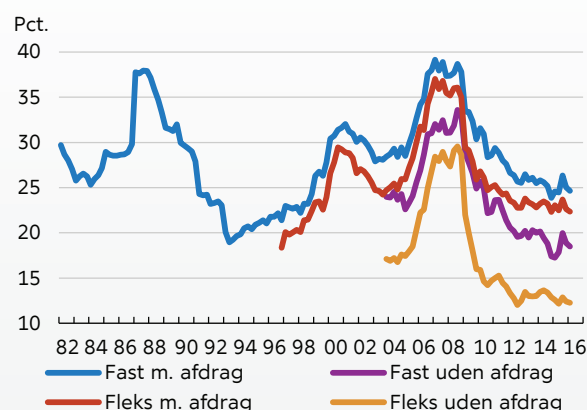
Ud over renter er der andre udgifter forbundet med at have en bolig, bl.a. ejendomsskatter. Boligbyrden er et mål for den samlede førsteårsydelse ved at købe en bolig i forhold til husholdningernes gennemsnitlige disponible indkomst, se Dam mfl. (2011). Den er således et bedre mål for, om boligpriserne er høje eller lave end det simple pris-indkomst-forhold. Boligbyrden for enfamiliehuse, baseret på et fastforrentet lån inkl. afdrag, ligger aktuelt under gennemsnittet de seneste 20 år, bl.a. som følge af de lave renter, jf. figur 3. Hvis der ikke inkluderes afdrag i beregningen af boligbyrden, er niveauet lavere. Bemærk dog, at kreditvurderingen af husholdningerne er baseret på, at de skal have råd til at afdrage.

Boligbyrdens niveau indikerer, at der er potentiale for at efterspørgselspresset på boligpriserne kan stige yderligere. I forhold til toppen i 2007 ligger boligbyrden aktuelt 14 procentpoint lavere for et fastforrentet lån med afdrag.

En bolig er et varigt forbrugsgode, der giver et løbende afkast, og udgør samtidig den største investering, som de fleste husholdninger foretager i livet. Det betyder, at forventningerne til udviklin-

## Boligbyrden for enfamiliehuse er forholdsvis lav

Figur 3



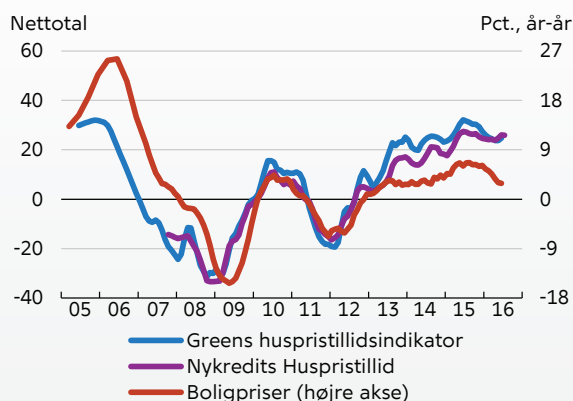
Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2016. Boligbyrden angiver de stiliserede finansieringsomkostninger inkl. bidragssatser, kursskæringer og boligskatter ved at købe et enfamiliehus på 140 kvadratmeter som andel af den gennemsnitlige disponible husstandsindkomst. Finansieringsomkostningerne er baseret på den anførte låntype med tillæg af et bankfinansieret lån for den del, der ikke kan finansieres af realkreditlån. Se Dam mfl. (2011) for en nærmere beskrivelse.

Kilde: Danmarks Statistik, Boligmarkedsstatistikken, Realkredit Danmark, Skat, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

gen på boligmarkedet påvirker husholdningernes betalingsvillighed og dermed prisudviklingen. Både Greens huspristillidsindikator samt Nykredits

**Husholdningerne forventer, at boligpriserne vil stige**

Figur 4



Anm.: Seneste observation for Nykredits Huspristillid er juli 2016, mens den seneste observation for Greens huspristillidsindikator er juni 2016. Greens huspristillidsindikator er skaleret med en faktor på 0,5, og der vises 3-måneders glidende gennemsnit. Boligpriser dækker Danmarks Statistiks prisindeks for enfamiliehuse.

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

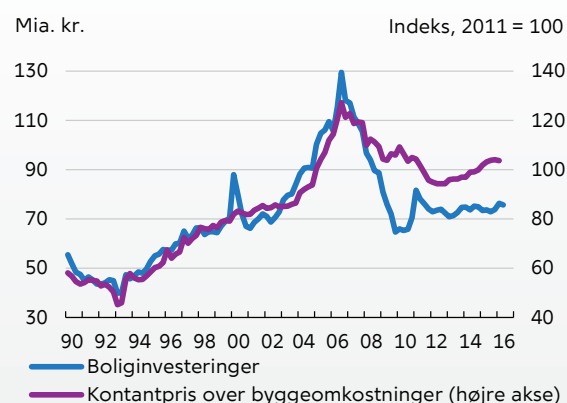
Huspristillid ligger på et højt niveau, jf. figur 4. Det indikerer, at boligkøberne forventer, at priserne vil fortsætte med at stige.

### Udbuddet

Investeringerne i boliger og dermed en forøgelse af boligudbuddet bestemmes bl.a. af forholdet mellem omkostningerne ved at bygge en bolig og prisen, som boligen efterfølgende kan sælges

**Byggeomkostninger og -investeringer**

Figur 5

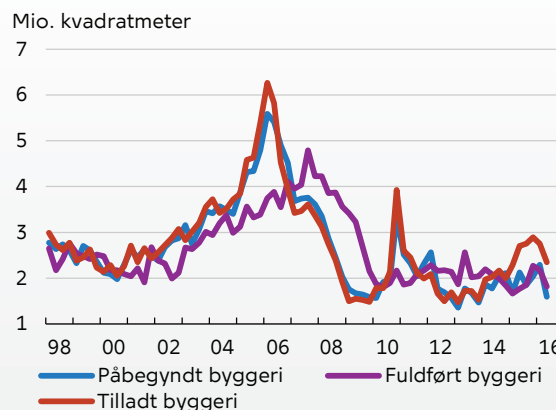


Anm.: Data er sæsonkorregeret. Seneste observation er 2. kvartal 2016 for boliginvesteringerne og 1. kvartal 2016 for kontantprisen over byggeomkostningerne.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

**Boligbyggeri på landsplan, annualiseret**

Figur 6



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2016. De kvartalsvise tal er opregnet til år (gange med fire). Seneste offentliggjorte observationer er typisk behæftet med stor usikkerhed.

Kilde: Danmarks Statistik og egen sæsonkorrektur.

til. Forholdet mellem kontantprisen på boliger og byggeomkostningerne er steget siden 2012, jf. figur 5. De seneste års stigning indikerer, at boliginvesteringerne vil stige, da boligpriserne er steget mere end byggeomkostningerne.

Frem til 2006 steg omfanget af byggeri meget, både det der var givet byggetilladelse til, og det der blev påbegyndt, jf. figur 6. Fra et byggeri påbegyndes, og til det fuldføres, går der noget tid. I 2007-09 betød det, at selv om boligpriserne faldt, blev der fortsat fuldført meget byggeri, hvilket bidrog til at boligpriserne faldt yderligere. Effekten var kraftigst i og omkring de største byer, hvor det meste nybyggeri fandt sted. Indikatorerne for byggeaktiviteten ligger på landsplan fortsat lavt i forhold til højkonjunktoren i 2005-07. Beskæftigelsen i nybyggeriet er steget løbende siden 2014, men ligger stadig lavt relativt til årene før boligboblen.

### Er boligpriserne for høje på landsplan?

Det korte svar er nej. De stigende boligpriser siden 2012 afspejler på landsplan højere indkomster, både som følge af indkomstfremgang for den enkelte, men også fordi flere er kommet i arbejde. Derudover er renteniveauet faldet, hvilket har understøttet prisvæksten, mens højere bidragssatser og stigende grundskyldsbetalinger har virket dæmpende. Boligbyrden med afdrag på enfamiliehuse er således under det historiske gennemsnit siden 1992, hvilket indikerer, at givet

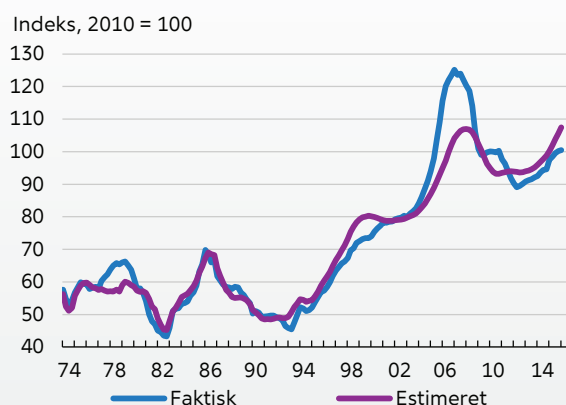
renteniveauet er boligpriserne under ligevægt. Det understøttes af boligprisrelationen i Nationalbankens makroøkonomiske model MONA, jf. figur 7.<sup>1</sup>

Opbygningen af boligprisboblen i midten af 2000'erne var kendetegnet ved store prisstigninger og efterfølgende forøgelse af kredit kombineret med et højt privat forbrug. Desuden steg boliginvesteringerne, hvilket førte til flaskehalse i bygge- og anlægserhvervene med høje lønstigninger til følge. Disse indikationer er aktuelt enten ikke til stede eller kun til stede i begrænset omfang. Den private forbrugskvote er lav, og husholdningernes boliggæld stiger kun langsomt – om end fra et højt niveau, jf. figur 8 (venstre). Den lave vækst i boliggælden betyder, at den gennemsnitlige belåningsgrad og boliggælden relativt til den disponible indkomst begge er faldet, jf. figur 8 (højre).

På udbudssiden stiger byggeaktiviteten for boliger, og det medvirker til fremgang i beskæftigelsen inden for bygge- og anlægserhvervene, hvor der er tegn på mangel på arbejdskraft. Det skyldes dog primært anden aktivitet end boligbyggeri.

Lange perioder med boligpriser, der stiger, øger dog risikoen for, at der opstår en overdreven optimisme til fremtidige prisstigninger. Det kan forhøje betalingsvilligheden i dag, dvs. forventninger om højere priser i fremtiden giver prisstigninger i dag. Hermed kan forventning om boligprisstigninger blive selvopfyldende. En statistisk test baseret på en gængs metode viser dog ingen tegn på, at væksten i boligpriserne siden 2012 på landsplan er blevet drevet af sådanne selvopfyldende forventninger, jf. figur 9 og boks 1. De skraverede områder i figurerne er perioder, hvor

**Boligpriserne på landsplan er lidt under, hvad Nationalbankens makroøkonomiske model tilsiger** Figur 7



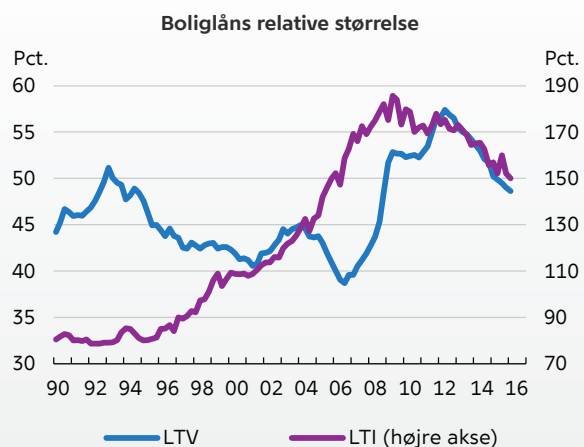
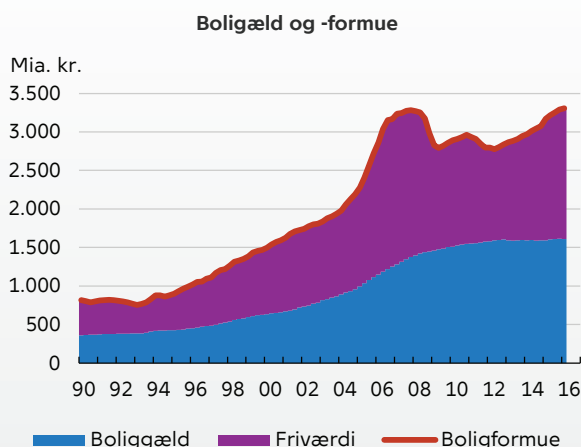
Anm.: Boligprisrelationen er estimeret på perioden 2. kvartal 1973 til 4. kvartal 2015.

Kilde: MONA's databank og egne beregninger.

ninger i dag. Hermed kan forventning om boligprisstigninger blive selvopfyldende. En statistisk test baseret på en gængs metode viser dog ingen tegn på, at væksten i boligpriserne siden 2012 på landsplan er blevet drevet af sådanne selvopfyldende forventninger, jf. figur 9 og boks 1. De skraverede områder i figurerne er perioder, hvor

**Husholdningerne konsoliderer sig**

Figur 8



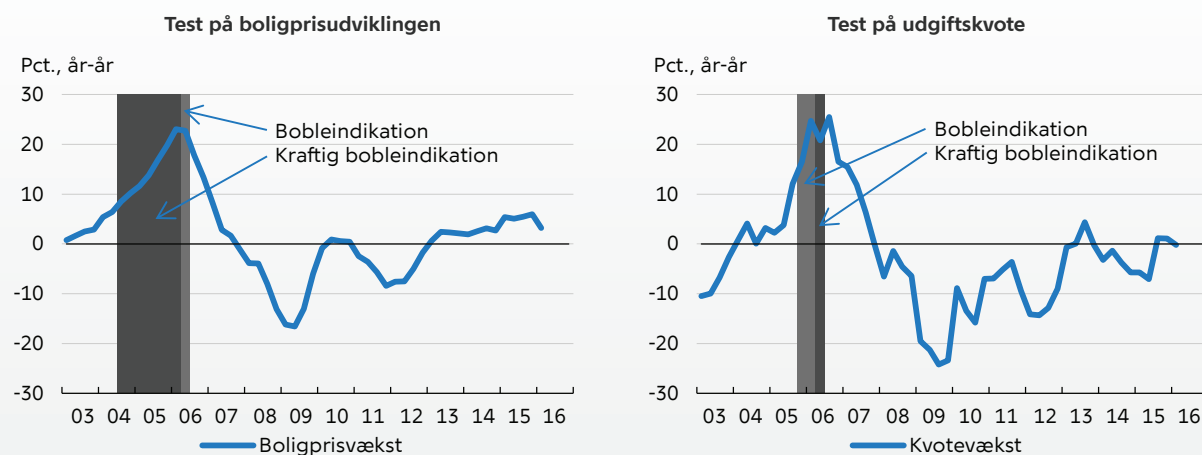
Anm.: Data er sæsonkorrigeret. Seneste observation er 1. kvartal 2016. Højre figur: LTV er belåningsgraden, og LTI er gæld i forhold til husholdningernes disponible indkomst.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

1 Se Dam m.fl. (2011) for en nærmere beskrivelse af boligprisrelationen i MONA.

## Ingen tegn på en boligprisboble på landsplan

Figur 9



Anm.: Phillips mfl. (2015) -testen er gennemført ved en estimation med et rullende vindue på 28 kvartaler. De grå-skraverede områder markerer perioder, hvor testen med henholdsvis 95 pct. og 99 pct. sandsynlighed ikke kan afvise, at boligprisudviklingen er forenelig med en selvopfyldende boligprisboble. Laglængden er 2 for boligprisudviklingen og 3 for boligindekset. De kritiske værdier følger ikke en standardfordeling og er simulerede og bestemt ved 5.000 simulationer.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

testen har identificeret en boligprisudvikling, som er forenelig med en selvopfyldende boligprisboble. På nationalt plan er der for enfamiliehuse identificeret en boligprisboble fra 3. kvartal 2004, når der alene ses på udviklingen i priserne. Der er i dag ingen tegn på en boblelignende udvikling på nationalt plan.

Hvis der ses på en udgiftskvote, hvor priserne er korregeret for udviklingen i disponibel indkomst

samt rente- og bidragssatsernes udvikling, er der heller ingen tegn på en boble. Under boblen i midt 2000'erne slår testen baseret på udgiftskvoten ud en smule senere end testen baseret alene på prisudviklingen. Det var især udviklingen i den lange boligmarkedsrente, der understøttede boligprisudviklingen frem til 4. kvartal 2005, hvorefter boligpriserne blev afkoblet fra de fundamentale faktorer.

## Bobleindikationer i boligprisstigningerne

Boks 1

Der er i litteraturen en lang tradition for at anvende kvantitative metoder til at identificere perioder, hvor prisudviklingen i en bred vifte af finansielle aktiver kan karakteriseres ved en prisboble. Den bagvedlæggende model for flertallet af litteraturens bobletest er en prisfastsættelsesmodel for finansielle aktiver.

I modellerne er prisen i dag summen af de fremtidige tilbagedisconterede dividender frem til et givet tidspunkt samt den forventede pris på det pågældende tidspunkt. På boligmarkedet kan dividenden af en bolig forstås som den løbende værdi af at kunne bo i boligen eller huslejen, som boligen kan indbringe ved udlejning. Derudover vil en forventning om, at prisen vil stige i fremtiden, øge betalingsvilligheden, hvilket kapitaliseres i priserne i dag, dvs. forventninger om prisstigninger i fremtiden giver prisstigninger i dag. Under visse betingelser kan en sådan selvopfyldende forventning til boligprisstigningerne resultere i en boligprisboble.

Phillips mfl. (2015) opstiller en test, som kan identificere, om udviklingen i boligpriserne kan karakteriseres ved en

selvopfyldende boligprisboble. Testen til et givet tidspunkt,  $t$ , der anvendes på en serie,  $x_t$ , estimeres ved følgende regressionsmodel,

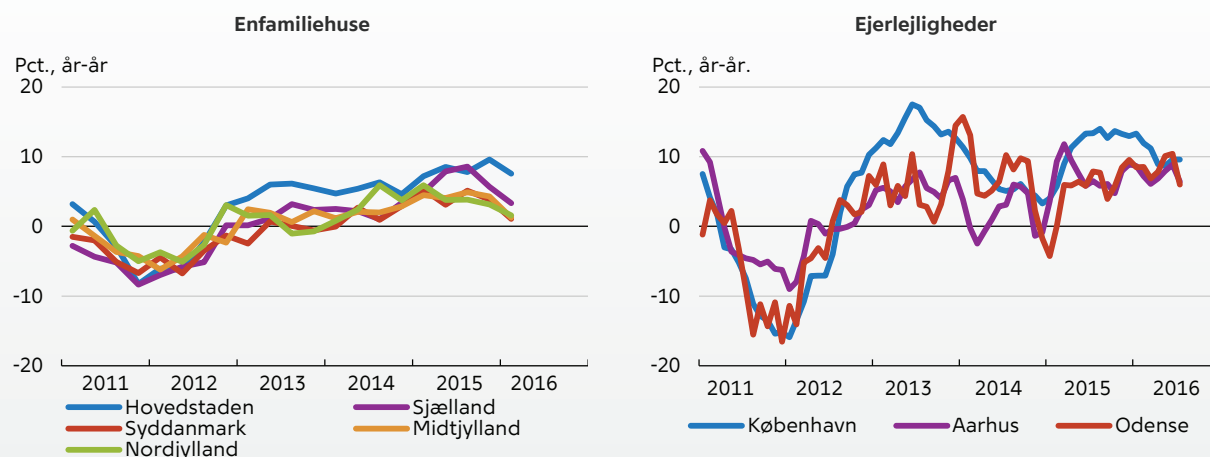
$$x_t = \alpha + \delta x_{t-1} + \sum_{j=1}^p \rho_j \Delta x_{t-j} + \varepsilon_t$$

Her er  $\alpha$  en konstant, og  $\delta$  samt alle  $\rho_j$  er regressionskoefficienter.  $p$  angiver modellens lag længde, og  $\varepsilon_t$  er et fejlsled, som fanger støj, der ikke kan forklares i modellen.

I stedet for at teste, om  $\delta = 1$  imod alternativet  $\delta < 1$ , som betyder, at priserne på langt sigt vil tilpasse sig til et stabilt niveau, testes der i stedet imod det såkaldte eksplosive alternativ,  $\delta > 1$ . Det skal forstås sådan, at hvis priserne steg i går, så forventes de at stige endnu mere i morgen. Altså testes det, om serien udvikler sig i overensstemmelse med en selvopfyldende prisboble.

Der er væsentlige geografiske forskelle i boligprisudviklingen

Figur 10



Anm.: Data er sæsonkorrigeret. Bemærk, at der er markant flere ejerlejligheder i Københavns kommune end i de øvrige to viste kommuner, hvorfor der er større udsving i disse to serier, da de er baseret på færre salg. Seneste observation er 1. kvartal 2016 for enfamiliehuse og juli for ejerlejligheder.

Kilde: Venstre figur: Danmarks Statistik. Højre figur: Boligsiden.dk og egen sæsonkorrektion.

### Er boligpriserne for høje i København?

I modsætning til boligpriserne på landsplan er udviklingen på det københavnske boligmarked bekymrende. Udviklingen på det samlede danske boligmarked dækker over store regionale forskelle. Priserne på enfamiliehuse i Region Hovedstaden er steget med mere end 5 pct. om året fra 2013, hvorimod udviklingen har været markant mere afdæmpet i fx Region Syddanmark, jf. figur 10 (venstre). For ejerlejligheder har de regionale forskelle været endnu større. Siden 2012 har prisstigningerne på lejligheder i København, der dækker omkring en tredjedel af ejerlejlighederne i Danmark, i lange perioder været langt over 10 pct. år til år, jf. figur 10 (højre).

De regionale forskelle afspejler bl.a., at der over en længere periode har været en tendens til, at stadig flere husholdninger har valgt at bosætte sig i landets største byer, særligt København. Udviklingen har presset priserne op i de større byer, jf. figur 11 (venstre). Samtidig har den nominelle fastfrysning af ejendomsværdiskatterne betydet, at der ikke har været en automatisk dæmper på

prisstigningerne, jf. nedenfor. Hermed har fastfrysningen bidraget til de meget store prisforskelle på boligpriserne på tværs af landet.<sup>2</sup>

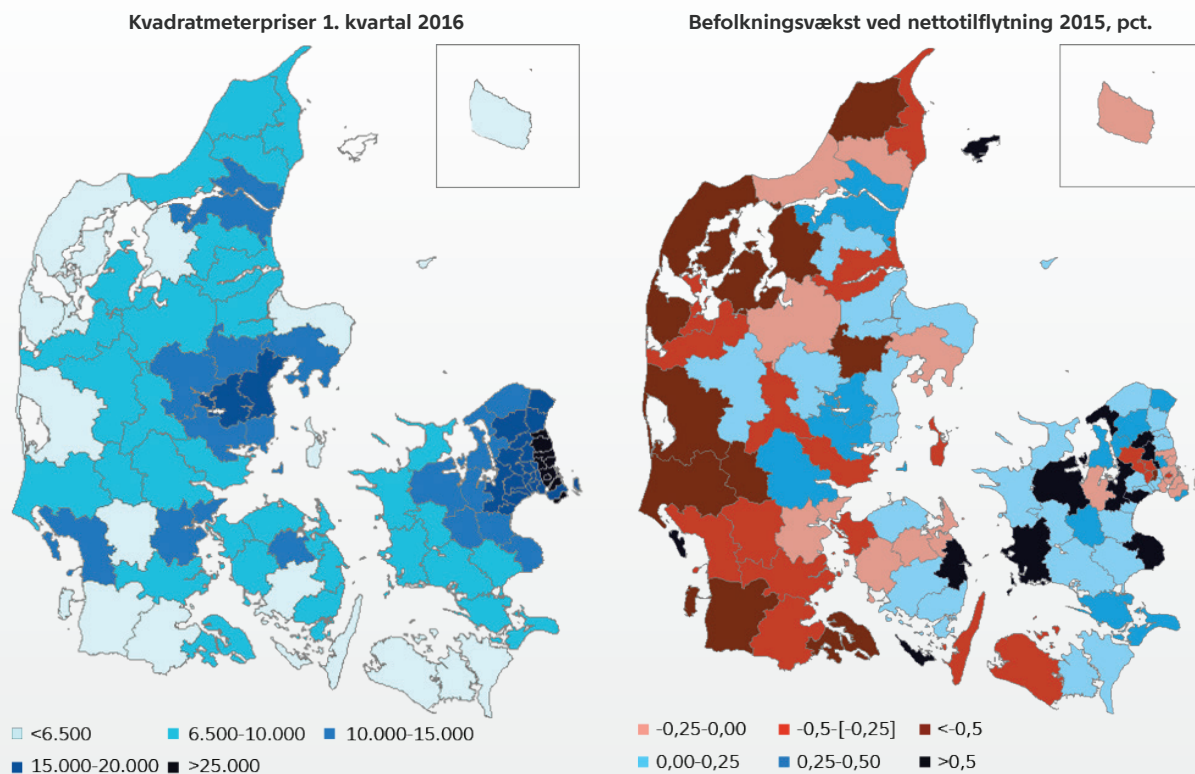
Prisniveauet i København synes at være kommet så højt op, at flere familier nu vælger at flytte til områder uden for København for derved at få råd til en større bolig. I 2015 var der en nettoaflytning fra kommunerne med de højeste boligpriser, jf. figur 11 (højre), mens der var en betydelig nettotilflytning<sup>3</sup> til østjyske og sjællandske kommuner, som ligger lidt væk fra de største byer, men med lavere boligpriser. Den samme bevægelse fandt sted i 2006-07. Derudover var der nettoaflytning fra landkommuner, bl.a. langs den jyske vestkyst. Udviklingen var en del af en generel urbaniseringstendens. I 2014 var nettotilflytningen koncentreret i kommunerne i umiddelbar nærhed af København. Boligefterspørgslen bliver således gradvist presset ud over landet. På trods af en negativ nettotilflytning til København vokser befolkningen i København, som følge af nettoindvandring fra udlandet og fødselsoverskud.

2 Store regionale prisforskelle kan betyde, at mobiliteten på arbejdsmarkedet falder, da det kan være vanskeligt at finansiere et boligkøb i København med salg af en bolig i en mindre provinsby.

3 Nettotilflytningen er fraregnet fødselsoverskuddet og nettoindvandringen fra udlandet.

## Geografiske forskelle i boligpriserne påvirker nettotilflytningen

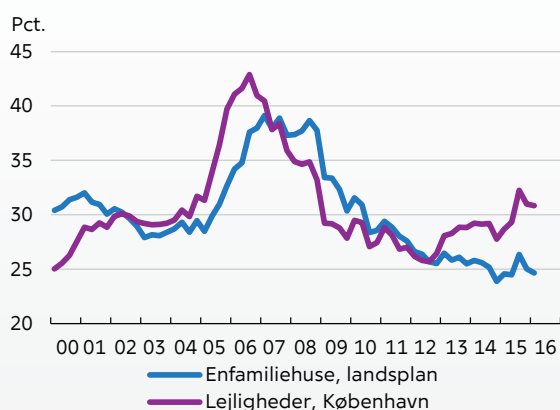
Figur 11



Kilde: Realkreditrådets Boligmarkedsstatistik, Danmarks Statistik og egne beregninger.

## Boligbyrden er steget i København

Figur 12



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2016. Boligbyrden ved køb af et enfamiliehus på 140 kvadratmeter og en ejerlejlighed på 72 kvadratmeter. Finansieringsomkostningerne er baseret på et fastforrentet realkreditlån med afdrag med tillæg af et bankfinansieret lån for den del, der ikke kan finansieres af realkreditlån. Den nationale disponible husstandsindkomst er anvendt.

Kilde: Danmarks Statistik, Realkreditrådets boligmarkedsstatistik, Realkredit Danmark, Skat, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

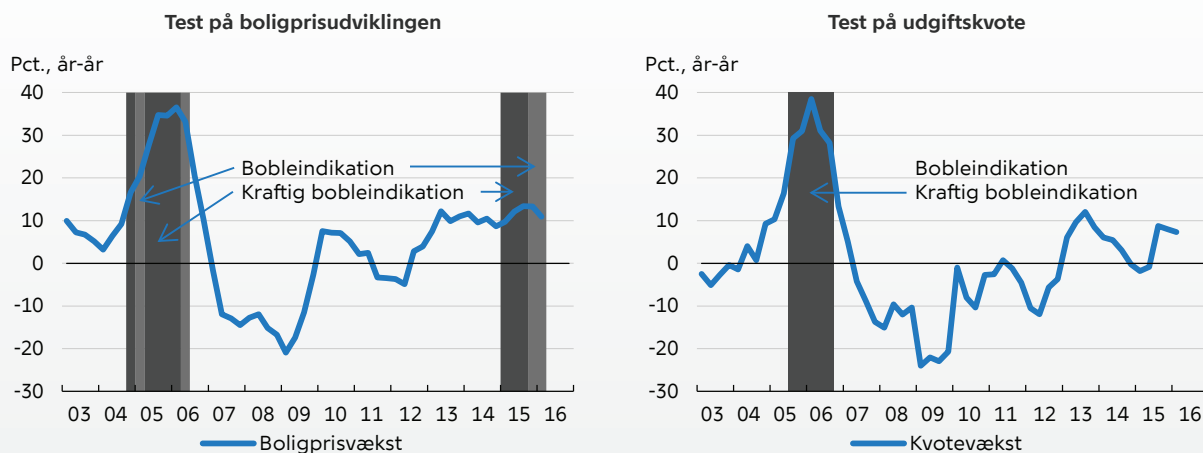
De store prisstigninger på boliger i København betyder, at boligbyrden baseret på lejlighedspriserne i København siden 2012 er steget langt mere end på landsplan. Niveauet er også kommet over, hvad der sås i årene før boligboblen, jf. figur 12.

Boligprisvæksten alene har faktisk været så kraftig, at en bobletest indikerer, at prisstigningerne delvist skyldes forventninger om højere fremtidige priser. Det var også tilfældet under opbygningen af boligprisboblen i 2000'erne, jf. figur 13 (venstre). Tages der højde for både indkomst- og renteutviklingen, kan det dog ikke afvises, at de hidtidige prisstigninger kan være holdbare, jf. figur 13 (højre). Det skal ses i lyset af de ekstraordinært lave boligmarkedsrenter.<sup>4</sup> Forud for sidste boligprisboble slog testen baseret på prisstigningerne alene ud først, nemlig i 4. kvartal 2004,

4 Med de ekstraordinært lave boligmarkedsrenter er testen ikke tæt på at indikere en boligprisboble under opbygning.

Delvise tegn på boligprisboble på ejerlejlighedsmarkedet i København

Figur 13



Anm.: Testen af Phillips mfl. (2015) er gennemført ved en estimation med et rullende vindue på 28 kvartaler. De grå-skraverede områder markerer perioder, hvor testen med henholdsvis 95 pct. og 99 pct. ikke kan afvise, at boligprisudviklingen er forenelig med en selvopfyldende boligprisboble. Laglængden er 2 for både boligprisudviklingen og boligindekset. De kritiske værdier følger ikke en standardfordeling og er simulerede og bestemt ved 5.000 simulationer. I indekset er husholdningernes disponible indkomst på landsplan anvendt som indkomstmål. Valget skyldes, at boligkøbere ofte bor i et andet geografisk område forud for købet, fx ved forældre køb.

Kilde: Egne beregninger.

mens testen slog ud noget senere, når der kontrolleres for fundamentale faktorer.

Samtidig er byggeaktiviteten høj i og omkring København, jf. figur 14. Det er nødvendigt for at dække boligefterspørgslen fra en befolkning, der vokser, og det medvirker isoleret set til at dæmpe prisstigningerne. Hvis prisudviklingen vender i løbet af de næste par år, fx hvis renterne stiger, kan det falde sammen med, at et betydeligt antal nye boliger bliver færdige. Det kan forstærke et eventuelt prisfald, som det sås i 2007-09.

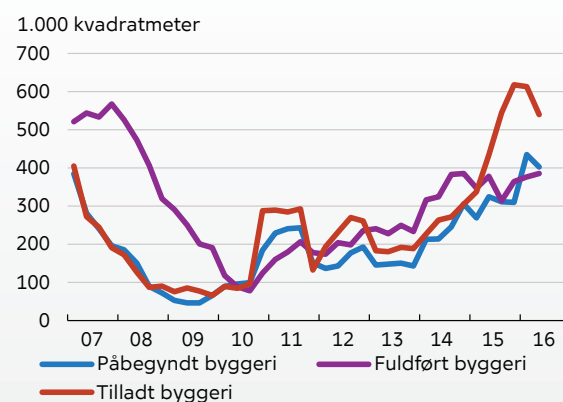
### Hvad sker der med boligpriserne, hvis renterne stiger?

Over de seneste årtier er det set flere gange, at boligrenterne på kort tid er steget med 1 procentpoint eller mere. Det er derfor relevant at se på boligprisudviklingen i de kommende år under forskellige scenarier for renteutviklingen. For landet som helhed er det vurderingen, at renterne skal stige ganske meget, før boligpriserne begynder at falde. Det københavnske boligmarked er formentligt mere sårbart over for uforudsete rentestigninger.

I Nationalbankens seneste prognose fra denne Kvartaloversigt forventes boligpriserne på landsplan at fortsætte med at stige med ca. 3 pct. årligt

Boligbyggeri i København by

Figur 14



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2016. Serierne er beregnet som summen over det seneste år. Seneste offentliggjorte observationer er typisk behæftet med stor usikkerhed.

Kilde: Danmarks Statistik og egen sæsonkorrektion.

i de kommende år som følge af fremgang i indkomsterne og kun lidt højere renter. Prognosen er baseret på Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA. Testes den forventede udviklingen i boligpriser og udgiftskvote for tegn på prisbobler, jf. boks 1, er der ingen tegn på, at udviklingen er uholdbar.

I et alternativt scenarie stiger de lange renter gradvist til 5 pct. i slutningen af 2018, dvs. til niveauet, der sås i 2011. Det er ca. 2 procentpoint over niveauet i grundscenariet, dvs. prognosen. Det kunne fx være en konsekvens af, at Den Europæiske Centralbank, ECB, stopper sine opkøbsprogrammer, før de pengepolitiske renter øges. De korte renter antages at følge grundscenariet. Den alternative renteutvikling betyder, at boligpriserne på landsplan i de kommende år vil vokse mindre end ellers, jf. figur 15. Antages også de korte renter at stige mere end i grundscenariet, vil boligpriserne på landsplan begynde at falde i slutningen af 2017.

Den Internationale Monetære Fond, IMF, har vist, at boligpriserne i bl.a. København er langt mere følsomme over for ændringer i renterne end boligpriserne på landsplan, jf. IMF (2016). Ifølge IMF kan det bl.a. skyldes, at det er vanskeligere at tilpasse udbuddet af boliger i tætbefolkede områder, og renteændringer vil derfor i højere grad slå igennem på priserne. Endvidere er prisen på jord formentlig mere rentefølsom end prisen på bygninger. Prisen på jord bestemmes af nutidsværdien af det fremtidige afkast, hvorfor renteændringer kapitaliseres fuldt ud. Prisen på bygninger bestemmes derimod af byggeomkostningerne, og finansieringsomkostninger udgør kun en mindre del heraf. Det betyder, at i områder, hvor jorden

udgør en større del af den samlede ejendomsværdi, som det fx er tilfældet i København, vil renteændringer påvirke ejendomsprisen mere end i andre områder. Endelig er finansieringsomkostninger større ved køb af dyre boliger, og derfor vil renteændringer medføre større nominelle udsving for dyre end for billigere boliger. Kombinationen af stor rentefølsomhed og en boligprisudvikling, der allerede er på grænsen til uholdbar, medfører en øget risiko for, at selv mindre, uforudsete rentestigninger kan afstedkomme prisfald.

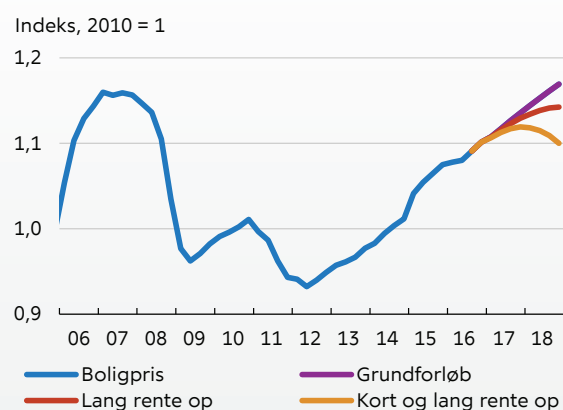
### Hvorfor er boligprisudsving et problem?

Boligpriser, der udvikler sig i overensstemmelse med fundamentale forhold, bl.a. indkomster og renter, er en del af en velfungerende markedsøkonomi. Der er dog vigtigt, at det sker i et roligt og afmålt tempo, idet udsving i boligpriser påvirker samfundsøkonomien generelt.

Højere boligpriser medfører, at de eksisterende boligejere bliver og føler sig rigere. Når boligpriserne stiger, skabes der øget friværdi i huset eller ejerlejligheden. Friværdi kan i et vist omfang belånes eller realiseres ved et salg af huset. Det har som konsekvens, at efterspørgslen efter andre varer og serviceydelser også stiger, ligesom det sætter mere skub i byggeriet af nye huse samt reparationer og vedligehold af eksisterende boliger og dermed øger efterspørgslen efter arbejdskraft.

Der har været flere tilfælde over de seneste årtier, hvor udviklingen på boligmarkedet har bidraget til en overophedning, senest med boligboblen i midten af 2000'erne. Her steg boligpriserne på landsplan med omkring 20 pct. om året. Der var til dels tale om selvopfyldende forventninger, hvor mange købere forventede fortsat stærk prisvækst og derfor var parate til at give en højere pris for boligen, som så steg i pris. Modstykket var, at nye boligejere betalte en højere pris og fik en større gæld. Stigende boligpriser giver derfor i et vist omfang anledning til en omfordeling af formue mellem generationer, jf. Bang-Andersen mfl. (2013). Udviklingen medførte endvidere en voldsom vækst i byggeriet af nye boliger og renovering af gamle og i det private forbrug. Beskæftigelsen steg og bidrog til et pres på lønningerne, der voksede hurtigere end hos vore konkurrenter i udlandet med en forværring af konkurrenceevnen til følge. Der blev således opbygget store ubalancer i dansk økonomi, som betød, at tilba-

**På landsplan skal renterne stige meget, før boligpriserne falder** Figur 15



Anm.: I forløbet "Lang rente op" antages de lange renter at stige med ca. 2 procentpoint til 5 pct. ultimo 2018, mens de korte renter følger grundforløbet. Rentekurven bliver således stejle. I forløbet "Kort og lang rente op" stiger alle renter med ca. 2 procentpoint mere end i grundforløbet.

Kilde: MONA og egne beregninger.

geslaget blev forstærket, da finanskrisen ramte i 2008, og økonomierne i hele den vestlige verden gik i stå samtidigt.

Punkteringen af boligboblen i 2007 var medvirkende til en lang periode med lavvækst og stigende arbejdsløshed, som dansk økonomi først de senere år langsomt er ved at komme ud af. Overophedningen har dermed bl.a. i form af tabt vækst i velstanden været dyr for det danske samfund.

Samtidig kan fald i boligpriserne have store konsekvenser for den enkelte boligejer. Hvis den øgede friværdi er blevet belånt, måske endda med afdragsfrie lån, kan boligejeren blive insolvent i den forstand, at gælden i huset overstiger værdien af huset. Den enkelte boligejer har derfor også en interesse i en stabil udvikling i boligpriserne. Er man boligejer, kan risikoen forbundet med boligprisudsving dog ikke fuldstændigt undgås. Disse forhold er i første omgang et problem for den enkelte boligejer, men sker det for mange samtidigt, kan det gå hen også at blive et mere generelt samfundsproblem, som kan true lånernes – det vil i første omgang sige bankers og realkreditinstitutters – sundhedstilstand. En sund og solid finansiel sektor er et vigtigt element i en robust samfundsøkonomi.

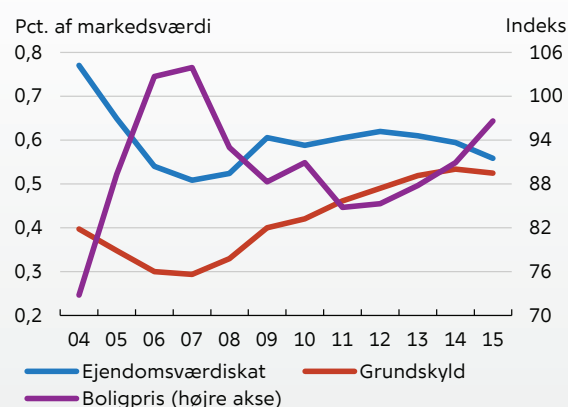
Store udsving i boligpriserne medfører endvidere, at det bliver lidt af et lotteri at træde ind og ud af boligmarkedet. Er priserne høje, når boligen købes, vil et efterfølgende fald give et tab, som kan påvirke den enkeltes situation i lang tid fremover, især hvis det bliver nødvendigt at sælge boligen og dermed realisere tabet fx ved skilsmisse eller jobskifte. Omvendt vil kraftigt stigende priser give en velstandsgevinst til de eksisterende boligejere, vel at mærke en gevinst som de ikke selv har bidraget til ved fx at arbejde mere. For førstegangskøberne bliver det derimod dyrere at komme ind på boligmarkedet. Alt i alt vil stærkt svingende boligpriser medføre et element af tilfældighed for den enkeltes økonomiske situation, så en rolig udvikling i priserne er også af den grund at foretrække.

## BOLIGSKATTER

Boligskatter virker som en automatisk stabilisator for boligmarkedet og samfundsøkonomien generelt, hvis den løbende skat står i forhold til

**De effektive boligskatter svinger modsat af boligpriserne**

Figur 16



Kilde: Egne beregninger på ejendomsregisterdata fra Danmarks Statistik.

boligens værdi. Samtidig er boligskatter mindre forvridende end andre skatter og hæmmer dermed den økonomiske vækst mindre, og de kan indbringe et relativt stabilt provenu til staten. Frem til introduktionen af skattestoppet i 2001 fulgte de betalte skatter de offentlige vurderinger af henholdsvis hele boligen og den isolerede grundværdi, så boligskatterne dæmpede boligprisudsvingene.

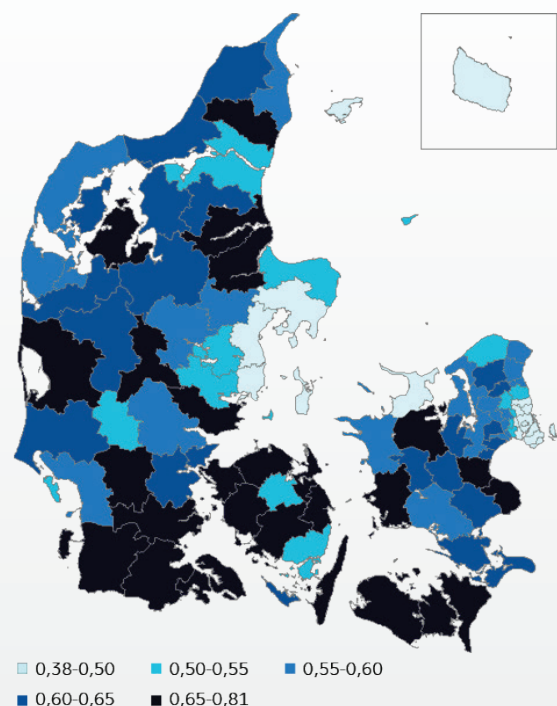
Den nominelle fastfrysning af ejendomsværdiskatten og i lidt mindre grad stigningsbegrænsningen for grundskylden har fjernet boligbeskatningens stabiliserende egenskab. Det fører til kraftigere udsving i boligpriserne – hvilket giver større makroøkonomiske udsving og mindre finansiel stabilitet – og medfører, at en større andel af det samlede skatteprovenu indkræves via andre, mere forvridende, skatter. Siden 2001 har de betalte boligskatter hverken fulgt markedsprisen eller vurderingerne. Hermed er den effektive sats generelt faldet, når boligpriserne er steget, og steget, når priserne er faldet, jf. figur 16. Boligskatterne bidrager altså ikke til at stabilisere boligpriserne.

### Ejendomsværdiskat

Ejendomsværdiskatten er en skat på afkastet af boligen, eller om man vil, af den husleje boligejeren sparer ved at eje huset. Skatten skal ses i sammenhæng med rentefradraget og beskatningen af kapitalindkomst mere generelt. Renteudgifter,

**De effektive satser for ejendomsværdiskatten er lavest omkring de store byer**

Figur 17



Anm.: Samlede betalte ejendomsværdiskatter i forhold til boligformuen opgjort til markedspris på kommuneniveau i 2015 i procent.

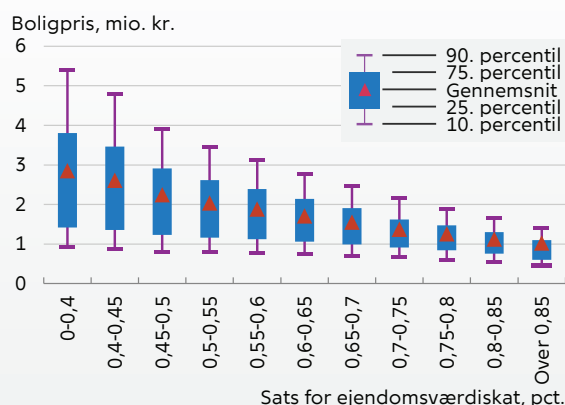
Kilde: Egne beregninger på baggrund af ejendomsregisterdata fra Danmarks Statistik.

dvs. negativ kapitalindkomst, på boliggæld kan fx trækkes fra i skat, uanset om boligen lejes ud eller benyttes til eget brug. Ejendomsværdiskatten sikrer, at både positiv og negativ kapitalindkomst relateret til ejerskab af en bolig beskattes, og mere generelt at skattesystemet ikke favoriserer én type investering frem for andre, fx boliginvestering frem for en investering i en virksomhed.<sup>5</sup>

Siden 2001 har de nominelle ejendomsværdiskatter været fastfrosset. Det har betydet, at den effektive skattesats, dvs. den betalte skat i forhold til boligens markedsværdi, er faldet. I 2001 betalte boligejerne 1 pct. af den offentlige ejendomsvurdering op til godt 3 mio. kr. og 3 pct. derover.<sup>6</sup> I 2015 var den gennemsnitlige effektive sats på

**Dyre boliger har en lavere sats for ejendomsværdiskatten**

Figur 18



Anm.: 10 pct. af boligerne i en given gruppe er billigere end den 10. percentil. 90 pct. af boligerne er billigere end den 90. percentil, mens 10 pct. er dyrere.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af ejendomsregisterdata fra Danmarks Statistik.

landsplan faldet til ca. 0,55 pct. af markedsværdierne, men med store forskelle på tværs af kommuner. I kommunerne omkring de store byer, hvor prisstigningerne har været stærkest, er de effektive satser lavest, jf. figur 17.

Boligpriserne i og omkring de store byer er endvidere højere end i resten af landet, så de effektive satser er typisk lavest for de dyreste boliger, jf. figur 18. Gruppen af boliger med en effektiv ejendomsværdiskattesats på under 0,4 pct. koster således i gennemsnit knap 3 mio. kr., og de 10 pct. dyreste boliger i gruppen koster over 5,3 mio. kr. Boliger med en effektiv sats på over 0,85 pct. koster derimod i gennemsnit kun ca. 1 mio. kr.

### Grundskyld

Grundskylden er en skat på grundarealer, dvs. at udskrivningsgrundlaget er værdien af grunden uden bygning. Beskatning af jord har en række samfundsøkonomiske fordele i forhold til de fleste andre skatteobjekter som fx indkomst eller rente- og aktieindkomst. Det skyldes grundlæggende, at jord er et skatteobjekt, som ikke kan flyttes og

<sup>5</sup> Skattestoppet er i sin udformning ikke symmetrisk. Boligskatterne blev fastfrosset nominelt, mens rentefradraget (skatten på negativ kapitalindkomst) og andre kapitalskatter ikke blev fastfrosset.

<sup>6</sup> Boligejere, der har købt før 1998, og pensionister får rabat, og derfor var de faktiske betalte ejendomsværdiskatter også før den nominelle fastfrysning lidt under 1 pct.

## To separate boligskatter reducerer forvridningstab, men er ikke afgørende for stabiliteten på boligmarkedet

Boks 2

To forskellige boligskatter kan forekomme kompliceret, og derudover kræver beskattningen af grundværdien en konkret fastsættelse af markedsværdien. Det kan være vanskeligt, idet der kun handles få ubebyggede grunde, jf. bl.a. Engberg-udvalget, og der har været en række eksempler, hvor to tilnærmelsesvis ens nabogrunde er blevet vurderet forskelligt. Skatteministeriet arbejder aktuelt med at udvikle et nyt vurderingssystem, som ved hjælp af en række statistiske metoder vil kunne estimere en markedspris for både hele boligen og grundværdien separat langt mere præcist end i dag.

En sammenlægning af de to boligskatter vil ikke umiddelbart påvirke stabiliteten på boligmarkedet, såfremt den samlede skat følger boligpriserne. En separat grundskyld og ejendomsværdiskat er således ikke afgørende i forhold til at stabilisere boligprisudsvingene.

Grundskylden er dog mindre hæmmende for økonomisk vækst i forhold til fx indkomstskatter, idet forvridningstab

er meget lille. Derudover er værdistigninger på jord ofte samfundsskabte, fx som følge af offentlige investeringer i infrastruktur eller ændringer i planloven, og skat på jord sikrer, at samfundet får en del af gevinsten. Endelig bidrager grundskylden til, at jord bliver anvendt effektivt, da grundskylden gør det dyrt at eje jord, som ikke anvendes, men fx holdes med henblik på spekulation.

Samles de to skatter til én, kan det endvidere have store fordelingsmæssige implikationer, afhængig af om jorden udgør en stor eller lille del af den samlede ejendomsvurdering. For boliger, hvor grundværdien udgør en relativt lille del, fx lejligheder og huse langt fra de store byer, vil den samlede skattesats formentligt blive langt højere end i dag.

En sammenlægning kan også betyde, at beskattningen af bygningsværdien bliver høj i forhold til omkostningerne ved nybyggeri og forbedringer. Det trækker i retning af et fald i disse.

1. Ikke-forvridende skatter påvirker hverken udbud eller efterspørgsel. Hermed vil skatten ikke medføre et samfundsøkonomisk effektivitetstab som hæmmer væksten. Fra en rent økonomisk synsvinkel er skat på jord derfor en af de bedste beskatningsformer.

der ved undgå beskattning, dvs. skat på jord er en såkaldt ikke-forvridende skat.<sup>7</sup> En indkomstskat kan man fx i et vist omfang undgå ved at arbejde mindre, hvilket går ud over værdiskabelsen i samfundet. I modsætning til de fleste andre skatter giver grundskyld derfor ikke et samfundsøkonomisk effektivitetstab, som hæmmer den økonomiske vækst. Fra en økonomisk synsvinkel er skat på jord derfor en af de bedste beskatningsformer. En separat grundskyld og ejendomsværdiskat er dog ikke afgørende for stabiliteten på boligmarkedet, jf. boks 2.

Netop det, at jord ikke kan flyttes, betyder, at ændringer i skattesatsen har meget stor betydning for prisen på jord. Faktisk er det sådan, at hvis grundskyldssatsen fx sættes ned eller helt afskaffes, vil prisen på jorden stige lige så meget som nutidsværdien af den lavere grundskyld i al fremtid. Hermed bliver det den eksisterende jordejer, som får hele gevinsten. Fremtidige jordejere får derimod reelt ikke en besparelse, idet købsprisen på jorden er steget så meget, at de løbende finansieringsomkostninger, dvs. renteudgifterne, modsvarer den lavere skat. Et samlet

fald i provenuet fra grundskyld vil endvidere kræve en stigning i beskattningen på andre områder, fx højere indkomstskatter. Ændringer i satsen for grundskyld – både op og ned – har derfor betydelige fordelingsmæssige konsekvenser mellem generationer.

Grundskylden er en kommunal skat og varierer på tværs af kommunerne. Den er i modsætning til ejendomsværdiskatten ikke fastfrosset, men følger de offentlige vurderinger af grundværdierne, om end med en forsinkelse, idet opkrævningen baseres på vurderinger, der ligger 2-3 år tilbage i tid.<sup>8</sup> Der er endvidere en stigningsbegrænsning over, hvor meget grundskylden må stige fra år til år.<sup>9</sup> Som konsekvens af forsinkelserne i opkrævningen og stigningsbegrænsningen er den effektive grundskyldssats i en række kommuner aktuelt lavere end den kommunalt bestemte sats.

### BOLIGSKATTER OG PRISUDSVING

Fastfrysningen af ejendomsværdiskatterne samt stigningsbegrænsningen for grundskylden fører til kraftigere udsving i boligpriserne.

7 Jordarealet er ikke helt fast, idet der kan indvindes ny jord. Jordskat kan gøre det mindre attraktivt at indvinde ny jord, og dermed virke forvridende, men betydningen er lille.

8 Der er ikke lavet nye vurderinger siden 2011, idet Skatteministeriet arbejder på et nyt vurderingssystem.

9 Reguleringsprocenten kan højst udgøre 7 pct. For 2016 er reguleringsprocenten for ejerboliger fastsat til 0 pct.

## Hvad er konsekvensen af den nominelle fastfrysning?

Fastfrysningen af ejendomsværdiskatterne har elimineret deres stabiliserende effekt på boligpriserne, dvs. den har fjernet en vigtig automatisk dæmper på prisudsvingene. Det skyldes, at som følge af fastfrysningen vil en højere boligpris ikke øge de skatter, som en boligkøber skal betale. Uden fastfrysningen vil boligkøbere stå over for at skulle betale højere boligskat, hvis boligpriserne stiger. Det reducerer deres betalingsvilje. Falder boligpriserne, sker det modsatte.

Uden en automatisk dæmper på boligprisudsvingene øges risikoen for boligprisbobler. I en række undersøgelser vises, at husholdningernes forventninger til udviklingen i boligpriserne i vid udstrækning påvirkes af den seneste prisudvikling, jf. Dam mfl. (2011). Det betyder, at hvis priserne stiger kraftigt, vil husholdningerne typisk forvente, at stigningerne fortsætter. Det øger risikoen for, at boligprisudviklingen bliver selvopfyldende, dvs. forventningen om højere priser i morgen driver priserne op i dag. Det understreger vigtigheden af, at boligskattevirksomheden virker som en automatisk dæmper på boligprisudsving.

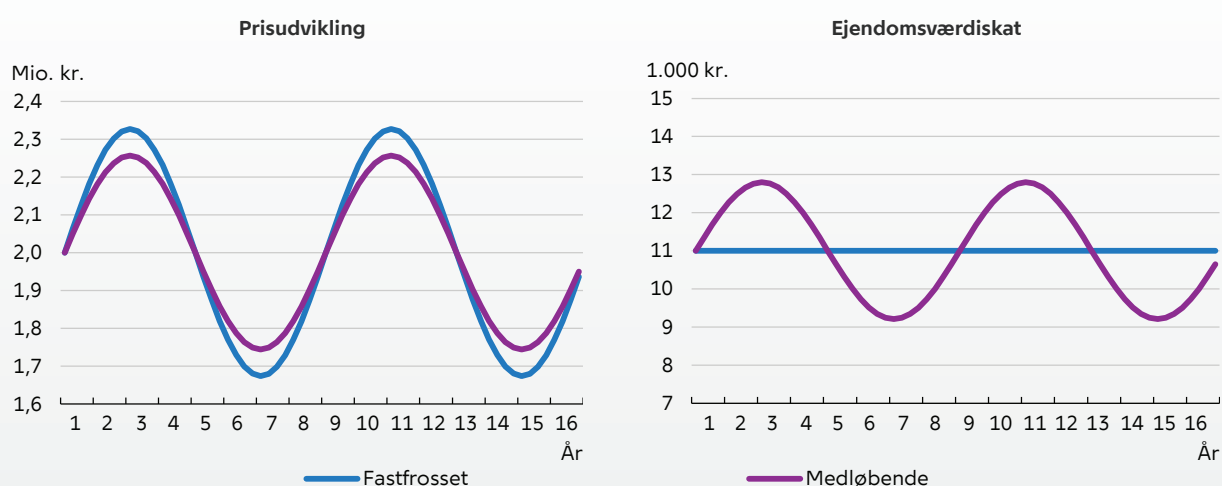
Størrelsen af den automatiske stabilisering fra boligskattevirksomheden kan illustreres ved et eksempel. Givet fastfrysningen betaler boligejerne i gen-

nemsnit ca. 0,55 pct. af boligens markedsværdi i ejendomsværdiskat, dvs. for en bolig til 2 mio. kr. betales der ca. 11.000 kr. årligt. Baseret på størrelsen af udsvingene siden fastfrysningen af ejendomsværdiskatterne efter 2001 vil en sådan bolig svinge med ca. 325.000 kr. i begge retninger, så længe ejendomsværdiskatterne er fastfrosset. Såfremt mulige købere af boligen står over for en boligskat, som svinger med boligprisen, dvs. at købere skal betale 0,55 pct. af købsprisen i ejendomsværdiskat, vil boligprisudsvingene kunne reduceres til ca. 255.000 kr. i begge retninger, jf. figur 19. Det svarer til, at udsvingene reduceres med ca. 22 pct.

Ud over at fjerne en vigtig automatisk dæmper på boligprisudsvingene har fastfrysningen øget boligpriserne og dermed bidraget til en balanceoppustning blandt husholdningerne. I takt med at prisniveauet stiger, falder den reale værdi af ejendomsværdiskatterne. Det øger boligpriserne i forhold til indkomsten, da sparede ejendomsværdiskatter kan bruges til at servicere en højere gæld. Fastfrysningen bidrog således til boligboblen i midt 2000'erne og forstærkede den efterfølgende makroøkonomiske nedtur, jf. Andersen mfl. (2014). Endelig vil statens provenu gradvist blive udhulet, hvorfor andre mere forvridende skatter skal sættes op.

Medløbende boligskatte for boligkøbere dæmper boligprisudsving

Figur 19



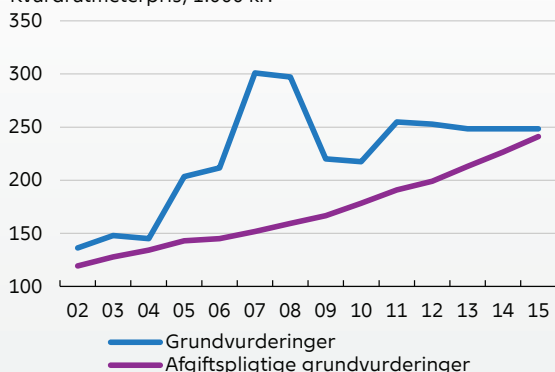
Anm.: Beregningerne er lavet med udgangspunkt i en cykel, der er matchet standardafvigelsen i prisstigningstakterne på enfamiliehuse over perioden 2002-15. Cyklen har en periode på 32 kvartaler. Beregningerne forudsætter, at ændringerne i ejendomsværdien kapitaliseres fuldt ud i priserne, hvilket vil sige, at der ikke er nogen tilpasning i boligmassen.

Kilde: Egne beregninger.

### Grundvurderinger og afgiftspligtige grundvurderinger, gennemsnit på landsplan

Figur 20

Kvadratmeterpris, 1.000 kr.



Anm.: De afgiftspligtige grundvurderinger baseres på vurderinger, der ligger ca. to år bagud. Siden 2003 har den afgiftspligtige grundværdi højst måtte stige med reguleringsprocenten.

Kilde: SKAT's vurderingsstatistik og egne beregninger.

Grundskylden er ikke fastfrosset, men som konsekvens af stigningsbegrænsningen svinger den betalte grundskyld ikke nødvendigvis med boligpriserne. Faktisk steg den betalte grundskyld i perioden 2008-10, hvor boligpriserne faldt kraftigt. Det var en konsekvens af, at de afgiftspligtige grundvurderinger i årene 2005-08 steg langt mindre end de faktiske vurderinger som følge af stigningsbegrænsningen, jf. figur 20. Der var derfor et efterslæb, som skulle indhentes. Den stigende betaling af grundskyld forstærkede boligprisfaldet i perioden 2008-10. Forløbet havde været mere hensigtsmæssigt, om stigningerne i stedet var indtruffet i den foregående periode, hvor priserne steg kraftigt.

Udsving i boligpriserne dæmpes, når de løbende boligskatte står i forhold til boligens værdi. For at reducere boligprisudsving skal de betalte boligskatte altså svinge. For den enkelte boligejer er der fordele ved stabilitet i både boligpriserne og betalingerne af boligskatte, men de to forhold er ikke nemme at forene. Der er imidlertid en måde, hvor der kan opnås stabilitet i betalingerne uden, at det virker destabiliserende for boligmarkedet, jf. De Økonomiske Råd, DØR, (2016). Det kan fx gøres ved at give mulighed for, at stigninger i de løbende boligskatte ud over fx lønstigningstakten kan indefrys, dvs. betalingen

### Udsving i de betalte boligskatte kan dæmpes

Boks 3

Højere løbende boligskatte skyldes, at boligpriserne er steget, og boligejerne derfor har fået en kapitalgevinst. Såfremt de løbende indtægter ikke er tilstrækkelige til at betale boligskatte, kan friværdien belånes, og lånet kan anvendes til at betale de højere løbende skatte.<sup>1</sup> I stedet for at låne i banken, har fx De Økonomiske Råd, DØR, foreslået, at stigninger i boligskatte ud over fx lønstigningstakten kan udskydes mod pant i boligen, jf. DØR (2016). Det svarer til, at boligejerne kan låne af det offentlige. De udskudte boligskatte skal forrentes med en markedsrente og betales, når boligen sælges.<sup>2</sup> Hvis man har udskudt boligskat, betyder det, at boligen er steget i værdi, så man ved salg realiserer en kapitalgevinst, som bl.a. kan benyttes til at betale udskudte boligskatte. For boligkøbere vil størrelsen af de løbende boligskatte blive fastsat ud fra den seneste ejendomsvurdering eller evt. handelsprisen. Hermed vil fx stigende boligpriser reducere boligkøberes betalingsvilje, hvilket vil virke dæmpende på boligpriserne. Det skal understreges, at stabilitet i de samlede (nominelle) boligudgifter for den enkelte ejer også kræver, at boligen er finansieret med fastforrentede lån. Rentebetalingerne på variabelt forrentede lån kan svinge væsentligt mere end betalingen af boligskat.

1. Kapitalgevinsten vil under rimelige antagelser altid være større end nutidsværdien af de højere løbende skatte. Samlet set stilles boligejeren altså ikke dårligere.
2. Idet de udskudte boligskatte forrentes med en markedsrente, vil der kun være meget små om nogen indlånsningseffekter.

kan udskydes, indtil boligen sælges, jf. boks 3.

Ved første øjekast kan samme fordel opnås ved at afskaffe de løbende boligskatte og i stedet indføre en ejendomsavanceskat, dvs. en skat på den gevinst en boligejer får, hvis salgsprisen er større end købsprisen. En sådan skat skal først betales, når boligejeren realiserer en gevinst. En avanceskat dæmper dog ikke boligprisudsving, som også er til ulempe for husholdningerne, især for førstegangskøbere der skal ind på boligmarkedet. Endvidere er der en lang række andre problemer med en sådan skat. En avanceskat må klart frarådes som erstatning for de løbende boligskatte, jf. boks 4.

En ejendomsavanceskat er en skat på den gevinst, som boligejeren får, hvis salgsprisen overstiger købsprisen, efter der er korrigeret for forbedringer af boligen. Skatten kan eventuelt udskydes, indtil boligejeren træder helt ud af ejerboligmarkedet. En sådan beskatning har imidlertid store ulemper.

- Avancebeskatning dæmper ikke boligprisudsving. Skatten betales af den eksisterende boligejer, når boligen sælges. Det reducerer ikke boligkøbernes betalingsvilje, og derfor vil en avanceskat ikke dæmpe udsvingene i boligpriserne, modsat en beskatning der løbende følger boligens værdi. Faktisk trækker en avanceskat i retning af større udsving på boligmarkedet. Boligejere, hvis hus er steget i værdi, siden de købte, ønsker ikke at sælge, for så kan de rentefrit udskyde skattebetalingen.<sup>1</sup> Der udbydes således færre huse til salg, når boligpriserne stiger, hvilket presser priserne yderligere op, mens det omvendte gør sig gældende ved faldende boligpriser.<sup>2</sup>
- Avancebeskatning giver indlåsnings effekter. Muligheden for rentefrit at kunne udskyde skattebetalingen medfører endvidere, at en avanceskat vil give store indlåsnings effekter, dvs. boligejeres incitament til at flytte mindskes. Indlåsnings effekten bliver særlig kraftig, i det omfang at boligejerne tænker i muligheden for, at beskatningen eventuelt afskaffes igen. Det giver mindre mobilitet på arbejdsmarkedet og presser boligpriserne op.
- Avancebeskatning svækker de offentlige finanser. Skatten skal først betales på et fremtidigt salgstidspunkt, hvilket giver en markant skatteudskydelse og svækker de offentlige finanser på kort og mellemlangt sigt, men formentlig også på langt sigt. Skal det nuværende provenu fra ejendomsbeskatningen opretholdes på langt sigt, vil det kræve endog meget høje skatteprocenter

på de fremtidige avancer.<sup>3</sup> Hertil kommer, at størrelsen af det årlige provenu bliver mere usikkert. Medmindre skatteudskydelsen lægges ind som et pant i boligen, er der desuden ingen sikkerhed for, at boligejeren til sin tid rent faktisk vil kunne betale skatten, som kan vokse sig meget stor i takt med, at de nominelle boligpriser stiger over tid.

- Avancebeskatning giver administrative udfordringer. En avanceskat vil give sælger et incitament til, at der betales "penge under bordet", for at få den registrerede salgspris og dermed skattebetalingen ned. Hertil kommer, at der skal være et system til at holde styr på fradrag for udgifter til forbedringer. Giver der ikke fradrag for forbedringer, vil det give et incitament til at lade ejendommen forfalde.
- Avancebeskatning er vanskelig at indføre initialt. En avanceskat bygger på en købs- og salgspris, men historiske købspriser kan ikke bruges, idet boligejere frem til i dag allerede har betalt en løbende boligbeskatning. Derfor skal der estimeres en købspris. Hermed bliver avanceskatten for eksisterende boligejere meget afhængig af den offentlige vurdering i begyndelsesaaret.

Alt i alt er problemerne ved en ejendomsavancebeskatning så store, at den ikke kan anbefales. Den mest hensigtsmæssige beskatning af ejerboliger er en løbende ejendoms værdiskat samt grundskyld, sådan som det var tilfældet før 2002, evt. suppleret med muligheden for en indfrysningss ordning, der sikrer, at de løbende skattebetalinger ikke svinger for voldsomt. Det vil sikre, at boligskatten stiger, når ejendomspriserne stiger, og omvendt. Det er centralt for at boligskatterne bidrager til at stabilisere boligpriserne.

1. I princippet kunne den ikke-betalte avanceskat forrentes, men i realiteten vil et sådant system være meget vanskeligt.

2. Argumentationen er udbygget i Skattekommissionens rapport, Lavere skat på arbejde, fra februar 2009, side 271.

3. Ifølge en beregning foretaget af Skatteministeriet skal skattesatsen på ejendomsavancer være omkring 70 pct. for at opretholde et uændret provenu på langt sigt, jf. svar til spørgsmål fra Finansudvalget – spørgsmål nr. 6 til aktstykket 77 af 15. april 2016.

## LITTERATUR

Andersen, Asger Lau, Charlotte Duus og Thais Lærkholm Jensen (2014), Household debt and consumption during the financial crisis: Evidence from Danish micro data, *Danmarks Nationalbank. Working Papers*, nr. 89.

Bang-Andersen, Jens, Tina Saaby Hvolbøl, Paul Lassenius Kramp og Casper Ristorp Thomsen (2013), Forbrug, indkomst og formue, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 2.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hou-

gaard Thamsborg (2011), De senere års udvikling på ejerboligmarkedet: Kan boligpriserne forklares? Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, del 2.

De Økonomiske Råd (2016), *Dansk økonomi*, forår.

Phillips, Peter C. B., Shuping Shi og Jun Yu (2015) Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500, *International Economic Review*, vol. 56.

# GEOGRAFISK JOBMOBILITET OG LØNFLEKSIBILITET

Mark Strøm Kristoffersen, Økonomi og Pengepolitik

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Fleksibilitet på arbejdsmarkedet er en væsentlig forudsætning for en stabil makroøkonomisk udvikling. En stabil udvikling i produktion, ledighed og beskæftigelse fordrer, at lønningerne kan tilpasses den aktuelle situation, og at ressourcerne i økonomien anvendes effektivt. Øget fleksibilitet kan også reducere den strukturelle ledighed, altså det niveau for ledigheden, der er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling på langt sigt.

Den konsekvente, danske fastkurspolitik siden 1982 kan have bidraget til udviklingen af et mere fleksibelt arbejdsmarked, da der ikke længere er forventninger om, at nedskrivninger af valutakursen kan modvirke effekten af høje lønstigninger på konkurrenceevnen. Det kan have tilskyndet til at skabe et fleksibelt arbejdsmarked med mere decentral løndannelse og nye lønsystemer, hvor lønningerne kan tilpasses de aktuelle forhold.

I den nuværende situation er lønfleksibilitet og smidige strukturer på arbejdsmarkedet afgørende for det igangværende opsving, så fremgangen i dansk økonomi ikke hæmmes af flaskehalse og friktioner. Der er flere tegn på et stigende pres på arbejdsmarkedet. Det gælder særligt inden for bygge- og anlægssektoren, der traditionelt er meget konjunkturfølsom, men på det seneste også inden for industrien. Danmark har aktuelt en god konkurrenceevne, og der er plads til lidt højere lønstigninger i de kommende år i takt med øget pres på arbejdsmarkedet.

I Kristoffersen (2016) foretages et detaljeret empirisk studie af to afgørende aspekter af fleksibilitet på arbejdsmarkedet: geografisk jobmo-

bilitet og lønfleksibilitet. I denne oversigtsartikel sammenfattes analysens vigtigste resultater og konklusioner.

Selv om danske lønmodtagere har en relativt stor tilbøjelighed til at skifte job, ligger den geografiske jobmobilitet kun på et moderat niveau i en international sammenligning. Geografisk jobmobilitet er central, hvis arbejdskraften skal fordeles effektivt på tværs af landet, og hvis regionale flaskehalsproblemer skal undgås.

Ledighedsforsikrede lønmodtagere er mindre geografisk jobmobile end lønmodtagere, der ikke er forsikret imod ledighed. Forskellen er særligt udtalt for yngre lønmodtagere, men de seneste 25 års arbejdsmarkedsreformer synes at have forbedret den geografiske jobmobilitet. Det gælder især blandt ledighedsforsikrede lønmodtagere, der rammes af ledighed.

Lønfleksibilitet er et andet vigtigt aspekt af den samlede fleksibilitet på arbejdsmarkedet. I en række lande findes begrænsninger, fx lovgivningsmæssige, som gør det vanskeligt at tilpasse lønningerne i nedadgående retning. Disse begrænsninger udgør en barriere for lønfleksibiliteten. I Danmark er lønningerne relativt fleksible nedad sammenlignet med andre lande. Det gælder både de nominelle lønninger, dvs. lønnen i kroner og øre, og de reale lønninger. I et fastkursregime som det danske er det særligt vigtigt, at lønninger og priser kan tilpasses til den aktuelle økonomiske situation.

Det danske arbejdsmarked skiller sig ud i en international sammenligning, da det både er ka-

rakteriseret ved en relativt høj organisationsgrad og en fleksibel løndannelse. Det skal både ses i lyset af den danske arbejdsmarkedsmodel, hvor arbejdsmarkedets parter kollektivt forhandler løn- og arbejdsvilkår, og udviklingen i retning af decentrale lønforhandlinger siden slutningen af 1980'erne. Lønfleksibiliteten er især høj i de eksportorienterede erhverv.

I begyndelsen af konjunkturedgange udviser reallønningerne historisk en vis træghed nedad, men den nedadrettede lønfleksibilitet øges i løbet af konjunkturedgangen. Det så man også i euroområdet under den finansielle krise fra 2008 og frem, hvor løntilpasningen var forholdsvis begrænset i den første fase af krisen. Lønningerne reagerede derimod mere i senere faser af krisen.

## GEOGRAFISK JOBMOBILITET

Det danske arbejdsmarked er karakteriseret ved en såkaldt flexicuritymodel, jf. fx Pedersen og Riishøj (2007) og Andersen og Svarer (2008). Den består af tre hovedelementer: stor fleksibilitet i arbejdsgiverens ret til at afskedige og ansætte medarbejdere, et udstrakt økonomisk sikkerhedsnet i tilfælde af arbejdsløshed samt en aktiv

arbejdsmarkedspolitik, hvor den lediges ret til at modtage kompensation ved arbejdsløshed modsvares af pligt til aktivt at søge job og deltage i jobrelaterede aktiviteter.

Tidligere studier viser dog, at det danske arbejdsmarked ikke skiller sig positivt ud, hvad angår den geografiske mobilitet. Tværtimod finder Det Økonomiske Råd (2002), at den geografiske mobilitet ligger i den lave ende i en international sammenligning, på trods af de danske lønmodtagers relativt store tilbøjelighed til at skifte job.

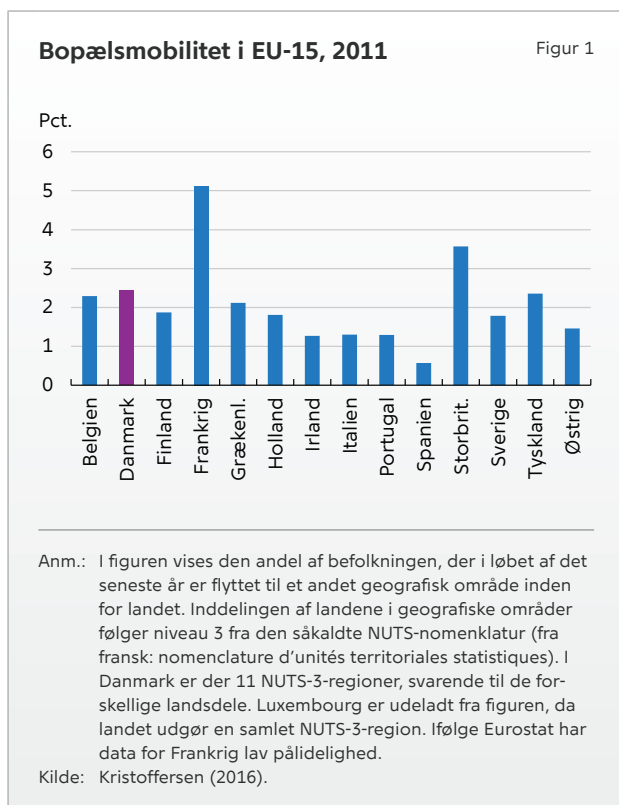
Andelen af den danske befolkning, der fra 2010 til 2011 flyttede til en anden del af landet, ligger omkring gennemsnittet for EU-15, jf. figur 1. Men sammenlignet med fx Australien og USA er den geografiske mobilitet lav i EU, både inden for og på tværs af lande, jf. Bonin mfl. (2008) og OECD (2007). Europa-Kommissionen (2008) finder ligeledes, at de europæiske lønmodtagers tilbøjelighed til at flytte til et andet land eller til en anden region inden for landet er meget mindre end i USA.

### LØNMODTAGERE OG MOBILITET

Jobmobiliteten i Danmark steg markant i perioden 2005-07, hvorimod den faldt tilbage i den efterfølgende konjunkturedgang, jf. figur 2. I perioden 2010-12 steg jobmobiliteten igen. Der har været en tendens til, at jobmobiliteten har været stigende i konjunkturopgange og aftagende i nedgange. Jobmobiliteten lå på omkring 20 pct. i perioden 1981-2004, hvis denne defineres som andelen af lønmodtagerne, der skifter arbejdssted inden for et år, jf. boks 1. Faldet i jobmobiliteten i perioden efter 2007 kan delvist afspejle, at jobmobiliteten i årene forinden blev så høj, at virksomhederne havde vanskeligt ved at fastholde de nødvendige kompetencer, der opbygges i løbet af et ansættelsesforhold.

Den geografiske jobmobilitet steg fra omkring 7 pct. i begyndelsen af 1980'erne til omkring 15 pct. i 2012, jf. figur 2. Størsteparten af stigningen er indtruffet i perioden efter 2004. De konjunkturrelle udsving i den geografiske jobmobilitet følger udsvingene i jobmobiliteten generelt, så den forbedres gennem konjunkturopgange og forværres en anelse gennem konjunkturedgange.

Der er dog stor forskel på den geografiske jobmobilitet på tværs af befolkningsgrupper. Mænd er generelt mere geografisk jobmobile end kvinder, jf. figur 3. Der er desuden tydelige tegn



Analyserne i artiklen er foretaget ved brug af registerdata fra Danmarks Statistik. Det gør det muligt at koble lønmodtagere og deres arbejdsgivere. Som udgangspunkt består populationen af alle beskæftigede i Danmark i alderen 15-66 år.

I analyserne af den geografiske jobmobilitet benyttes primært data fra Den Integrerede Database for Arbejdsmarkedsforskning, IDA, der opgør samtlige ansættelsesforhold i november hvert år, jf. Danmarks Statistik (1991). I analyserne indgår samtlige lønmodtagere, hvor arbejdsstedets geografiske placering (kommune) observeres i to på hinanden følgende år. Dog indgår hverken selvstændige eller lønmodtagere, hvis arbejdssted skifter adresse sammenlignet med året før. Data dækker perioden 1980-2012. Den geografiske jobmobilitet opgøres med en indikator for, hvorvidt den enkelte lønmodtager har skiftet til et arbejdssted i en anden kommune i løbet af det forgangne år.<sup>1</sup> Strukturreformen med virkning fra 2007 medfører et brud i kommuneinddelingen. For at få en konsistent tidsserie er landet inddelt i de 98 efter-reform-kommuner i hele perioden 1981-2012, jf. Kristoffersen (2016). I den endelige stikprøve indgår 58.679.755 observationer.

I analyserne af lønfleksibilitet benyttes hovedsageligt data fra Lønstatistikens Serviceregister, jf. Danmarks Statistik (2015). Registeret indeholder oplysninger om lønmod-

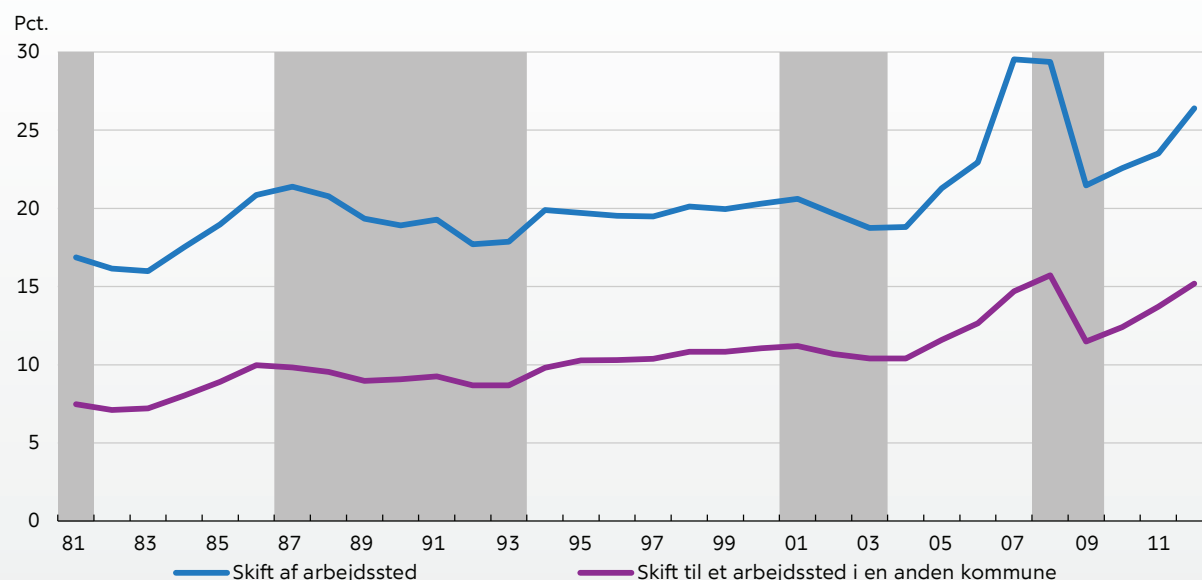
tagere ansat i virksomheder med en beskæftigelse svarende til ti eller flere fuldtidsbeskæftigede, der har været ansat i mindst en måned med en gennemsnitlig ugentlig arbejdstid på mere end otte timer. Ansatte inden for landbrug og fiskeri er ikke indeholdt i registeret. Desuden er det et krav, at lønmodtagerne er ansat på "normale vilkår". Det udelukker fx lønmodtagere, der aflønnes efter en usædvanlig lav sats som følge af handicap eller lignende, samt lønmodtagere, der ikke beskattes på almindelige betingelser i Danmark.

I Lønstatistikens Serviceregister optræder samtlige ansættelsesforhold for hvert individ i løbet af året, men i analyserne fokuseres udelukkende på ansættelsesforholdet med flest præsterede timer i løbet af året. Lønfleksibiliteten opgøres på baggrund af ansatte i den private sektor med samme arbejdsgiver som året før.<sup>2</sup> Denne afgrænsning er foretaget for at fokusere på lønfleksibiliteten inden for enkelte ansættelsesforhold. Data dækker perioden 1997-2010. I den endelige stikprøve indgår 6.449.162 observationer. Virksomhederne grupperes i 19 brancher, og graden af nedadrettede lønstivheder er estimeret for 10 af disse brancher. Det anvendte lønbegreb er som udgangspunkt den såkaldte smalfortjeneste pr. time. Smalfortjenesten er den del af lønnen, der udbetales løbende, og som ikke har karakter af betalinger for fravær eller gene.

1. Der findes også andre mål for geografisk jobmobilitet, fx pendlingsafstand, ligesom der kunne benyttes en alternativ geografisk inddeling, jf. diskussionen i Kristoffersen (2016). Dansk Arbejdsgiverforening (2013) betragter pendlingsafstanden og konkluderer på den baggrund, at den geografiske mobilitet i Danmark er moderat.
2. Se Økonomi- og Indenrigsministeriet (2014) for et nyligt dansk studie med fokus på lønmobiliteten blandt lønmodtagere, der skifter job. I overensstemmelse med resultaterne i denne artikel finder de, at lønmobiliteten er relativt høj på det danske arbejdsmarked.

## Jobmobilitet og geografisk jobmobilitet

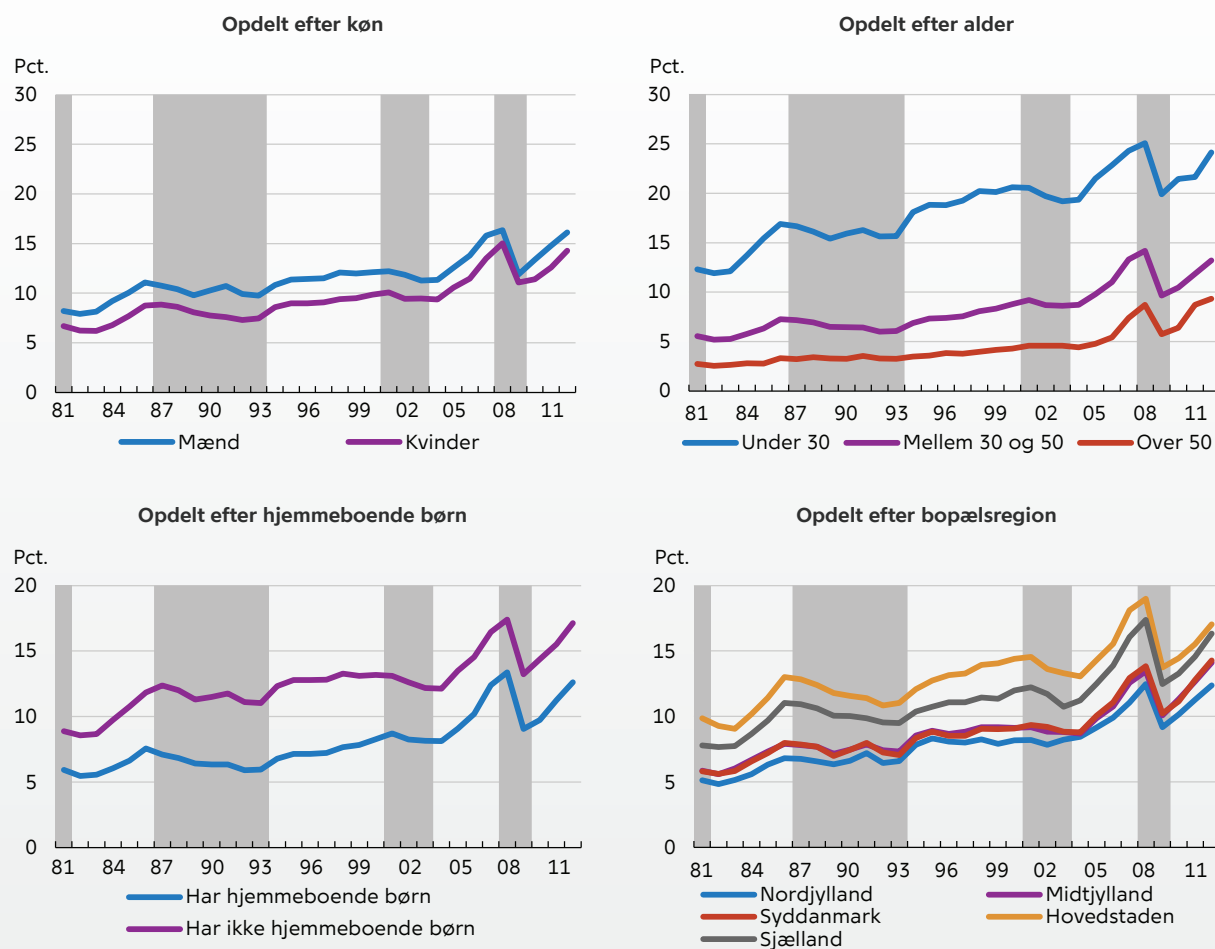
Figur 2



Anm.: Den blå kurve viser jobmobiliteten opgjørt som andelen af beskæftigede lønmodtagere, der har skiftet arbejdssted i forhold til året før. Den lilla kurve viser den geografiske jobmobilitet opgjørt som andelen af beskæftigede lønmodtagere, der har skiftet til et arbejdssted i en anden kommune i forhold til året før. De grå områder viser perioder med konjunkturedgang, jf. Abildgren mfl. (2011).  
Kilde: Kristoffersen (2016).

## Geografisk jobmobilitet og personlige karakteristika

Figur 3



Anm.: I figuren er vist andelen af beskæftigede lønmodtagere, der har skiftet til et arbejdssted i en anden kommune (efterreform) i forhold til året før. De personlige karakteristika er opgjort året før. Bopælsregion henviser til efter-reform-regionen, se Kristoffersen (2016) for yderligere forklaring. De grå områder viser perioder med konjunkturedgang, jf. Abildgren mfl. (2011).  
Kilde: Kristoffersen (2016).

på, at det særligt er de yngre lønmodtagere, der er villige til at finde arbejde i en anden kommune, mens personer med hjemmeboende børn udviser mindre geografisk jobmobilitet. Det illustrerer, at de yngre lønmodtagere udgør en vigtig del af et fleksibelt arbejdsmarked.

Lønmodtagere bosat i hovedstadsregionen er mere geografisk jobmobile end lønmodtagere i resten af landet, især sammenlignet med Nordjylland. Det skal ses i lyset af, at den geografiske afstand mellem kommuner er større i Nordjylland end i hovedstadsregionen. Derfor vil et skifte til en arbejdsplads i en anden kommune oftere kræve et bopælsskifte i Nordjylland sammenlignet med hovedstadsregionen. Stigningen i den samlede geografiske jobmobilitet for hele landet kan

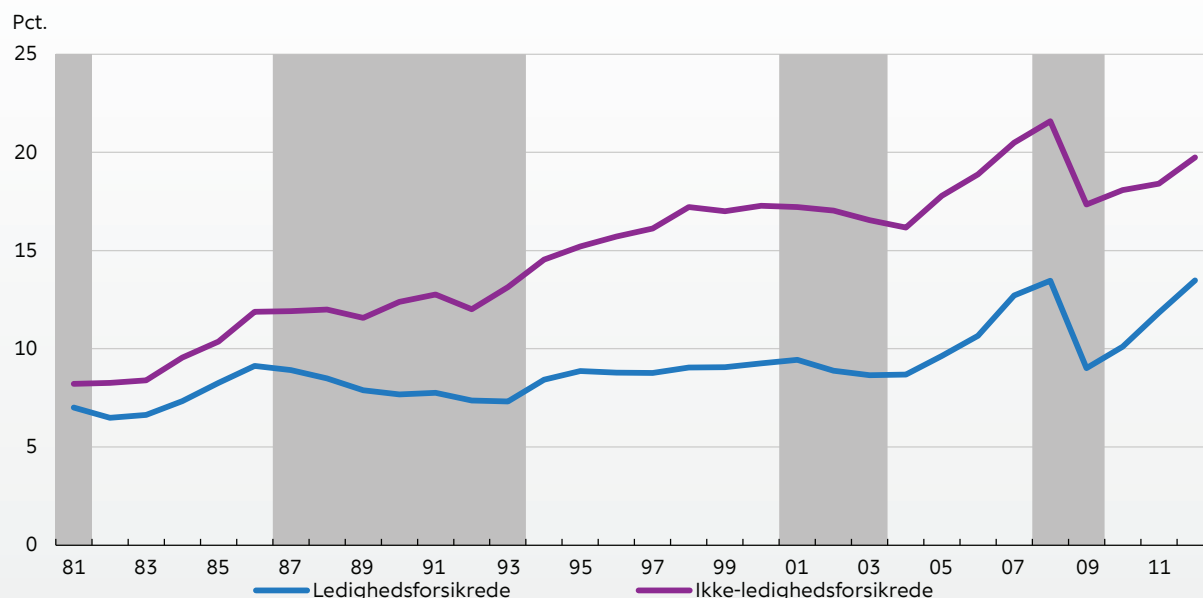
derfor delvist afspejle en tendens til, at en række lønmodtagere flytter fra land- til byområder.

Lønmodtagere med ledighedsforsikring har en lavere sandsynlighed for at skifte til et arbejdssted i en anden kommune end lønmodtagere uden ledighedsforsikring, jf. figur 4. Forskellen i den geografiske jobmobilitet mellem de to grupper er omkring 6 procentpoint i gennemsnit over perioden 1981-2012. Det svarer til omkring 60 pct. af den samlede geografiske jobmobilitet, der ligger på et niveau omkring 10 pct., jf. figur 2.

Der er dog en lang række forskelle mellem gruppen af ledighedsforsikrede og gruppen af ikke-ledighedsforsikrede. Det gælder eksempelvis deres beskæftigelsehistorik og alderssammensætning. For at få et nærmere indblik i sam-

Geografisk jobmobilitet og ledighedsforsikring

Figur 4



Anm.: I figuren er vist andelen af beskæftigede lønmodtagere, der har skiftet til et arbejdssted i en anden kommune (efterreform) i forhold til året før. Hvorvidt lønmodtageren er ledighedsforsikret eller ej er opgjort året før. De grå områder viser perioder med konjunkturedgang, jf. Abildgren mfl. (2011).

Kilde: Kristoffersen (2016).

menhængen mellem geografisk jobmobilitet og ledighedsforsikring foretages en økonometrisk analyse, hvor der tages højde for en række observerbare forskelle mellem de to grupper. I analysen inddrages en lang række af de faktorer, der forventes at påvirke lønmodtagernes beslutning om at skifte til et arbejdssted i en anden kommune. Det gælder både virksomhedskarakteristika og personlige karakteristika såsom køn, alder, joberfaring, uddannelsesniveau, jobfunktion og beskæftigelsehistorik.

Afstanden mellem den geografiske jobmobilitet i de to grupper er omkring 0,5 procentpoint over perioden 1981-2012, når der tages højde for de observerede forskelle mellem grupperne, jf. Kristoffersen (2016). Det er altså den effekt, der direkte kan henføres til, om en lønmodtager er forsikret mod ledighed, og som svarer til omkring 5 pct. af den samlede geografiske jobmobilitet.

Resultaterne er i overensstemmelse med tidligere danske og internationale studier. Det Økonomiske Råd (2002) finder, at en højere kompensationsgrad for forsikrede ledige reducerer sandsynligheden for at finde et job i et andet geografisk område mere, end det reducerer

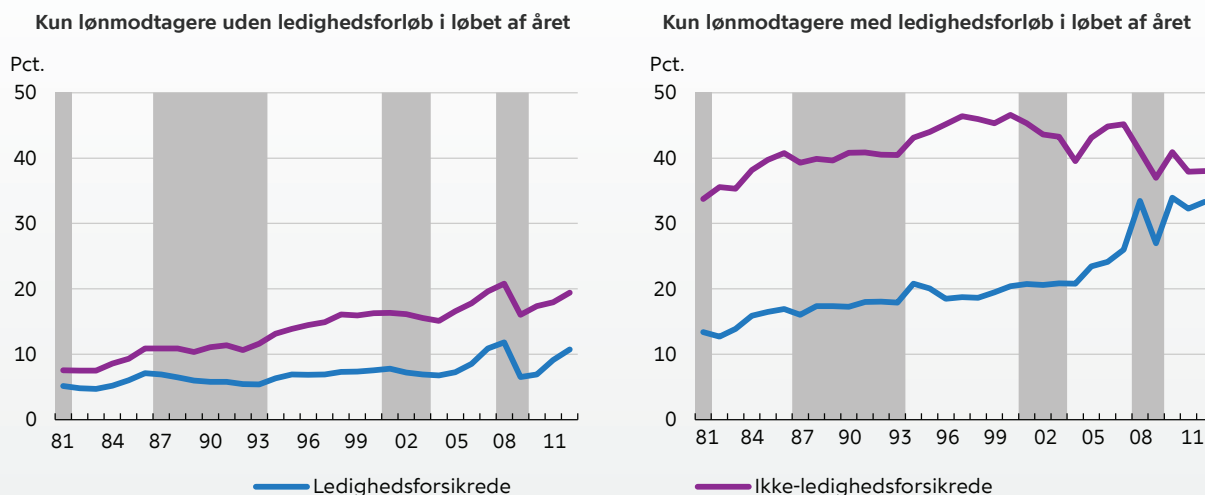
sandsynligheden for at finde et job lokalt. Antolin og Bover (1997) finder på baggrund af spanske data for perioden 1987-91, at den estimerede sandsynlighed for at flytte til en anden region er højere blandt ledige lønmodtagere, der ikke modtager arbejdsløshedsdagpenge, end blandt andre grupper.

Lønmodtagere, der rammes af ledighed i løbet af året, er mere geografisk jobmobile end lønmodtagere uden ledighedsforløb, jf. figur 5. Det er naturligt, da ledige lønmodtagere har en større tilskyndelse end beskæftigede til at finde et nyt job i forhold til året før. En del af disse job vil være placeret i en anden kommune. Mobiliteten blandt de ledige kan i princippet aldrig blive for høj, da hensynet til at fastholde de kompetencer, som er opbygget i løbet af et eksisterende ansættelsesforhold, ikke er relevant for denne gruppe.

Det skal også ses i lyset af reglerne om rådighed for arbejdsmarkedet. I Danmark er dagpengemodtagere forpligtede til at kunne overtage arbejde med en samlet daglig transporttid på op til tre timer med offentlige transportmidler, og efter sammenlagt tre måneders ledighed mere end tre timers transport, jf. Beskæftigelsesministe-

Geografisk jobmobilitet og ledighedsforsikring, opdelt efter ledighedsforløb

Figur 5



Anm.: I figuren er vist andelen af beskæftigede lønmodtagere, der har skiftet til et arbejdssted i en anden kommune (efterreform) i forhold til året før. Hvorvidt lønmodtageren er ledighedsforsikret eller ej er opgjort året før. De grå områder viser perioder med konjunkturedgang, jf. Abildgren mfl. (2011).

Kilde: Egne beregninger på basis af data fra Danmarks Statistik.

riet (2015). Ledige med en mellemlang eller lang uddannelse skal uanset daglig transporttid kunne overtage arbejde, hvis det er nødvendigt for at få ledige stillinger besat med kvalificeret arbejdskraft.

Der er tydelige tegn på, at den geografiske jobmobilitet er forbedret de seneste år, hvilket især gælder for ledighedsforsikrede lønmodtagere, der rammes af ledighed. Det skal ses i lyset af de omfattende arbejdsmarkedsreformer, der er gennemført siden midten af 1990'erne. Reformerne har bl.a. indeholdt opstramninger af rådighedsreglerne og forkortelser af dagpengeperioden. Indsnævringen af forskellen i den geografiske jobmobilitet for ledighedsforsikrede og ikke-ledighedsforsikrede, der rammes af ledighed, bekræftes af en økonometrisk analyse, jf. Kristoffersen (2016).

## LØNFLEKSIBILITET

Lønfleksibilitet er et andet vigtigt aspekt af den samlede fleksibilitet på arbejdsmarkedet. Det gælder både for den enkelte virksomhed og for økonomien som helhed. Udviklingen i virksomhedernes omkostningsniveau afhænger af lønudviklingen, jf. Storgaard (2009), og løndannelsen er derfor et vigtigt element i prisdannelsen. Desuden

er en fleksibel løndannelse afgørende for en effektiv udnyttelse af ressourcerne i økonomien.

I en lille, åben økonomi som den danske spiller lønudviklingen også en nøglerolle i forbindelse med konkurrenceevnen. Større lønstigninger end i udlandet forværrer lønkonkurrenceevnen, med mindre lønstigningerne afspejler en gunstigere udvikling i produktiviteten, eller at virksomhederne kan afsætte deres produkter til en højere pris. Den dårligere konkurrenceevne, der følger af for høje lønstigninger, svækker eksporten og øger ledigheden. Det lavere pres på arbejdsmarkedet vil efterhånden føre til lavere lønstigninger end i udlandet, hvorved konkurrenceevnen genoprettes. Lønfleksibilitet kan derfor dæmpe konjunkturdsving, særligt i lande med et stort omfang af udenrigshandel.<sup>1</sup>

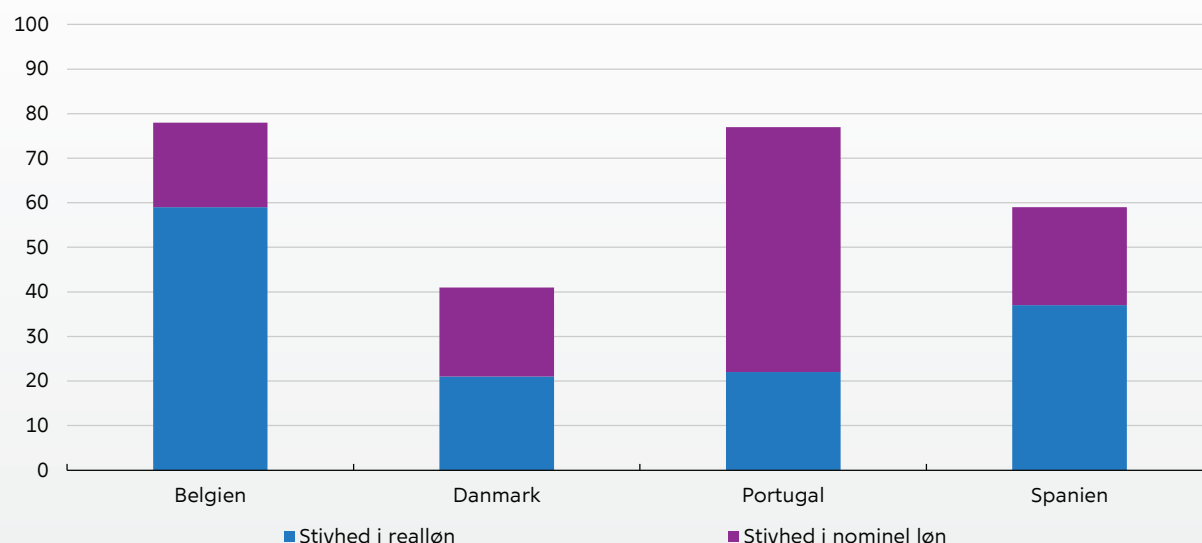
Den konsekvente, danske fastkurspolitik siden 1982 kan have bidraget til udviklingen af et mere fleksibelt arbejdsmarked, da der ikke længere er forventninger om, at nedskrivninger af valutakursen kan modvirke effekten af høje lønstigninger på konkurrenceevnen. Det kan have tilskyndet til

<sup>1</sup> Det bør bemærkes, at en styrkelse af lønfleksibiliteten ikke nødvendigvis fører til en hurtigere tilpasning til økonomiske stød og øget makroøkonomisk stabilitet. Hurtig og stabil tilpasning til midlertidige stød vil bl.a. afhænge af, hvor hurtigt eksportpriserne tilpasses lønændringerne, jf. Hansen (1998).

**Nedadrettede lønstivheder i en international sammenligning**

Figur 6

Andel af lønmodtagere, pct.



Anm.: I figuren er vist andelen af lønmodtagere, der potentielt er påvirket af nedadrettede lønstivheder. Datagrundlaget er beskrevet i boks 1, mens den anvendte metode er beskrevet i Kristoffersen (2016). For Danmark er vist et vægtet gennemsnit af de estimerede lønstivheder over alle betragtede brancher med brug af data for perioden 1997-2010. Beskæftigelsesandelen i hver branche er brugt som vægt. For Belgien, Portugal og Spanien stammer resultaterne fra Messina mfl. (2010), der anvender data fra forskellige kilder i perioden 1990-2007. Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og Messina mfl. (2010).

at skabe et fleksibelt arbejdsmarked, hvor lønningerne kan tilpasses de aktuelle forhold.

Begrænsninger på mulighederne for at tilpasse lønningerne i nedadgående retning betegnes som nedadrettede lønstivheder. Nedadrettede lønstivheder kan udgøre en afgørende barriere for lønfleksibilitet, både hvad angår de nominelle lønninger, dvs. lønnen i kroner og øre, og de reale lønninger. Både økonomiske og lovgivningsmæssige begrænsninger kan vanskeliggøre nedadrettede tilpasninger i lønniveauet. Ikke mindst i et fastkursregime som det danske er det vigtigt, at lønninger og priser kan tilpasses til den aktuelle økonomiske situation, jf. Mundell (1961). I perioder med lave prisstigningstakter vil nedadrettede stivheder i de nominelle lønninger reducere muligheden for, at reallønnen kan tilpasses den økonomiske situation.

Set i gennemsnit for alle brancher er 21 pct. af de danske lønmodtagere potentielt påvirket af nedadrettede reallønsstivheder, mens 20 pct. potentielt er påvirket af nedadrettede stivheder i den nominelle løn. I alt er omkring 40 pct. af de danske lønmodtagere potentielt påvirket af en nedadrettet lønstivhed. Det er relativt få i en

international sammenligning, jf. figur 6. Den anvendte metode og de anvendte mål for stivheder i de nominelle og reale lønninger er beskrevet i Kristoffersen (2016).

Det danske arbejdsmarked skiller sig ud i en international sammenligning, da det både er karakteriseret ved en relativt høj organisationsgrad og fleksible lønninger. Det skal ses i lyset af den danske arbejdsmarkedsmodel, hvor arbejdsmarkedets parter kollektivt forhandler løn- og arbejdsvilkår, og i lyset af udviklingen i retning af decentrale lønforhandlinger. Siden slutningen af 1980'erne har fleksible lønsystemer vundet indpas på det danske arbejdsmarked i takt med udviklingen i retning af mere decentralisering i de kollektive forhandlinger, jf. Hansen og Storgaard (2011).

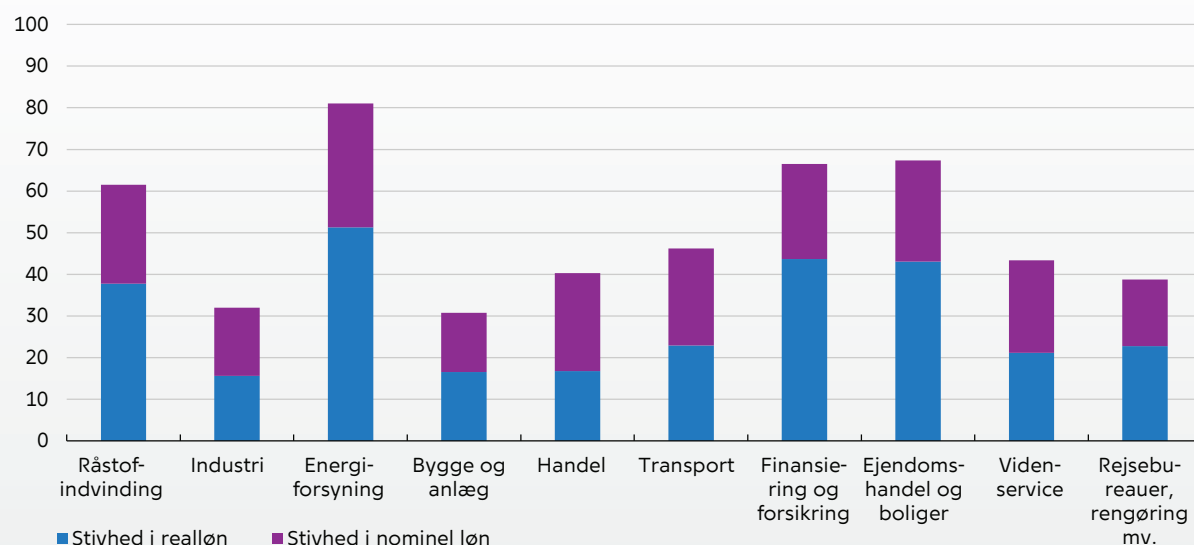
### LØNFLEKSIBILITET OG BRANCHE

Der er store forskelle på graden af nedadrettede lønstivheder på tværs af brancher, jf. figur 7. Begrænsninger på nedadrettede løntilpasninger er mest udbredt inden for energiforsyning, ejendomshandel samt finansiering og forsikring, hvorimod de er mindst udbredt i særligt konkurrenceudsatte brancher såsom byggeriet og industrien.

Nedadrettede lønstivheder på tværs af brancher, 1998-2010

Figur 7

Andel af lønmodtagere, pct.



Anm.: I figuren er vist andelen af lønmodtagere, der potentielt er påvirket af nedadrettede lønstivheder. Datagrundlaget er beskrevet i boks 1, mens den anvendte metode er beskrevet i Kristoffersen (2016).

Kilde: Kristoffersen (2016).

Forskellene på tværs af brancher kan afspejle strukturen for lønforhandlinger. De nedadrettede lønstivheder er større inden for transportområdet end på industriområdet. Transportsektoren er et såkaldt normallønsområde, hvor lønnen typisk forhandles centralt mellem arbejdsmarkedets parter.<sup>2</sup> Industrien er derimod dominerende inden for minimallønsområdet, hvor lønssystemet som udgangspunkt er mere decentralt, da der centralt kun aftales en lønsats, som udgør en nedre grænse for medarbejdernes personlige løn.

På industriområdet var omkring 16 pct. af lønmodtagerne potentielt påvirket af nedadrettede reallønsstivheder, mens 16 pct. potentielt var påvirket af nedadrettede lønstivheder i deres nominelle løn. Estimerne er meget små i en international sammenligning, jf. ovenfor. Det underbygger, at lønfleksibiliteten er høj i de eksportorienterede erhverv i Danmark.

I transportsektoren var omkring 23 pct. af lønmodtagerne potentielt påvirket af nedadrettede reallønsstivheder, mens 23 pct. potentielt

var påvirket af nedadrettede lønstivheder i deres nominelle løn. De nedadrettede lønstivheder er mindst inden for bygge- og anlægsvirksomhed, hvor lønssystemer typisk baseres på individuelle kontrakter med præstationsaflønnning.

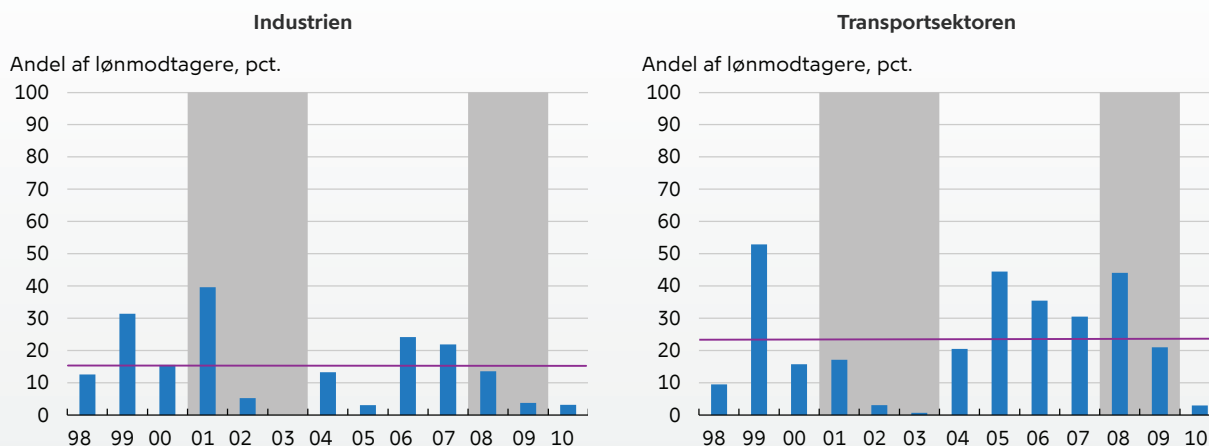
Messina mfl. (2010) finder, at institutionelle forskelle på tværs af lande er vigtigere for graden af nedadrettede stivheder end forskelle på tværs af brancher. Der er dog stadig signifikante forskelle på graden af nedadrettede lønstivheder på tværs af brancher inden for de enkelte lande. Reallønningerne viser sig at være mindre stive nedad i brancher, hvor lønforhandlingen i højere grad foregår decentralt på virksomhedsniveau. De nominelle lønninger er mindre stive nedad i brancher med en høj grad af konkurrence på produktmarkedet, jf. Messina mfl. (2010).

Nedadrettede stivheder i reallønningerne har også været mere udbredte i transportsektoren end i industrien i de fleste af årene 1998-2010, jf. figur 8. I begge brancher har der været en tendens til, at de nedadrettede reale lønstivheder har været større i begyndelsen af konjunkturedgangen end i senere faser af nedgangen. Det er i overensstemmelse med udviklingen i euroområdet, jf. Anderton mfl. (2015). De finder, at løntilpasningen

<sup>2</sup> I takt med den øgede decentralisering af løndannelsen er det dog blevet mere almindeligt, at normallønnen kombineres med mere fleksible lønssystemer, jf. Hansen og Storgaard (2011).

Nedadrettede reale lønstivheder over tid

Figur 8



Anm.: I figuren er vist andelen af lønmodtagere, der potentielt er påvirket af nedadrettede, reale lønstivheder. De lilla linjer viser gennemsnittet over alle årene. Datagrundlaget er beskrevet i boks 1, mens den anvendte metode er beskrevet i Kristoffersen (2016). De grå områder viser perioder med konjunkturedgang, jf. Abildgren mfl. (2011).

Kilde: Kristoffersen (2016).

i euroområdet var forholdsvis begrænset i den første fase af den finansielle krise fra 2008, hvori mod lønningerne reagerede mere i anden fase af krisen.

## LITTERATUR

Abildgren, Kim, Birgitte Vølund Buchholst, Jonas Staghøj og Atef Qureshi (2011), Realøkonomiske konsekvenser af finanskriser, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, del 2.

Andersen, Torben M. og Michael Svarer (2008), Flexicurity in Denmark, *CESifo DICE report*, vol. 6, nr. 4.

Anderton, Robert, Boele Bonthuis, Thomas Conefrey, Paolo Gurda, Mario Izquierdo, Valerie Jarvis, Alexander Karšay, José R. Maria, Marek Micuch, Peter Beck Nellesmann, Daphne Nicolitsas, Orsolya Soosaar, Béla Szörfi, Alfred Stiglbauer, Pietro Tomasino, Mathilde Périnet, Pavlos Petroulas, Cindy Veiga, Gregory Verdugo og Roberta Zizza (2015), Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on Euro Area labour markets, *ECB Occasional Paper Series*, nr. 159.

Antolin, Pablo og Olympia Bover (1997), Regional migration in Spain: the effect of personal characteristics and of unemployment, wage and house price differentials using pooled cross sections, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 59, nr. 2.

Beskæftigelsesministeriet (2015), Bekendtgørelse nr. 701 af 27. maj 2015 om rådighed.

Bonin, Holger, Werner Eichhorst, Christer Florman, Mette Okkels Hansen, Lena Skiöld, Jan Stuhler, Konstantinos Tatsiramos, Henrik Thomsen og Klaus Zimmermann (2008), Geographic mobility in the European Union: Optimising its economic and social benefits, *Research Report Series*, nr. 19, IZA.

Danmarks Statistik (1991), IDA – en integreret database for arbejdsmarkedsforskning: Hovedrapport.

Danmarks Statistik (2015), Dokumentation – Lønstatistikken.

Dansk Arbejdsgiverforening (2013), *Arbejdsmarkedsrapport*.

Det Økonomiske Råd (2002), *Dansk Økonomi – efterår*.

Europa-Kommissionen (2008), Labour mobility between the regions of the EU-27 and a comparison with the USA, *Regional Focus*, nr. 2.

Hansen, Niels Lynggård (1998), Lønfleksibilitet og makro stabilitet – en analyse af langsigtsmultiplikatorer, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 136, nr. 2.

Hansen, Niels Lynggård og Peter Ejler Storgaard (2011), *Løn, priser og indkomster*, Handelshøjskolen forlag, 1. udgave.

Kristoffersen, Mark Strøm (2016), Geographical job mobility and wage flexibility in Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 104.

Messina, Julián, Philip Du Caju, Cláudia Filipa Duarte, Niels Lynggård Hansen og Mario Izquierdo (2010), The incidence of nominal and real wage rigidity: An individual-based sectoral approach, *Journal of European Economic Association*, vol. 8, nr. 2-3.

Mundell, Robert A. (1961), A theory of optimum currency areas, *American Economic Review*, vol. 51, nr. 4.

OECD (2007), European Union, *OECD Economic Surveys*, nr. 11.

Pedersen, Erik Haller og Johanne Dinesen Riishøj (2007), Flexicurity – den danske arbejdsmarkedsmodel, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Storgaard, Peter Ejler (2009), Lønudviklingen i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Økonomi- og Indenrigsministeriet (2014), *Familiernes økonomi – fordeling, fattigdom og incitamenter*, kapitel 3, Lønmobilitet i Danmark.

# HVAD DRIVER DEN SVAGE VERDENSHANDEL?

Deanie Marie Haugaard Jensen, Casper Winther  
Nguyen Jørgensen og Anders Farver Kronborg,  
Økonomi og Pengepolitik

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

De seneste 50 år har været karakteriseret ved en stadig stigende handel med varer og tjenester på tværs af landegrænser. Væksten i samhandlen oversteg i perioden væksten i produktionen, således at handlen i forhold til BNP, også kaldet handelsintensiteten, steg betydeligt. Den øgede internationalisering har bl.a. været drevet af løbende handelsliberaliseringer, faldende transportomkostninger og den teknologiske udvikling. Det har givet anledning til betydelige velfærdsgevinster.

Siden den finansielle krise i 2008 og det efterfølgende økonomiske tilbageslag er stigningen i handelsintensiteten fladet ud. Det afspejler dels, at importen af varer er meget konjunkturfølsom, hvorved de seneste års svage aggregerede efterspørgsel i en række økonomier har bidraget negativt til handelsvæksten, dels at tilbageslaget særligt har trykket investeringerne, som er relativt importintensive.

Der er også indikationer på, at den træge vækst i verdenshandlen afspejler elementer af mere strukturel karakter. Det gælder eksempelvis udviklingen af globale værdikæder, der i dag sker langsommere end tidligere. Det understreges af, at øget handel med halvfabrikata i mindre grad end tidligere bidrager til væksten i verdenshandlen. Tilsvarende kan strukturelle forskydninger i sammensætningen af den globale vækst fra lande med høj importrate mod lande med lavere importrate bidrage til en lavere vækst i verdenshandlen. Endelig er der indikationer på, at hastigheden, hvormed handelsbegrænsende tariffer og regu-

leringer liberaliseres, er aftaget, mens antallet af nye protektionistiske tiltag i en række økonomier har været svagt stigende siden tilbageslaget i 2008-09. I det omfang, at verdenshandlen holdes nede af sidstnævnte, er det problematisk, da det er forbundet med et velfærdstab.

Handel mellem lande har en positiv effekt på vækst og velstand. Særligt små økonomier som den danske har stor fordel af at handle med andre lande. Det skyldes, at samhandel giver adgang til større markeder, øget konkurrence, mulighed for specialisering og videndeling. Hertil kommer, at frihandel kan give anledning til velfærdsgevinster gennem øget købekraft, idet priserne på de importerede varer er lavere end, hvis de skulle produceres indenlands. Danmark har yderligere haft en markant forbedring af bytteforholdet, hvilket har øget danske husholdningers forbrugsmuligheder. For en lille åben økonomi som Danmark er det således vigtigt, at den økonomiske politik understøtter frihandel, bl.a. gennem internationalt samarbejde.

Der kan dog være tilpasningsomkostninger forbundet med øget international handel for dele af økonomien. Disse omkostninger vil typisk være koncentrerede inden for specifikke sektorer, som har været beskyttet af manglende indenlandsk konkurrence, og som ved frihandel udsættes for konkurrence fra udenlandske producenter. Det kan reducere beskæftigelsen midlertidigt og lægge en dæmper på lønstigningerne for berørte grupper. Over tid vil arbejdskraften søge over mod mere konkurrencedygtige virksomheder,

hvilket vil resultere i højere lønninger. Lignende dynamikker gør sig gældende i forbindelse med teknologiske fremskridt, fx automatiseringen af visse jobfunktioner. En dynamisk økonomi og et fleksibelt arbejdsmarked vil mindske tilpasningsomkostningerne.

## DEN STIGENDE TENDENS I VERDENSHANDLEN ER AFTAGET SIDEN KRISEN

### HANDEL PÅ TVÆRS AF LANDE ER STEGET BETYDELIGT DE SIDSTE 50 ÅR

I perioden fra 1960 til 2008 voksede verdenshandlen som andel af det globale bruttonationalprodukt, BNP, også kaldet handelsintensiteten, fra ca. 12 til ca. 30 pct., jf. figur 1 (venstre). Væksten i verdenshandlen var dermed betydeligt større end væksten i den samlede produktion. Fra 1985 til 2008 steg verdenshandlen i reale termer i gennemsnit 6,6 pct. om året, sammenlignet med 3,1 pct. for globalt BNP. Den lange periode med stigende internationalisering tilskrives ofte løbende handelsliberaliseringer i form af lavere told på import og afvikling af regulering, faldende transportomkostninger og den generelle teknologiske udvikling. Det gælder især udviklingen af informationsteknologi, der har gjort det muligt at opdele

produktionsprocessen af mange typer af varer og tjenester, jf. Produktivitetskommissionen (2013). Det har bidraget til udbredelsen af globale værdikæder, hvor opdelingen af produktionsprocessen sker på tværs af landegrænser, og øget handelsintensiteten, jf. Nellemann og Nissen (2016).

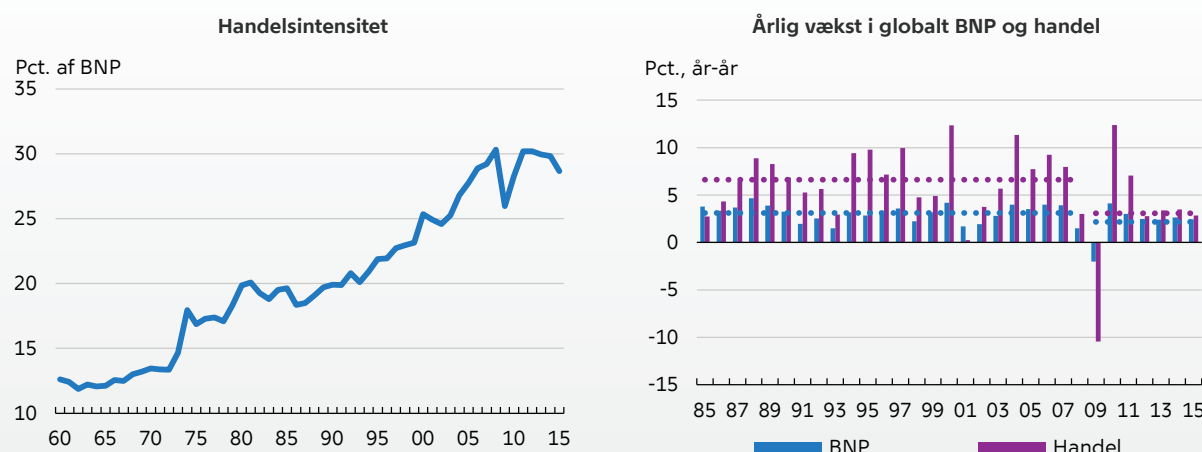
På kort sigt er der betydelige udsving i forholdet mellem global handel med varer og tjenester og BNP. Det ses eksempelvis under tilbageslaget i 2008, hvor der først skete en kraftig opbremsning og et efterfølgende fald i verdenshandlen på over 10 pct., da BNP faldt i årene 2008-09, jf. figur 1 (højre). I 2010 steg verdenshandlen med over 12 pct., samtidig med at BNP voksede med godt 4 pct. Disse bevægelser afspejler, at importen af varer generelt er meget konjunkturfølsom, bl.a. fordi import udgør en stor andel af industriproduktion, lagerinvesteringer og råvarer, der i sig selv er meget konjunkturfølsomme. De kortsigtede fluktuationer i verdenshandlen vil således være større end i BNP.

### VERDENSHANDLEN HAR UDVIKLET SIG SVAGT DE SENESTE ÅR

Trods en relativt robust vækst i den globale økonomi har verdenshandlen udviklet sig svagt siden 2012. Fra 2012 til 2015 voksede verdenshandlen i gennemsnit 3,1 pct. om året. Det er blot halvdelen af gennemsnittet siden 1980, mens væksten i global BNP var på 2,5 pct., som er tæt på det

Global handel og BNP

Figur 1



Anm.: Venstre figur: Handel med varer og tjenester i procent af BNP. Faste priser.

Højre figur: Global handel med varer og tjenester. Faste priser. Prikkede linjer angiver gennemsnit for henholdsvis 1985-2008 og 2009-15.

Kilde: Verdensbanken og IMF.

historiske gennemsnit. Det indikerer, at forholdet mellem økonomisk vækst og fremgangen i international handel er ændret de senere år. Som et mål herfor betragtes typisk handelselasticiteten. Den angiver, hvor mange procent importen kan forventes at stige, når aktiviteten i økonomien – målt ved BNP – stiger med 1 pct. Hvis elasticiteten er større end én, vil handelsintensiteten stige, i takt med at økonomien vokser.

For at få et udtryk for, hvordan den økonomiske fremgang påvirker verdenshandlen, estimeres en såkaldt langsigtet handelselasticitet, jf. boks 1. Estimationen viser, at forholdet mellem væksten i globalt BNP og verdenshandel er aftaget siden årtusindeskiftet, jf. figur 2. I perioden 1986-2000 steg global handel med 2 pct., når aktiviteten steg med 1 pct. Siden da er handelselasticiteten faldet til 1,3, hvilket svarer til handelselasticiteten i perioden 1970-85. Den relativt svage udvikling i verdenshandelen de senere år kan dermed i nogen grad ses som en tilbagevenden til situationen før den meget intensive globalisering i årene frem mod årtusindeskiftet.

En tilsvarende udvikling ses på mere disaggregeret niveau for USA og Kina, mens EU's handelselasticitet er øget i 2000'erne. Det afspejler bl.a., at EU er blevet udvidet med en række østeuropæiske lande i 2004 og 2007, og at EU i perioden har foretaget en række dereguleringer af det indre marked for varer og serviceydelser.

#### Model til estimation af handelselasticiteter

Boks 1

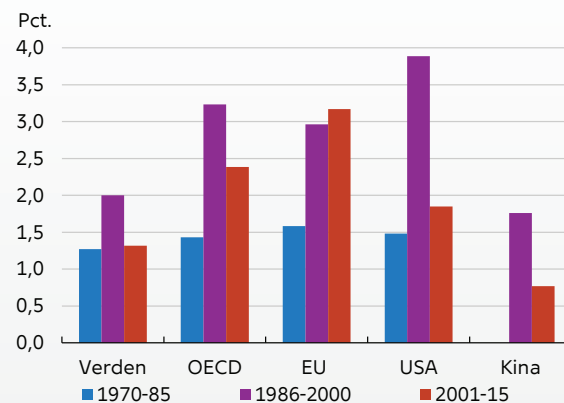
For at analysere forholdet mellem handelsintensitet og indkomst benyttes nedenstående fejlkorrigeringsmodel baseret på Constantinescu m.fl. (2015).

$$\Delta \ln m_t = \alpha + \beta_1 \Delta \ln y_t + \beta_2 \Delta \ln relpris_t + \gamma \ln m_{t-1} + \delta \ln y_{t-1} + \varepsilon_t$$

hvor  $m_t$  er importvolumen,  $y_t$  er det reale BNP og  $relpris_t$  er de relative importpriser.  $\Delta$  betegner første differens,  $\alpha$  er en konstant, og  $\varepsilon_t$  er fejleddet. Den kortsigtede handelselasticitet er i modellen givet ved  $\beta_1$ , mens den langsigtede er lig med  $-\delta/\gamma$ . Her repræsenterer  $-\gamma$  hastigheden, hvormed handelsintensiteten vender tilbage til dens langsigtede ligevægt. Den langsigtede handelselasticitet angiver dermed handelselasticiteten i fravær af kortsigtede bevægelser. Hvis elasticiteten er større end 1, betyder det, at handelsintensiteten vokser, når verdensindkomsten vokser. Modellen er estimeret på årlige data fra Verdensbanken, IMF og OECD ved brug af mindste kvadraters metode.

Langsigtede handelselasticiteter

Figur 2



Anm.: Elasticiteterne er vist som de langsigtede elasticiteter estimeret med modellen, der er beskrevet i boks 1. For de disaggregerede økonomier tages der højde for ændringer i de relative importpriser. Der er ikke tilgængeligt data for Kina for perioden 1970-85. Elasticiteten for Kina i perioden 2001-15 er insignifikant. EU dækker alle 28 medlemslande igennem hele perioden. Resultaterne er følsomme for valg af periode.

Kilde: Constantinescu mfl. (2015), OECD og egne beregninger.

En stor del af dansk eksport omsættes i EU-lande, USA og Kina. Ændrede handelsmønstre i disse lande vil således kunne påvirke dansk økonomi, jf. boks 2.

## FLERE ÅRSAGER TIL LAVERE VÆKST I HANDELSINTENSITETEN

De senere års svage vækst i verdenshandlen skyldes en række forhold. Der er således tegn på, at flere af de tendenser, der tidligere bidrog til at løfte den internationale samhandel, er aftaget. Det gælder eksempelvis udbredelsen af globale værdikæder, afskaffelsen af handelsbarrierer, samt at der de seneste 15 år er opstået færre nye lande sammenlignet med perioden op til årtusindeskiftet.<sup>1</sup> Dertil kan både konjunkturelle og strukturelle forskydninger i den aggregerede efterspørgsel samt den geografiske vækstsammensætning holde væksten i den globale samhandel nede – også i årene fremover.

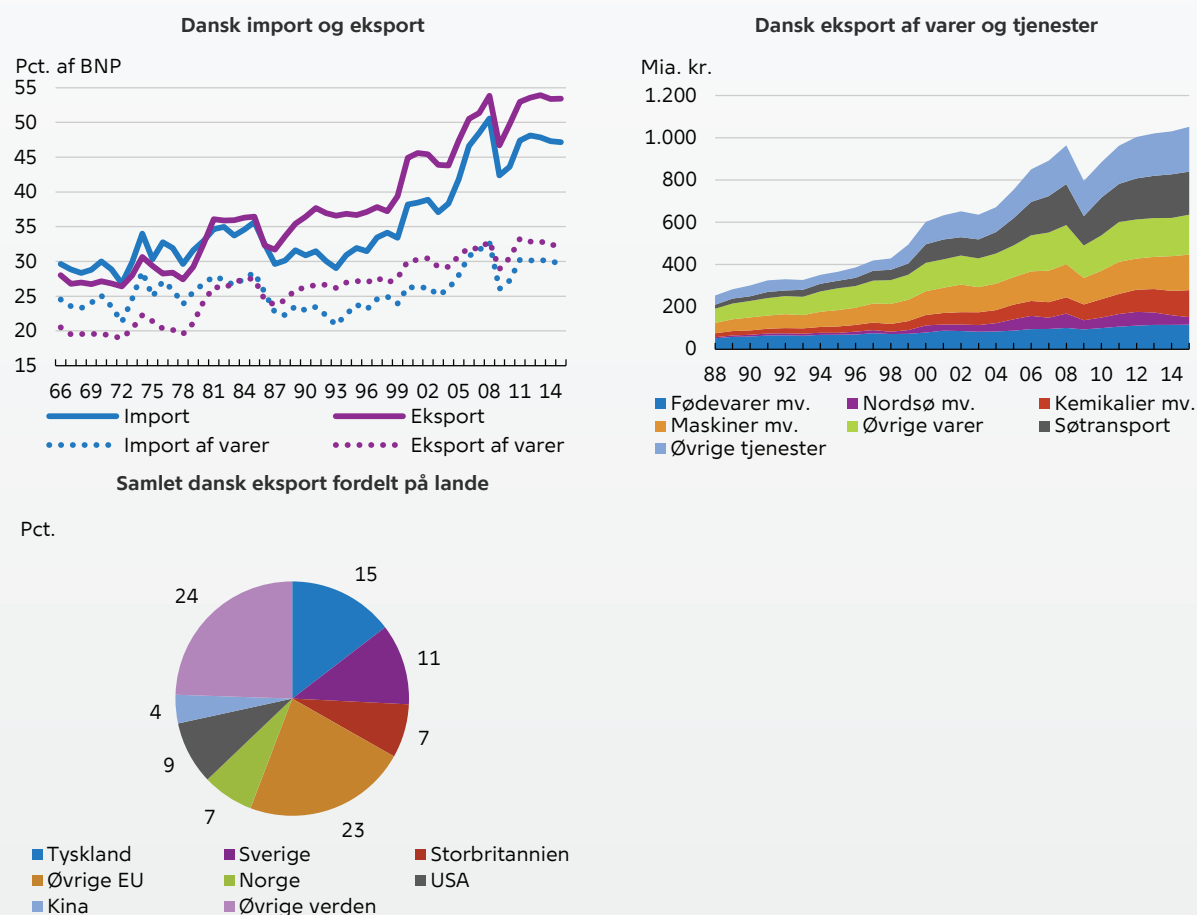
1 Flere nye lande øger den internationale handel, uden at den globale indkomst stiger.

International handel med varer og tjenester har stor betydning for dansk økonomi. Både importens og eksportens respektive andele af BNP har været stigende de seneste 50 år, men er siden 2011 fladet ud ved ca. 50 pct., jf. figur (øverst til venstre). En stor del af den øgede danske samhandel med omverdenen kan tilskrives øget handel med tjenester. Særligt er handlen med søtransport, der bl.a. har nydt godt af den øgede opdeling af produktionsprocessen på tværs af lande, steget igennem årene. Men også en øget handel med medicinalprodukter og råstoffer fra Nordsøen har bidraget til den danske eksportvækst, jf. figur (øverst til højre). Dansk eksport indeholder således både komponenter, der er relativt stabile over konjunkturcyklen, såsom medicin, og meget konjunkturfølsomme komponenter, såsom søtransport. De senere års aftagende Nordsø-produktion bidrager til at forklare en del af den træge danske eksportvækst og forventes

fortsat at lægge et nedadrettet pres på dansk eksport i de kommende år.

Dansk udenrigshandel er koncentreret på et begrænset antal store samhandelspartnere. Således afsættes tre fjerdedele af dansk eksport i EU-lande, Norge, Kina og USA, jf. figur (nederst til venstre). Forskydninger i disse landes handelsmønstre vil således kunne påvirke den danske økonomi. Det skal ses i lyset af de mange job, der er knyttet til eksporten af varer og tjenester. I 2011 var næsten 800.000 job i Danmark således knyttet til eksport af varer og tjenester, omtrent ligeligt fordelt mellem job knyttet direkte og indirekte til eksport, jf. Nellesmann og Nissen (2016). Dertil kommer, at eksport udgør en relativt stor andel af dansk BNP, også i forhold til andre lande vi normalt sammenligner os med. Danmark kan således være sårbar over for protektionistiske tiltag fra andre lande.

## Dansk udenrigshandel med varer og tjenester



Anm.: Øverst venstre: Løbende priser  
 Øverst højre: Fødevarer mv. dækker næringsmidler, levende dyr, drikkevarer, tobak, animalske og vegetabiliske olier, fedtstoffer og voks. Nordsø mv. dækker mineraler, brændsels- og smørestoffer. Kemikalier mv. dækker også kemiske produkter. Maskiner mv. dækker også transportmidler. Øvrige varer dækker ikke spiselige råstoffer (ekskl. brændsel), bearbejdede varer (primært halvfabrikata), færdigvarer og andre varer. Løbende priser.  
 Nederst venstre: Landenes andel af dansk eksport i løbende priser i 2014. Øvrige EU dækker de resterende 24 EU-medlemslande: Belgien, Bulgarien, Cypern, Estland, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Kroatien, Letland, Litauen, Luxembourg, Malta, Polen, Portugal, Rumænien, Slovakiet, Slovenien, Spanien, Tjekkiet, Ungarn og Østrig.  
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## LANGSOMMERE UDVIKLING I DE GLOBALE VÆRDIKÆDER

En stærk udvikling af globale værdikæder bidrog i særlig grad til den øgede handelsintensitet igennem 1990'erne og begyndelsen af 2000'erne, jf. Nellesmann og Nissen (2016). Globale værdikæder opstår, når aktiviteter til produktion af færdige produkter opsplittes mellem virksomheder på tværs af landegrænser. I perioder, hvor udviklingen af de globale værdikæder sker hurtigt, vil den internationale handel alt andet lige stige mere end BNP.<sup>2</sup>

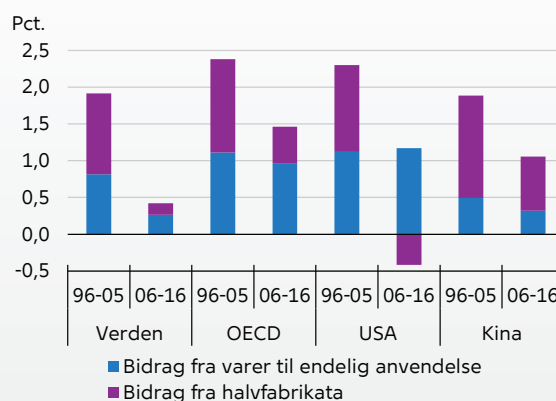
Væksten i verdenshandlen var i perioden 1996-2005 i stort omfang drevet af øget handel med halvfabrikata, jf. figur 3. Det afspejler bl.a. den øgede udbredelse af globale værdikæder. Siden midten af 2000'erne er vækstbidraget fra halvfabrikata mere end halveret i en lang række lande – i USA er det endda negativt – mens vækstbidraget fra færdigvarer har været omtrent uændret. Udviklingen af globale værdikæder synes således at være gået ned i tempo det seneste årti. Udviklingen af globale værdikæder er eksempelvis aftaget i Kina og USA, jf. Constantinescu mfl. (2015). Det skyldes bl.a., at Kina i dag selv producerer flere halvfabrikata i værdikæden. Tidligere varetog landet primært arbejdskraftintensive produktionsprocesser. Andelen af importkomponenter i Kinas totale eksport er således faldet fra 60 pct. i midt-1990'erne til omkring 35 pct. i dag.

## FORSKYDNINGER I EFTERSPØRGSELN SAMMENSÆTNING

Den aftagende vækst i verdenshandlen afspejler også forskydninger i sammensætningen af den aggregerede efterspørgsel. Det skyldes, at importindholdet i de enkelte delkomponenter af efterspørgslen varierer. Investeringer og eksport har typisk et højt importindhold, mens det er en anelse lavere for privat forbrug. Den relativt store

Samlet importvækst dekomponeret på bidrag fra varer til endelig anvendelse og halvfabrikata

Figur 3



Anm.: OECD-landene er ekskl. Luxembourg og Slovakiet.

Kilde: OECD, World input-output database (WIOD) og egne beregninger.

andel af serviceydelser i offentligt forbrug betyder, at det oftest har et lavt importindhold.<sup>3</sup>

Til at belyse effekterne af ændringer i efterspørgslens sammensætning konstrueres en efterspørgselsserie, hvor der tages højde for importindholdet i de forskellige delkomponenter.<sup>4</sup> Nedgangen i handelsintensiteten i OECD-landene efter krisen skyldes delvist, at efterspørgslen faldt mere i delkomponenter med højt importindhold, fx investeringer, jf. figur 4. I de senere år er væksten i de to serier nogenlunde ens. Sammensætningen af BNP forklarer dermed ikke, hvorfor verdenshandlen har været svag i perioden 2012 til 2015.

Væksten i importjusteret BNP var derimod højere end væksten i BNP som helhed i anden halvdel af 1990'erne og midten af 2000'erne. Det betyder, at efterspørgslen efter importerede varer i perioderne var højere, end hvad BNP indikerer.

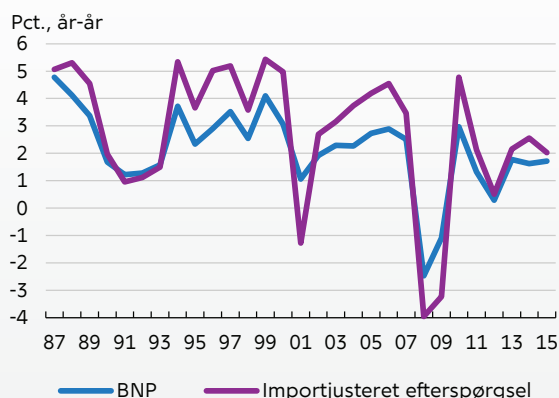
2 Det skyldes, at global handel opgøres i bruttostørrelser, og dermed inkluderer både handel med halvfabrikata mellem virksomheder som input til videre produktion og varer og tjenester til endeligt forbrug. Den samlede værditilvækst (som BNP er et mål for), dvs. forskellen mellem værdien af de produkter, som virksomheden producerer, og udgifterne til halvfabrikata, er derimod den samme, hvad enten aktiviteterne i produktkæden er sket i ét land eller på tværs af grænser.

3 Der tages både højde for det direkte og indirekte importindhold. Det direkte importindhold er indeholdt i den endelige anvendelse af en vare eller tjeneste, mens det indirekte importindhold er indeholdt i den afledte efterspørgsel, der resulterer af efterspørgslen efter indenlandsk producerede varer eller tjenester. Eksport har således intet direkte, men til gengæld et relativt stort indirekte importindhold.

4 Den importjusterede efterspørgsel beregnes ved at vægte hver delkomponent med dens relative importindhold, som det er gjort i Bussière mfl. (2013).

**Vækst i BNP og den importjusterede efterspørgsel for OECD**

Figur 4



Anm.: OECD-landene udgør i figuren Australien, Belgien, Canada, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Japan, Korea, New Zealand, Norge, Portugal, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland og USA. Importen i disse økonomier udgør over 80 pct. af OECD's samlede import. Landene er vægtet ud fra deres andel af den samlede import. Importindholdet er lineært interpoleret på kvartalsbasis.

Kilde: Bussière m.fl. (2013), OECD og egne beregninger.

Dermed vil handelselasticiteten for disse perioder blive overvurderet, når BNP anvendes som mål for efterspørgslen. Det gælder også vurderingen af, hvor meget handelselasticiteten er aftaget de senere år.

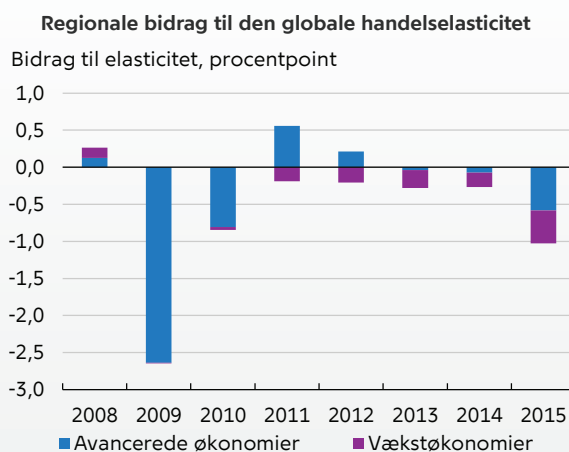
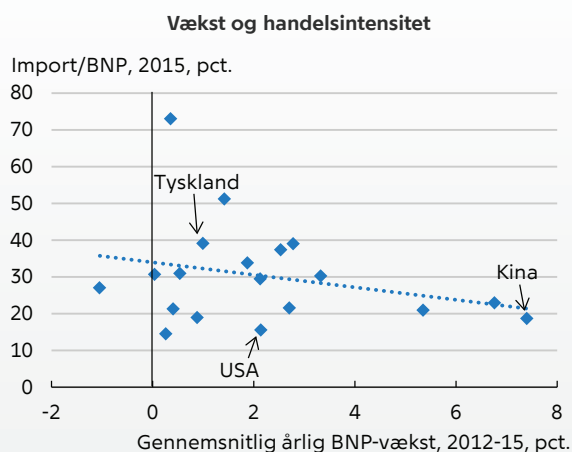
Det skal bemærkes, at ovenstående kun behandler de avancerede OECD-lande, og at fx Kina dermed ikke indgår. Kina og andre vækstøkonomier undergår i disse år en strukturel transition, hvor væksten i højere grad skal drives af forbrug og i mindre grad af investeringer. Det vil isoleret set lægge et nedadrettet pres på handelsintensiteten.

### VÆKSTENS SAMMENSÆTNING PÅ TVÆRS AF LANDE BIDRAGER TIL LAVERE HANDELSINTENSITET

Forskydningerne i den geografiske vækstsammensætning har også bidraget til en lavere global handelselasticitet. Vækstøkonomierne har typisk en lavere handelsintensitet og -elasticitet end de udviklede økonomier, jf. figur 2. Et skift i retning af større fremgang i vækstøkonomierne kan dermed trække den globale handelselasticitet ned, også selv om handelselasticiteterne er uændrede på nationalt niveau. Den globale økonomiske vækst har de senere år været drevet af økonomier med lav handelsintensitet, jf. figur 5 (venstre). Det afspejler bl.a., at væksten i flere europæiske lande, der generelt har en høj importkvote, har været lav igennem en årrække. Denne udvikling kan i et vist omfang afspejle konjunkturelle forhold. Idet fremgangen i vækstøkonomierne også fremadrettet vil være højere end i de avancerede økonomier, vil det isoleret set dæmpe udviklingen i den globale handelsintensitet.

**Vækst og handelsintensitet samt regionale bidrag til den globale handelselasticitet**

Figur 5



Anm.: Venstre figur: Punkterne viser landene Australien, Brasilien, Canada, Frankrig, Holland, Indien, Indonesien, Italien, Japan, Kina, Korea, Mexico, Rusland, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Tyrkiet, Tyskland og USA. Prikket linje angiver tendenslinjen.

Højre figur: Viser bidraget til handelselasticiteten sammenlignet med et kontrafaktisk forløb, hvor hvert lands elasticitet svarer til gennemsnittet for 1995-2007. På grund af store fluktuationer fra år til år er elasticiteten for de enkelte lande beregnet som et 5 års glidende gennemsnit.

Kilde: OECD, Verdensbanken og egne beregninger.

For at illustrere den geografiske betydning for den svage handelsudvikling kan den faktiske globale handelselasticitet sammenlignes med den, der ville gælde, hvis de enkelte landes elasticitet havde svaret til gennemsnittet for før-krise-perioden, jf. figur 5 (højre). Resultaterne viser, at tilbageslaget i den globale handel i de første år efter krisen skyldtes udviklingen i de avancerede økonomier og dermed kan ses som et cyklisk fænomen. Siden 2012 er faldet derimod primært drevet af vækstøkonomierne, særligt Kina. En del af denne udvikling er formentlig strukturel, bl.a. som følge af langsommere udvikling af værdikæder mv., som nævnt tidligere.

### LANGSOMMERE AFVIKLING AF HANDELSBARRIERER

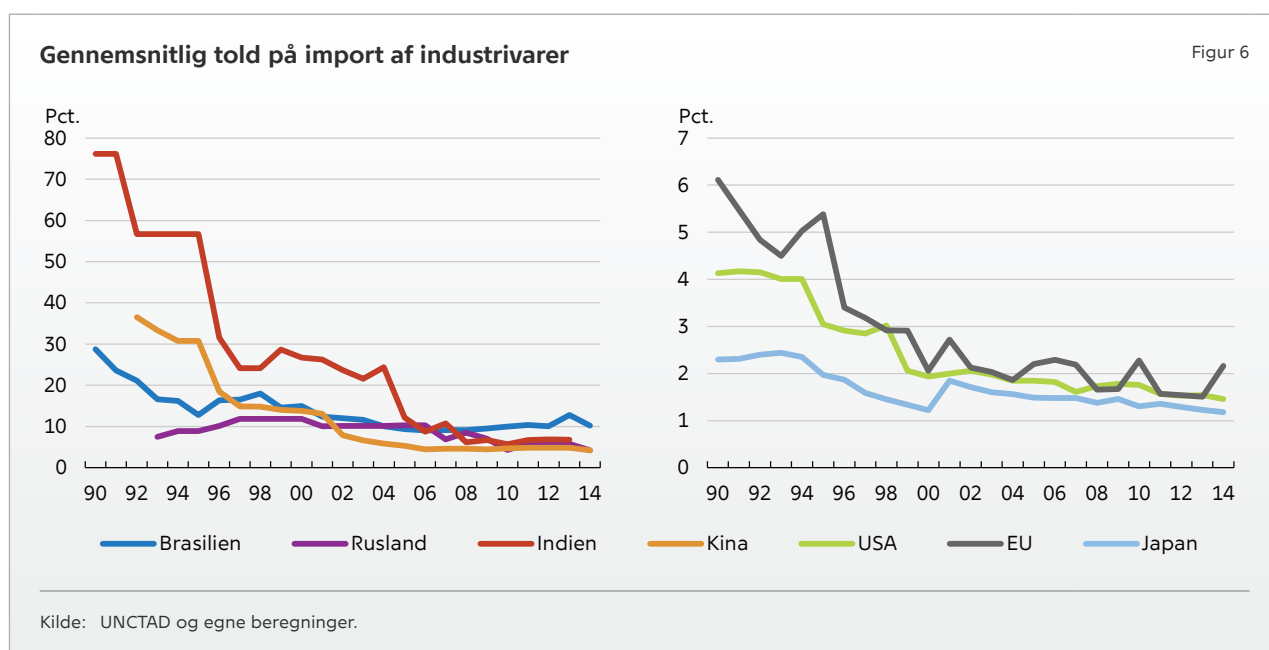
Den stigende internationalisering igennem 1990'erne blev i høj grad understøttet af tiltag i retning af afviklingen af importkvoter, lavere toldsatser og deregulering af det indre marked. Det har bidraget til øget velstand. De gennemsnitlige toldsatser for industrivarer faldt betydeligt i både avancerede økonomier og store vækstøkonomier fra 1990 og frem til begyndelsen af 2000'erne, jf. figur 6.

De gennemsnitlige toldsatser er siden 2000 aftaget i et langsommere tempo. Det afspejler bl.a., at toldsatserne i dag ligger relativt lavt, især i de vestlige lande, hvor potentialet for yderligere toldnedsættelser er mindre end tidligere. Afvik-

ling af ikke-toldmæssige handelsbarrierer, såsom nationale produktstandarder, administration og autorisationer mv., udgør derimod fortsat et stort potentiale. Her har EU's indre marked spillet en central rolle igennem en årrække, hvor harmonisering af produktstandarder har gjort det muligt, at det samme produkt kan afsættes i flere lande. Muligheden for fortsat deregulering og harmonisering er stadig til stede, ligesom der også kan udvikles barrierer for samhandel med ikke-EU-lande.

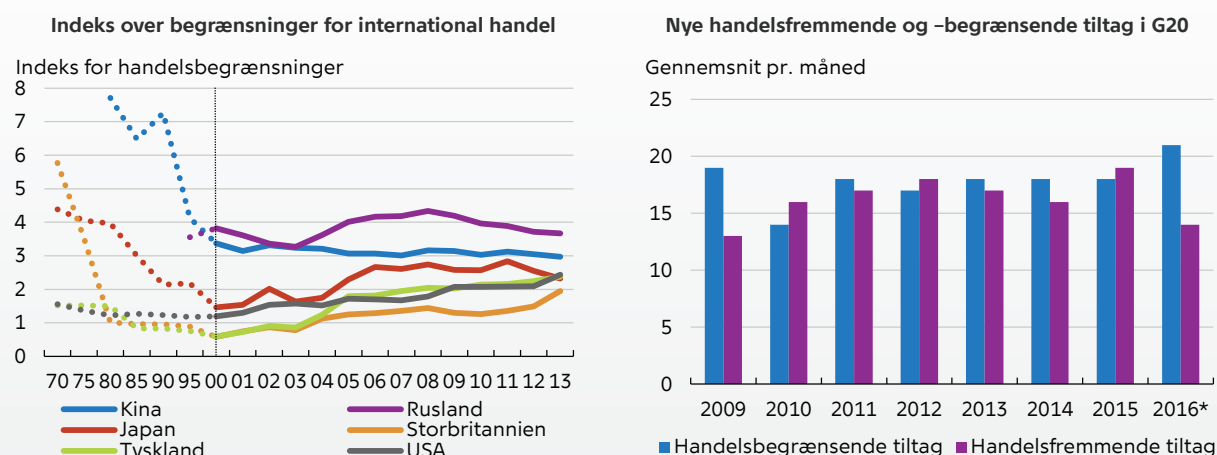
De senere år har der internationalt set været mindre fokus på liberaliseringen af international handel. Det ses bl.a. ved, at Fraser-instituttets indeks for internationale handelsbegrænsninger har været svagt stigende for en bred skare af lande de senere år, jf. figur 7 (venstre). Indekset, der foruden toldmæssige handelsbarrierer også indeholder ikke-toldmæssige barrierer samt begrænsninger af kapital- og arbejdskraftbevægelser, er bl.a. steget i Tyskland, Storbritannien og USA.

Ifølge WTO er antallet af nye handelsbarrierer også steget de senere år, jf. figur 7 (højre). Opgørelsen angiver antallet af nye handelstiltag uanset deres karakter og omfang, og det er dermed vanskeligt at opgøre, hvor meget nye protektionistiske initiativer holder væksten i verdenshandlen nede. Bown (2009), Kee mfl. (2013) og Constantinescu mfl. (2015) finder, at nye handelsbarrierer forklarer en meget lille del af den svagere vækst i verdenshandlen. Det afspejler bl.a., at tiltagene berører en relativt begrænset andel af verdens im-



## Indeks over begrænsninger for international handel og nye handelsfremmende og -begrænsende tiltag i G20

Figur 7



Anm.: Venstre figur: Indekset indeholder tariffer, regulatoriske handelsbegrænsninger, begrænsninger af kapital- og arbejdskraftbevægelser og sortbørsvalutakurser. Indekset er det inverse af Fraser-instituttets opgørelse, der kan antage en værdi mellem 0 og 10. En stigning i indekset indikerer øgede restriktioner for international handel.  
Højre figur: \* 2016 dækker månederne fra oktober 2015 til maj 2016. Tiltagene dækker både told- og ikke-toldmæssige handelsbarrierer.  
Kilde: WTO (2016), Fraser Institute og egne beregninger.

port.<sup>5</sup> Derimod kan den langsommere afvikling af handelsbarrierer de seneste 15 år sammenlignet med 1990'erne i større grad have bidraget til en svagere vækst i den globale handel. I det omfang, at verdenshandlen holdes nede af protektionistiske tendenser, er det problematisk, da det er forbundet med et velfærdstab.

## DER ER VÆSENTLIGE FORDELE VED FRIHANDEL

Handel mellem lande har overordnet en positiv økonomisk virkning via øget produktivitet og velstand. Særligt små åbne økonomier som Danmark kan drage fordel af at handle med omverdenen. Det skyldes bl.a., at frihandel skærper konkurrencen samt giver adgang til større markeder og dermed mulighed for at udnytte stordriftsfordele, specialisering og videndeling. Muligheden for at importere en række varer fra udlandet har således frigjort ressourcer og arbejdskraft, der kan anvendes i sektorer, hvor Danmark har en komparativ fordel, eksempelvis medicinalindustrien. Hvis to lande, der før var lukkede, i stedet producerer og eksporterer varer og tjenester, hvor de hver

især er relativt mest produktive, øges velstandsniveauet i begge lande, jf. boks 3. Nyere empiriske analyser understøtter de positive effekter ved frihandel, jf. boks 4. Ifølge undersøgelserne giver

### Klassisk handelsteori

Boks 3

Økonomisk handelsteori tager udgangspunkt i princippet om komparative fordele, jf. Ricardo (1817). Til at illustrere princippet tages der i den oprindelige artikel udgangspunkt i to økonomier, som hver især kan producere to typer af varer. Komparative fordele opstår, når en økonomi kan producere en vare relativt billigt målt i antallet af andre varer, som dermed ikke produceres indenlands. I eksemplet vil begge lande blive rigere af at specialisere sig i produktion af varer, hvor de er relativt mest produktive og derefter handle med hinanden. Komparative fordele vil bestå, selv hvis én økonomi har et højere produktivetsniveau inden for alle typer af varer (såkaldt absolutte fordele). Det forklarer, hvorfor det vil være en fordel for både avancerede og udviklingsøkonomier at handle med hinanden. Resultatet kan generaliseres til et eksempel med flere lande og flere handlede varer, jf. Dornbusch mfl.(1977).

Komparative fordele, og dermed hvilke varer en økonomi vil eksportere, bestemmes af flere faktorer. Fx vil en økonomi med et stort kapitalapparat eksportere varer, der er relativt kapitalintensive at producere, mens lande med en relativt stor arbejdsstyrke og begrænset kapitalapparat vil eksportere varer, hvor produktionen er relativt arbejdskraftintensiv. Det samme gælder for lande, der har store forekomster af råstoffer, jf. Ohlin (1933).

5 WTO (2016) anslår, at ca. 5 pct. af verdens import er berørt af de handelsbegrænsende tiltag, der er indført siden 2008.

Adgangen til mere end 50 års data har dannet grundlag for en lang række empiriske analyser, der belyser de økonomiske gevinster ved øget frihandel. Overordnet er der bred konsensus om fordelene ved handelsliberaliseringer. Øget frihandel forventes at føre til produktivitetsstigninger og herigennem øget velstand. Frihandel kan ligeledes føre til højere lønninger via højere produktivitet, om end denne effekt må forventes at være ulige fordelt på tværs af sektorer.

I et nyere studie foretaget af OECD (2011) estimeres en global halvering af toldsatser at kunne øge BNP med op til 7 pct. afhængig af landespecifikke karakteristika. Gevinsterne er størst på langt sigt, hvor især udviklingsøkonomierne står til at drage fordel af færre handelsbarrierer. Verdensbanken understreger ligeledes de gunstige effekter ved øget frihandel. Ved brug af data for mere end 100 lande over næsten 50 år påvises det, at økonomier, der undergik handelsliberaliserende politikker, i gennemsnit oplevede en real vækststigning, som var 1,5 procentpoint højere end før liberaliseringstiltagene (Wacziarg og Welch, 2008). Et nyt arbejdsrapport fra IMF ser mere specifikt på de potentielle produktivetsgevinster ved at fjerne handelsbarrierer i en række avancerede økonomier. De finder, at lande, der unilateralt beslutter at fjerne alle toldafgifter, vil kunne øge den samlede produktivitet og velstand med omkring 1 pct., jf. Ahn mfl., (2016).

Der er generelt også enighed om, at øget frihandel på langt sigt vil have positive effekter på beskæftigelsen. Eksempelvis finder OECD (2011), at en halvering af G20-landenes handelsbarrierer (både told- og ikke-toldmæssige restriktioner på handel) øger beskæftigelsen på tværs af udviklings- og avancerede lande med omkring 0,9-3,0 pct.

Felbermayr mfl. (2011) estimerer ligeledes, at en 10 pct. stigning i handelsåbenhed for OECD-landene kan reducere ledigheden med ca. 1 procentpoint. De finder endvidere, at den positive beskæftigelseseffekt er afledt af produktivitsstigninger som følge af frihandlen. På kort sigt er der imidlertid mindre konsensus omkring beskæftigelseseffekterne af frihandel. Dutt mfl. (2009) finder eksempelvis, at en gennemsnitlig permanent handelsliberalisering fra perioden 1950-2001 har været forbundet med en umiddelbar stigning i ledigheden, som dog mere end udlignes efter tre år, hvor den kan forventes at falde med 3,5 pct.

I empiriske studier findes desuden ofte, at frihandel kan føre til højere lønninger især i de eksportorienterede erhverv. I et større casestudie finder Mayer og Ottaviano (2007), at eksportintensive industrier i vesteuropæiske lande betaler lønninger, der i gennemsnit er 2-20 pct. højere end ikke-eksportintensive brancher. Riker (2015) undersøger det amerikanske arbejdsmarked og finder, at eksportører betaler en gennemsnitlig merløn på omkring 16 pct. I studiet kontrolleres for uddannelsesniveau, erfaring, geografi og demografi.

På trods af at der er bred konsensus om positive gevinster ved frihandel, er det vigtigt at understrege, at de empiriske studier er underlagt en del usikkerhed og metodemæssige udfordringer i forbindelse med at definere og måle handelsbarrierer, identificere kausalitet (lande, der vokser hurtigere, har en tendens til også at handle mere åbent med omverdenen) og isolere effekten af frihandel (handelsliberaliserende politikker er ofte forbundet med sideløbende gennemførelse af andre økonomiske politikker, der forbedrer strukturerne).

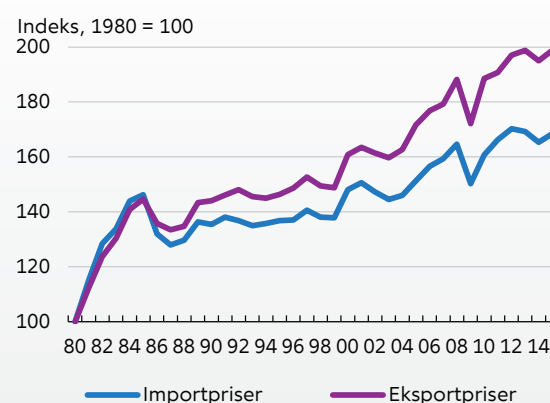
øget frihandel sig udslag i produktivetsgevinster, øget beskæftigelse og højere lønninger.

Frihandel sikrer ikke blot en større variation i de varer og tjenester, som de danske forbrugere har adgang til. Øget konkurrence og global arbejdsdeling er også med til at sikre velfærdsgevinster gennem øget købekraft. Det skyldes, at priserne på de importerede varer er lavere end, hvis de skulle produceres indenlands.

Danmark har ydermere haft en betydelig forbedring af bytteforholdet over for udlandet, jf. figur 8. I løbet af de seneste ti år har den samlede stigning i eksportpriserne været dobbelt så høj som stigningen i importpriserne. Det er med til at øge forbrugsmulighederne for danske forbrugere. Den danske forbedring af bytteforholdet står i modsætning til flere af vore nabolande, hvor bytteforholdet har været enten konstant eller faldende. Produktivitetskommissionen (2013) finder, at udviklingen primært afspejler forskelle i branchesammensætningen. Danmark importerer eksempelvis

Danske import- og eksportpriser

Figur 8



Anm.: Figuren viser deflatoren for henholdsvis import og eksport af varer og tjenester i Nationalregnskabet.  
Kilde: OECD, Danmarks Statistik.

elektronik, hvor priserne har været faldende, mens det samme ikke har været tilfældet for en række eksportindustrier, fx medicinalindustrien.<sup>6</sup>

Der kan imidlertid være omstillingsomkostninger forbundet med liberaliseringer af samhandlen. Ofte vil disse omkostninger være koncentrerede, hvorimod gevinsterne høstes bredt. Eksempelvis er det forventeligt, at øget international konkurrence – ligesom indenlandsk konkurrence – vil betyde lukning af lavproduktive virksomheder. Øget frihandel vil således kunne lede til sektorfor-skydninger, der under omstillingen kan medføre øget ledighed for berørte arbejdsgrupper. Disse ledige ressourcer vil over tid blive anvendt i mere konkurrencedygtige virksomheder, hvor lønnen er højere. Lignende dynamikker gør sig gældende i forbindelse med teknologiske fremskridt, fx automatiseringen af visse jobfunktioner. Ledigheden på tværs af OECD-landene er ikke steget systematisk i perioden med kraftig globalisering.

Frihandel kan også gøre danske virksomheder mere sårbare over for perioder med afmatning på eksportmarkederne. Adgangen til de internationale markeder betyder omvendt, at virksomheder har bedre mulighed for at komme sig over et negativt stød, da de ikke kun er afhængige af den indenlandske efterspørgsel, jf. Gamberoni mfl. (2010). Det er især vigtigt for et land som Danmark, hvor eksporten udgør en stor andel af BNP.

De potentielle tilpasningsomkostninger fra øget frihandel understreger behovet for en dynamisk økonomi og et fleksibelt arbejdsmarked. Det danske arbejdsmarked er et af de mest fleksible i EU og er kendetegnet ved en høj grad af jobmobilitet, jf. artiklen *Geografisk jobmobilitet og lønfleksibilitet* i denne Kvartalsoversigt. Dette betyder, at det er forholdsvis nemt at afskedige og ansætte medarbejdere samtidig med, at muligheden for videre- og efteruddannelse øger danskernes mulighed for at finde nyt arbejde. Dermed kan den nødvendige tilpasning ske så hurtigt som muligt, og de økonomiske gevinster kan realiseres.

I lyset af de økonomiske fordele ved international handel er det vigtigt for en lille åben økonomi som den danske, at den økonomiske politik understøtter frihandel, bl.a. gennem internationalt samarbejde.

## LITTERATUR

Ahn, JaeBin, Era Dabla-Norris, Romain Duval, Bingje Hu og Lamin Nijie (2016), Reassessing the productivity gains from trade liberalization, *IMF Working Papers*, nr. 77.

Bown, Chad (2009), The global resort to anti-dumping, safeguards, and other trade remedies amidst the economic crisis, Verdensbanken, *Policy Research Working Papers*.

Bussière, Matthieu, Giovanni Callegari, Fabio Ghironi, Giulia Sestieri og Norihiko Yamano (2013), Estimating trade elasticities: Demand composition and the trade collapse of 2008-2009, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, nr. 3.

Constantinescu, Cristina, Aaditya Mattoo og Michele Ruta (2015), The global trade slowdown: Cyclical or structural?, *IMF Working Papers*, nr. 6.

Dornbusch, Rudiger, Stanley Fischer og Paul Samuelson (1977), Comparative advantage, trade and payments in a Richardian model with a continuum of good, *American Economic Review*, nr. 67.

Dutt, Pushan, Devashish Mitra og Priya Ranjan (2009): International trade and unemployment: Theory and cross-national evidence, *Journal of International Economics*, vol. 78, nr. 1, juni.

Felbermayr, Gabriel, Julien Prat og Hans-Jörg Schmerer (2011), Trade and unemployment: What does the data say, *European Economic Review*, vol. 55, nr. 6, august.

Gamberoni, Elisa, Erik von Uexkull og Sebastian Weber (2010), The role of openness and labour market institutions for employment dynamics during economic crises, International Labour Office, Employment Sector, *Employment Working Papers*, nr. 68.

Kee, Hiau L., Cristina Neagu, og Alessandro Nicita (2013), Is protectionism on the rise? Assessing national trade policies during the crisis of 2008, *Review of Economics and Statistics*, vol. 95, nr. 1.

6 En del af denne udvikling kan afspejle målefejl, bl.a. som følge af den teknologiske udvikling, hvor fx kvalitetsforbedringer på eksempelvis smartphones og computere kan være svære at måle

Klein, Michael W., Christoph Moser og Dieter M. Urban (2010), The contribution of trade to wage inequality: The role of skill, gender, and nationality, *NBER Working Papers*, nr. 15985.

Mayer, Thierry og Gianmarco I.P. Ottaviano (2007), The happy few: The internationalization of European firms, *Bruegel Blueprint Series*, vol. 3.

Nellemann, Peter Beck og Karoline Garm Nissen (2016), Globale værdikæder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

OECD (2011), The impact of trade liberalisation on jobs and growth: Technical note, *OECD Trade Policy Papers*, nr. 107.

Ohlin, Bertil (1933), Interregional and international trade, Harvard University Press.

Produktivitetskommissionen (2013), Konkurrence, internationalisering og regulering, Analyserapport 2.

Ricardo, David (1817), On the principles of political economy and taxation.

Riker, David (2015), Export-intensive industries pay more on average: an update, U.S. International Trade Commission, *Office of Economics Research Note*, nr. 04A.

Timmer, Marcel P. (red.) (2012), The world input-output database (WIOD): Contents, sources and methods, *WIOD, Working Papers*, nr. 10.

Wacziarg, Romain og Karen Horn Welch (2008), Trade liberalization and growth: New evidence, *World Bank Economic Review*, vol. 22, nr. 2.

WTO (2016) "Report on G20 trade measures".



# AKTUELLE TENDENSER I FÆRØSK ØKONOMI

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Højkonjunktoren, der begyndte i 2013, ser ud til at fortsætte med forøget styrke i 2016. Færøernes Økonomiske Råd, FØR, har i den seneste prognose fra september opjusteret skønnet for væksten i værdien af produktionen (bruttonationalprodukt, BNP) i 2016 og 2017. Der er fremgang i beskæftigelse og lønudbetalinger sammenlignet med sidste år, og lønmodtagernes købekraft styrkes yderligere af, at forbrugerpriserne falder. Landsstyret vurderede i marts 2016, at produktionen ligger over kapaciteten i økonomien, der målt på produktionsgabets forventes at være 4,3 pct. af BNP i 2016. Der er derfor risiko for overophedning, særligt i byggeriet. Samtidig planlægger landsstyret, kommunerne og offentligt ejede selskaber at investere massivt i bl.a. infrastruktur og sygehuse. I 2016 forventes beløbet at blive 1,3 mia. kr. (7,3 pct. af BNP), hvilket er 20 pct. højere end i 2014. Investeringerne i offentligt regi forventes at stige yderligere 34 pct. frem til 2018. Der er dermed risiko for, at den offentlige sektor og offentligt ejede virksomheder medvirker til at

presse økonomien yderligere over dens kapacitetsgrænse.

Der er indikationer på, at det offentlige og private forbrug vokser i 2016. Fremgangen i beskæftigelsen er fordelt på næsten alle sektorer, men er særligt stor i erhvervet for fiskeopdræt. Ledigheden nærmer sig et rekordlavt niveau. Fremgangen i fiskeriet ser ud til at have toppet, mens erhvervet for fiskeopdræt forsøger at udvide produktionskapaciteten gennem store investeringer i landanlæg.

Ifølge finansloven vil landskassen få overskud for første gang i otte år. Det skyldes dog overvejende budgeteffekter af de stærke konjunkturer. Landsstyret vurderer, at det strukturelle underskud på den offentlige saldo i 2016 bliver 1,1 pct. af BNP. Dertil kommer betydelige demografiske udfordringer, der gradvist intensiveres over de kommende 40 år. FØR vurderede i 2015, at finanspolitikken skal strammes varigt med 5 pct. af BNP, hvis den offentlige gæld skal stabiliseres på langt sigt.

Det offentlige forbrug og investeringer har historisk været med til at forstærke konjunkturer-

### Landsstyret bør stramme finanspolitikken og sikre langsigtet holdbarhed

Efter flere års stigende eksportindtægter drevet af bl.a. høje priser på opdrættet laks og gode fangster af makrel og sild fortsætter højkonjunktoren med forøget styrke i 2016. Færøernes Økonomiske Råd forventer, at væksten de næste par år drives af både indenlandsk og udenlandsk efterspørgsel, især meget store investeringer i den offentlige sektor og i offentlige virksomheder. Der er risiko for overophedning af økonomien, særligt i byggeriet. På den baggrund vurderer

Nationalbanken, at

- det strukturelle underskud på de offentlige finanser bør vendes til et overskud hurtigere end planlagt,
- de langsigtede udfordringer for den finanspolitiske holdbarhed bør håndteres nu, og
- landsstyrets og kommunernes budgetter bør koordineres bedre for at sikre en samlet styring af de offentlige finanser.

ne i perioder. Der er risiko for, at det gentages i den nuværende højkonjunktur, og landsstyret bør overveje at udskyde en del af de meget store investeringer, til økonomien er kommet ned i gear. Derudover bør landsstyret vende det strukturelle underskud til et overskud hurtigere end planlagt. Med højkonjunktur og store overskud i de fiske-relaterede erhverv er det desuden et godt tidspunkt at håndtere den langsigtede udfordring for den finanspolitiske holdbarhed. Den kan opnås ved reformer, der øger arbejdsudbuddet, fx ved at forhøje pensionsalderen over tid, og ved at sikre, at landskassen får større del i den såkaldte ressourcerente fra de fiskerelaterede erhverv. Det vil mindske overnormal profit og høje lønninger i dele af fiskeerhvervene. FØR vurderer, at disse to tiltag imidlertid kun kan håndtere to tredjedele af udfordringen.

## OPSVINGET TAGER TIL I 2016

Ifølge det seneste skøn steg værdien af produktionen 6,2 pct. i 2015, hvilket er omtrent det samme som de seneste år, jf. tabel for nationalregnskabet i appendiks og figur 1. Nationalregnskabet på Færøerne opgøres kun i værdi (løbende priser), og alle tal i artiklen er derfor i løbende priser. Produktionen er samlet steget 21 pct., siden opsvinget begyndte i 2013. Ifølge FØR's seneste prognose fra september 2016 forventes opsvinget at tage til i 2016, hvor produktionen skønnes at stige 8,5 pct. I forårsprognosen forventede FØR en vækst i 2016 på 5,3 pct. Afhængigheden af fiskeopdræt og fiskeri, hvor aktiviteten bl.a. følger udviklingen i bestandene, betyder dog, at der er store udsving i økonomien. Siden finanskrisen har væksten i produktionen været højere end i Danmark, og produktionen pr. indbygger på Færøerne nåede i 2015 op ved siden af den danske. Disponibel bruttonationalindkomst pr. indbygger var imidlertid højere end den danske på grund af tilskuddet fra den danske stat og nettolønindkomst fra personer, der arbejder i udlandet, men bor på Færøerne.

Mens begyndelsen af opsvinget hovedsageligt var drevet af eksporten, er fremgangen i økonomien i det forgangne år mest båret af den indenlandske efterspørgsel, hvor væksten især er drevet af højere privat forbrug. Bilsalget er sædvanligvis en god indikator for udviklingen i det private forbrug. Antallet af nye personbiler

steg lidt under 12 pct. i 2015 og med over 13 pct. år til år i de første syv måneder af 2016. Med en stigning i værdien af importerede personbiler på over 25 pct. i 2015 er der ydermere tale om dyrere biler.

Investeringerne faldt yderligere i 2014, drevet af færre nyindkøbte fly og skibe, der i høj grad importeres og derfor ikke umiddelbart påvirker aktiviteten. Lønudbetalingerne inden for byggeriet steg med over 10 pct. i 2015 og godt 12 pct. år til år i 1. halvår 2016, hvilket tyder på, at anlægsinvesteringerne fortsætter op. Efter en stor stigning i det offentlige forbrug på 3,5 pct. i 2013, var det uændret i 2014. Lønudbetalinger i den offentlige sektor indikerer, at det offentlige forbrug er steget betydeligt i 2015 og 1. halvår 2016, hvilket vil bidrage til den økonomiske aktivitet.

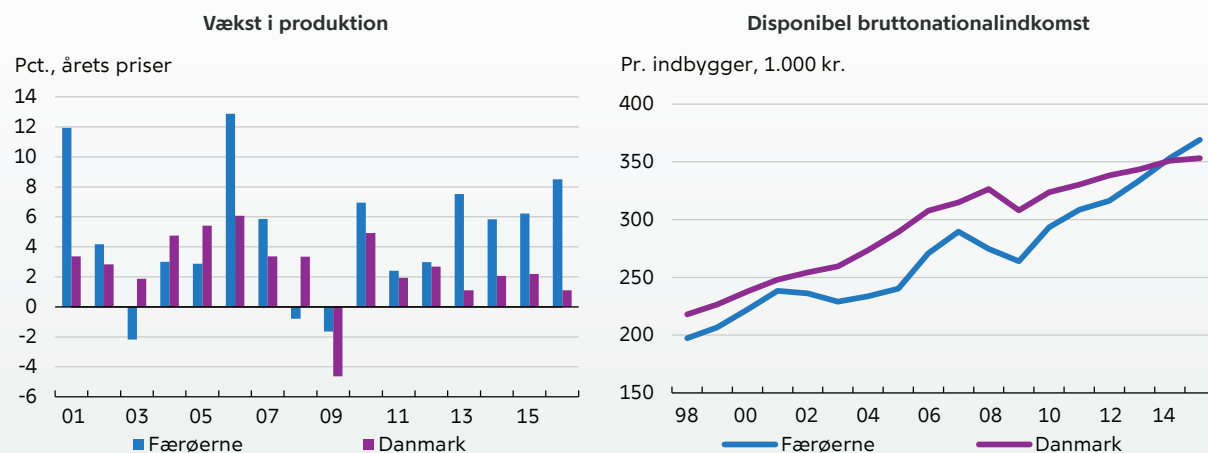
Ifølge en opgørelse fra FØR planlægger landsstyret, kommunerne og offentligt ejede selskaber en række store investeringer på 1,3 mia. kr. (7,3 pct. af BNP) i 2016, hvilket er 20 pct. højere end i 2014. Investeringerne forventes at stige med yderligere 34 pct. frem til 2018. Eksempelvis planlægges to nye tunneller til en samlet pris på 2,1 mia. kr. (13 pct. af BNP) i perioden 2016-21. I en dansk sammenhæng svarer det til mere end fire Femernbælt-tunneler.<sup>1</sup> Importindholdet i mange af disse investeringer er stort, men på grund af det samlede omfang vil det bidrage betydeligt til den økonomiske vækst og til risikoen for flaskehalse, særligt inden for byggeriet, hvor der i forvejen er tegn på overophedning. Syv ud af ti byggevirk-somheder angiver mangel på arbejdskraft som en begrænsende faktor for væksten. Omfanget af de offentlige investeringer og investeringer i offentligt ejede selskaber risikerer dermed at presse økonomien yderligere over kapacitetsgrænsen.

Den fortsatte fremgang i eksporten af fisk i 2015 betød, at værdien af vareeksporten ekskl. skibe og fly steg lidt mere end 7 pct. i 2015. Vareimporten ekskl. skibe og fly faldt med 2,6 pct., hvilket særligt var trukket af, at importværdien af brændstof faldt mere end 30 pct., primært på grund af, at prisen på olie på verdensmarkedet faldt. De foreløbige tal for 1. halvår 2016 viser, at værdien af eksporten ekskl. skibe og fly er gået kraftigt frem. Prisen på laks, der udgør 45 pct. af

1 Til sammenligning koster tunnelen under Femernbælt mellem Danmark og Tyskland, der skal bygges over 12 år, ca. 65 mia. kr. inkl. landanlæg eller 3,3 pct. af Danmarks BNP i 2015.

**Fremgangen i produktionen har medført højere velstand på Færøerne end i Danmark**

Figur 1



Anm.: BNP og bruttonationalindkomst er opgjort i løbende priser. 2014-15 er foreløbige tal, og 2016 er en prognose.  
Kilde: Hagstova Føroya, Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

eksporten, er især steget betydeligt siden årsskiftet. Vareimporten ekskl. skibe og fly er steget med 7 pct. år til år primært på grund af import af maskiner.

Overskuddet på handelsbalancen for varer var i 2015 på 757 mio. kr. (4,6 pct. af BNP), mens tjenebalancen må forventes at være negativ. Den har været negativ i omegnen af 1 mia. kr. i de seneste opgjorte år. Dertil kommer et positivt bidrag fra lønindkomster fra personer, der bor på Færøerne, men arbejder i udlandet (inkl. Danmark) på 700-800 mio. kr. Endelig er der overførsler på ca. 800 mio. kr., der især stammer fra tilskuddet fra den danske stat. Derfor forventes overskuddet på betalingsbalancen i 2015 at være betydeligt.

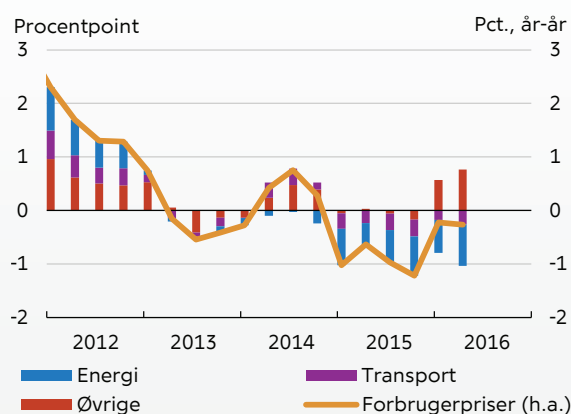
Ifølge de halvårslige konjunkturbarometre ser virksomheder og forbrugere generelt ikke lige så positivt på den økonomiske situation som i de foregående år. Især forbrugerne ser mindre positivt på deres egen og landets økonomi om et år. Færre ordrer i ordrebogen, lavere forventede afsætningspriser og dårligere international konkurrenceposition har fået industriens forventninger til fremtiden til at falde til et lavere, men stadig positivt, niveau. Det er i tråd med den seneste prognose fra FØR, der forventer en lavere vækst på 4,1 pct. i 2017. Detailhandlen og især byggeriet har dog meget positive forventninger til fremtiden.

## OLIEPRISER TRÆKKER PRISERNE NED

Forbrugerpriserne har stort set været faldende siden foråret 2013, jf. figur 2. I 2. kvartal 2016 lå de 0,3 pct. lavere end samme kvartal året før. Det er særligt de faldende oliepriser på verdensmar-

**Faldende priser på energi trækker forbrugerpriserne ned**

Figur 2



Anm.: Vægten af komponenter, hvor olie- og energipriser har direkte effekt, er omtrent ens i Danmark og Færøerne. Volatiliteten af prisindeksene for energikomponenterne ved ændringer i oliepriser er derimod betydeligt højere på Færøerne, hvilket bl.a. skyldes forskelle i systemet for skatter og afgifter. I modsætning til det danske forbrugerprisindeks er renteudgifter til bolig inkluderet i det færøske prisindeks i stedet for en imputeret lejeværdi af egen bolig. I figuren er vækstbidraget fra renteudgifter til boliger taget ud. Øvrige er inkl. afrunding.

Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

kedet i 2015, der trækker priserne på energi ned. Priser på fødevarer, beklædning og fodtøj trækker derimod priserne opad. Faldet i forbrugerpriserne understøtter husholdningernes købekraft og derigennem det private forbrug.

## FLERE I BESKÆFTIGELSE

Antallet af lønmodtagere steg for tredje år i træk efter at have ligget stabilt de foregående år, jf. figur 3. Tempoet er imidlertid aftaget en smule, således at antallet af lønmodtagere i maj 2016 var 1,9 pct. højere end i maj året før sammenlignet med en årlig vækst på 3,3 pct. i maj sidste år. Væksten i lønudbetalingerne er høj, men er aftaget en smule til 5,3 pct. år til år. I de seneste måneder er væksten dog fladet ud.

Stigningen i beskæftigelsen fra 2015 til 2016 var bredt funderet på tværs af sektorer, men målt i personer var den størst i kommunerne og private tjenesteerhverv, der har skabt mere end halvdelen af alle nye job. Det seneste års fremgang i opdræt af fisk har medført, at beskæftigelsen er steget markant med ca. 11 pct. Produktiviteten i erhvervet er høj, og produktionen kræver normalt relativt lidt arbejdskraft.<sup>2</sup>

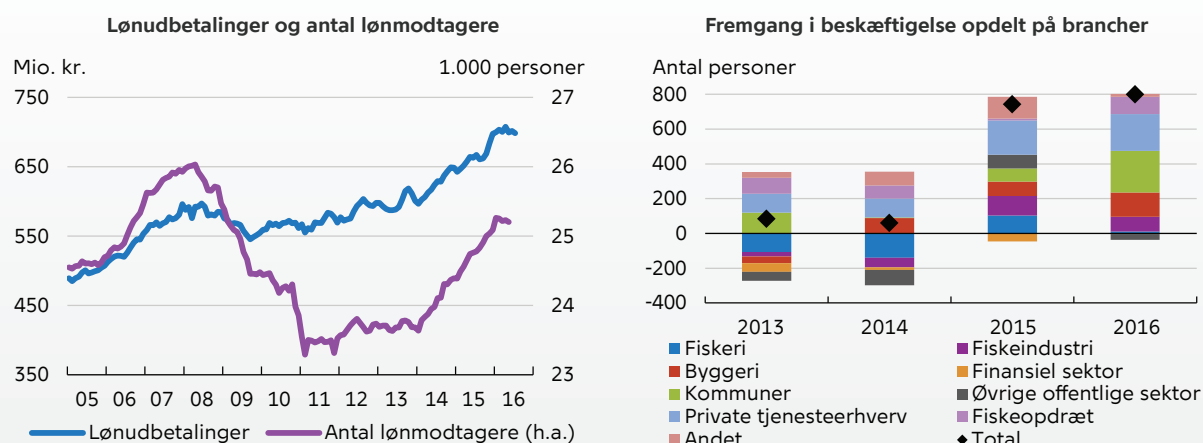
Beskæftigelsen i byggeriet er steget over 8 pct. år til år som følge af bl.a. de store offentlige anlægsprojekter, der er sat i gang på det seneste. Det er omtrent samme niveau som i 2005, før højkonjunktorens kraftigt stigende priser på boliger medførte et byggeboom.

Ledigheden er faldet jævnt siden 2011 og udgjorde i november 2015 sæsonkorrigeret 2,4 pct. af arbejdsstyrken. Den nærmer sig dermed det rekordlave niveau fra den seneste højkonjunktur i 2007-08, jf. figur 4. Den lave ledighed er et tegn på et stigende kapacitetspres og understreger nødvendigheden af, at landsstyret og kommunerne undgår at øge aktivitetsniveauet og sikrer reformer, der kan øge arbejdsstyrken.

Et betydeligt antal færingere, især inden for håndværk og byggeri, har bopæl på Færøerne, men arbejder i udlandet, bl.a. på grund af højere løn og skattefordele. Landsstyret kan delvist afbøde manglen på arbejdskraft ved at reducere skattefordelene. Ud over at mindske risikoen for overophedning vil det også øge skatteindtægterne. Niveauet for ledighed kan ikke direkte sammenlignes med andre økonomiers, da befolkningen på Færøerne er relativt mobil og reagerer på høj ledighed med udvandring. Således faldt arbejdsstyrken under krisen som følge af nettoudvandring,

Særligt den offentlige sektor og private tjenesteerhverv ansætter nye medarbejdere

Figur 3



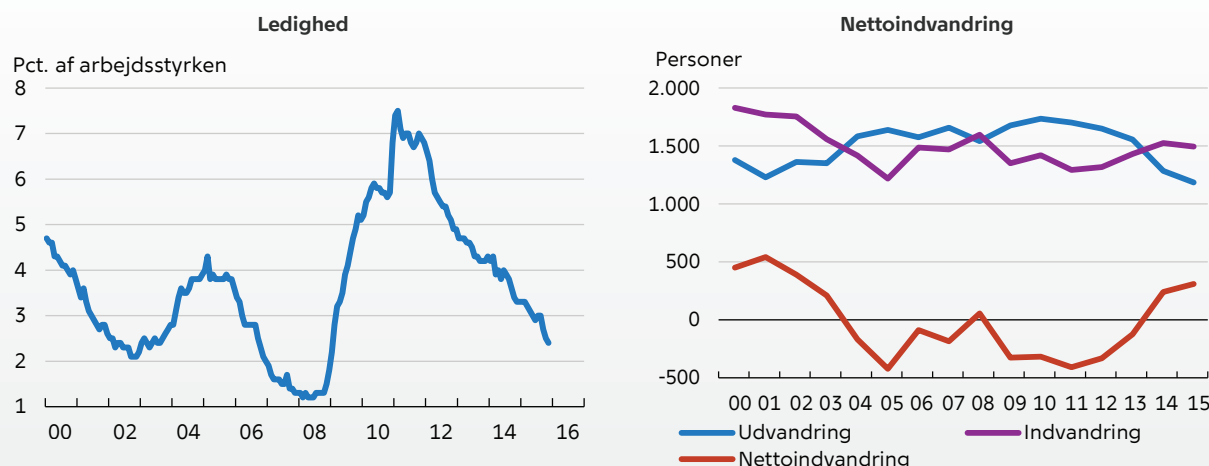
Anm.: Venstre figur: Sæsonkorrigerede månedstal. 3 måneders glidende gennemsnit for lønudbetalinger. Seneste observation er maj for antal lønmodtagere og juli for lønudbetalinger. Højre figur: Ændringer i gennemsnitlig beskæftigelse i første kvartal af perioden i forhold til året før.

Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

<sup>2</sup> Erhvervet beskæftiger under 4 pct. af lønmodtagerne, men skaber ca. 7 pct. af bruttoværditilvæksten.

## Stor fremgang i beskæftigelsen øger nettoindvandring og trækker ledighed ned

Figur 4



Anm.: Sæsonkorrigerede månedsdata for ledighedsprocenten. Seneste observation er november 2015.  
Kilde: Hagstova Føroya.

mens den seneste fremgang i økonomien har medført nettoindvandring af folk i den arbejdsdygtige alder foruden en højere erhvervsfrekvens.

## EKSPORTVÆRDIEN AF FISK STIGER FORTSAT

Fiskeri- og opdrætserhvervene udgør omkring en sjettedel af den samlede bruttoværditilvækst på Færøerne og ca. 98 pct. af vareeksporten ekskl. skibe og fly. Færøsk økonomi er dermed meget afhængig af udviklingen i fangstmængder og fiskepriser. Begge svinger en del over tid, men ikke nødvendigvis i samme retning for de forskellige fiskerityper og fiskearter. Da indtjeningen i stigende grad har fordelt sig på flere forskellige slags fiskerierhverv, bidrager det til i nogen grad at mindske sårbarheden i økonomien som helhed.

Fiskeriet gik markant frem i 2015, hvor værdien af eksporten steg med over 20 pct., jf. figur 5. Det skyldes en kombination af stigende priser og større fangster. Det pelagiske fiskeri efter bl.a. sild og makrel klarer sig bedst, mens det traditionelle bundfiskeri, der primært fisker torsk, sej og kuller omkring Færøerne, fortsat er økonomisk trængt.

Bundfiskeriet er kendetegnet ved, at bestandene af fisk er lokale og ikke på gennemtræk som

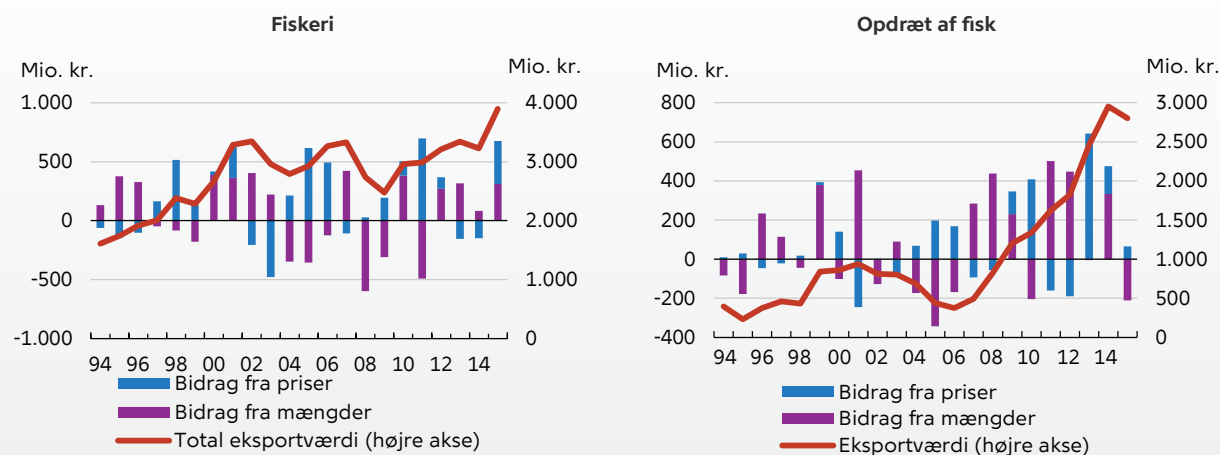
pelagiske fisk. Derfor er reguleringen et lokalt anliggende. Bestandene af bundfisk er for flere arter kritisk lave, og fangsterne har ligget over fiskeribiologernes anbefalinger de seneste mange år, jf. Hegland og Hopkins (2014).

Indtjeningen i det pelagiske fiskeri er steget meget i de seneste fem år, hvilket primært skyldes, at en større bestand af makrel omkring Færøerne har ført til, at fangsten er blevet firdoblet, og at den samtidig er blevet afsat til højere priser. I 2014 indgik Færøerne en 5-årig aftale med EU og Norge, der gjorde det muligt at fiske den samme mængde makrel som i de foregående år. I 2010-13 havde Færøerne fastsat sin egen kvote for makrel på grund af uenighed med de øvrige lande.

I 2015 steg især fangsten af sild og forøgede i kombination med væsentlig højere priser eksportværdien med mere end 60 pct. Eksportværdien af sild er dog kun lige godt halvt så stor som makrel. Færøerne står uden for aftalen mellem EU, Norge, Island og Rusland og har fastholdt sin egen kvote for sild på lidt mere end 40.000 tons i 2015, hvilket er på niveau med 2014. Færøerne står uden for aftalen på grund af utilfredshed med dens andel på godt 5 pct., som landet er tildelt i aftalen. Der er hidtil ikke opnået enighed om kvoterne for sild og blåhvilling i 2016, hvor Færøerne egenhændigt har sat en kvote for sild på 56.000 tons og for blåhvilling på godt 347.000 tons (ca. 71.500 tons er overført fra kvoten fra 2015).

Fiskeriet var i fremgang i 2015, mens opdræt af fisk gik lidt tilbage

Figur 5



Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger

Efter otte års konstant fremgang gik det lidt tilbage for havbrugene i 2015 på grund af et fald i solgte mængder. Priserne på laks er foreløbigt steget markant i 2016 i forhold til 2015. Lavere forventet fangst af vildlaks i Alaska og algeudbrud i chilenske havbrug kan lægge en dæmper på udbuddet af laks i 2. halvår 2016 og medvirke til at understøtte, at priserne på kort sigt fortsat er høje.

Siden Rusland indførte handelsembargo på fødevarer fra bl.a. EU, har Færøerne på det russiske marked<sup>3</sup> opnået afregningspriser på laks, der er højere end verdensmarkedsprisen. De gode afsætningsmuligheder har ført til, at Rusland i 2015 aftog over 25 pct. af den samlede værdi af færøsk eksport mod 17 pct. året før. Rusland er dermed Færøernes suverænt største enkelte eksportmarked, mens USA og Storbritannien med knap 9 pct. hver er de næststørste. Set under ét er EU-landene fortsat Færøernes primære handelspartner med 41 pct.

Efter flere gode år for det pelagiske fiskeri og opdræt af fisk er det tvivlsomt, om de høje vækstrater kan fortsætte. Omfanget af havbrug er tæt på sin nuværende kapacitetsgrænse, hvis man vil undgå sygdomme. Færøernes største virksomhed, Bakkafrøst, planlægger investeringer på over 2 mia. kr. i landanlæg over de næste fem år. Ifølge selskabet bliver det dermed muligt at lade lakse-

ne vokse sig større, inden de sættes ud i fjordene og derigennem øge kapaciteten på længere sigt. Derudover gør det fiskeopdrættet mindre udsat for sygdomme. For det pelagiske fiskeri er den fremtidige vækst underlagt fordelingen af kvoterne mellem landene og bæredygtigheden af det samlede fiskeri i det nordøstlige Atlanterhav. Ifølge tal fra Færøernes fiskeriundersøgelser er tilgangen af unge fisk i bundfiskeriet fortsat meget lav, hvilket tyder på, at øget fiskeri ikke er muligt foreløbigt.

I januar nedsatte landsstyret en arbejdsgruppe, der skal komme med forslag til en reform af fordelingen af alle fiskelicenser på Færøerne, når de udløber med udgangen af 2017. En vigtig del af kommissoriet er, at det nye system skal afvikle den politiske uddeling af fiskerettigheder til fordel for tildeling på markeds-mæssige vilkår. Det er vigtigt, at processen bliver transparent og sikrer flerårige licensperioder, der understøtter investeringerne i erhvervet. Reformen skal forbedre det offentlige budget væsentligt. Den pelagiske fiskeindustri har de seneste år haft betydelige overnormale profitter i omegnen af 500 mio. kr. årligt, såkaldte ressourcerenter, ifølge Ellefsen og Rógvi (2015). Forfatterne noterer, at beløbet meget vel kan være steget siden hen på grund af aftalen om makrelfiskeriet.

<sup>3</sup> Færøerne er ikke en del af EU.

## STIGENDE INDLÅNSOVERSKUD I FÆRØSKE BANKER

De færøske bankers udlån til virksomheder er steget siden årsskiftet, men ligger på et lavere niveau sammenlignet med sidste år, mens indlånet fortsætter op, jf. figur 6. Ifølge bankerne skyldes udviklingen i udlån primært, at efterspørgslen efter lån er meget lav. Bankernes gearing, det vil sige summen af aktiver i forhold til deres egenkapital, er dog høj i forhold til tidligere år.

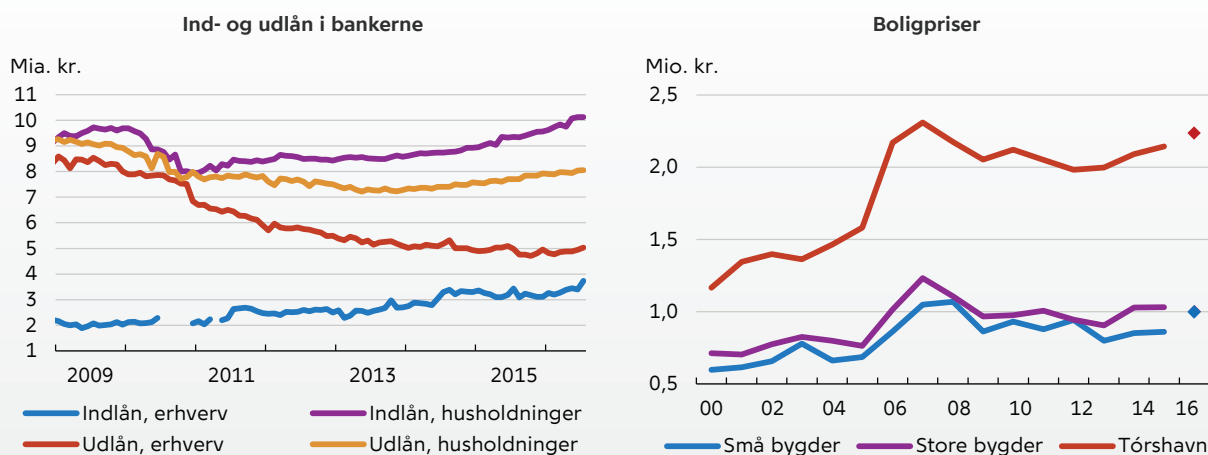
Fiskeriet, som tidligere optog mange lån og i kriseperioder var kilde til store kredittab for bankerne, låner i dag kun lidt i bankerne. De store investeringer foregår primært i det pelagiske fiskeri og opdrætsindustrien. Begge erhverv har i disse år så store overskud, at de fleste investeringer kan finansieres internt i virksomhederne eller afdrages over kort tid. Lån til de største investeringer i fx opdrætserhvervet ydes bl.a. af udenlandske banker.

Husholdningers indlån steg 8 pct. år til år i juli. Indlånet fra husholdninger var over 10 mia. kr. i juli, hvilket er ca. 20 pct. højere end for tre år siden. Samtidig er bankers udlån til boligformål steget lidt under 5 pct. år til år i juli, hvilket er en lidt højere vækst end sidste år. Det skal ses i lyset

af, at boligpriserne, særligt i Tórshavn, steg over 8 pct. år til år i 1. kvartal 2016. Dermed er priserne næsten nået op på niveauet fra 2008.<sup>4</sup> Boligmarkedet drives frem af stigende disponible indkomster og lave renter, hvilket også afspejler sig i en øget omsætning på boligmarkedet, der de seneste to år er steget mere end 25 pct. om året. Boligmarkedet på Færøerne er generelt kendetegnet ved, at køber afdrager lån hurtigere end i eksempelvis Danmark. Det gør boligejernes modstandskraft større, hvis der opstår stød, og lægger en dæmper på prisudviklingen. Der betales derimod ikke grund- og ejendomsværdiskatter, hvilket alt andet lige trækker brugerprisen ned og derigennem holder prisniveauet oppe. Skattefradrag for renter på boliglån trækker i samme retning. Både loftet og procentsatsen for boligejeres renteudgifter er blevet sat gradvist ned siden 2009, så 35 pct. af renteudgifterne op til et loft på 110.000 kr. refunderes i 2016. I 2018 nedsættes loftet til 100.000 kr. årligt.

Stigning i udlån til husholdninger skal ses i lyset af højere boligpriser i Tórshavn

Figur 6



Anm.: Venstre figur: I september 2013 indførtes en ny statistik, som er sammenkædet med den gamle statistik. Husholdninger og inon-profit institutioner rettet mod husholdninger er derfor lagt sammen. Seneste observation er juli 2016. Højre figur: Data for 2016 er kun 1. kvartal.  
Kilde: Danmarks Nationalbank, Hagstova Føroya, Eik Bank og egne beregninger.

4 Antallet af handler pr. kvartal er relativt lavt, hvilket gør gennemsnitspriserne følsomme over for enkelthandler.

## FINANSPOLITIKKEN BØR STRAMMES

Færøerne har haft underskud på de offentlige finanser fra 2008 og frem til 2015, men det er faldet på grund af højkonjunktoren. Underskuddet har hovedsageligt været på landskassens finanser, mens kommunerne havde mindre overskud. Landskassen udbyggede i 2015 sit overskud på driften til 343 mio. kr., da driftsudgifterne faldt mere end indtægterne. Drifts-, anlægs- og udlåns-saldoen, DAU, var dog ligesom tidligere år negativ med et underskud på 0,1 pct. af BNP, jf. tabel 1. Finansloven for 2016 budgetterer med et DAU-overskud på 9 mio. kr. (0,1 pct. af BNP), hvilket dog forventes at blive modsvaret af et stort underskud på kommunernes DAU-saldo på 218 mio. kr. (1,2 pct. af BNP), fordi driftsudgifter og anlægsinvesteringer øges. Den markante lempelse i kommunernes budgetter understreger behovet for bedre koordinering med landsstyrets økonomiske politik. Ifølge landsstyrets økonomiske redegørelse fra marts 2016 forventes landskassens overskud at stige svagt til 0,3 pct. af BNP i 2017. Den offentlige gæld har været stigende siden 2008 som følge af

underskuddene i særligt landskassen, men bruttogælden er fortsat lav i international sammenhæng, jf. Autrup 2015.

Overskuddene på budgettet i år og næste år er begrænsede, selv om Færøerne er midt under en højkonjunktur, hvor væksten i de seneste fire år har ligget mellem 6 og 9 pct. om året. Ifølge Landsstyreområdet for finansanliggender er produktionen over kapacitetsgrænsen med et produktionsgab på 4,3 pct. af BNP i 2016 faldende til 2,5 pct. af BNP næste år. Landsstyret har ikke været i stand til i tilstrækkelig grad at forbedre de offentlige finanser under højkonjunktoren. Således forventer landsstyret, at de offentlige finanser i 2017 vil få strukturelt underskud på tiende år, om end det er forbedret med 1 pct. af BNP de seneste fem år. Det betyder, at nødvendige tilpasninger udskydes og risikerer at skulle gennemføres under svagere konjunkturer.

Beregninger fra FØR viser, at den offentlige sektors forbrug og investeringer typisk er steget, når de offentlige indtægter er steget på grund af forbedrede konjunkturer. Det har derfor haft en forstærkende effekt på konjunkturforløbet. Med

**Landskassens hovedposter**

Tabel 1

| Mio. kr.                                  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  |
|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Skatter og afgifter mv.                   | 3.686 | 4.015 | 3.884 | 3.919 | ..    |
| Andre indtægter                           | 63    | 62    | 51    | 68    | ..    |
| Tilskud fra den danske stat               | 632   | 635   | 642   | 642   | 642   |
| Indtægter i alt                           | 4.381 | 4.712 | 4.577 | 4.629 | 4.795 |
| Driftsudgifter                            | 4.463 | 4.588 | 4.234 | 4.418 | 4.462 |
| Anlægsinvesteringer                       | 237   | 360   | 341   | 186   | 280   |
| Renteudgifter, netto                      | 94    | 18    | 84    | 16    | 3     |
| Udgifter i alt                            | 4.794 | 4.966 | 4.659 | 4.620 | 4.745 |
| Saldo (DAU) landskassen                   | -413  | -254  | -83   | 9     | 50    |
| <i>Memo (pct. af BNP):</i>                |       |       |       |       |       |
| Saldo (DAU) landkassen                    | -2,8  | -1,6  | -0,5  | 0,1   | 0,3   |
| Strukturelt offentligt saldo              | -1,7  | -1,6  | -1,2  | -1,1  | -0,5  |
| Saldo (DAU) for landskassen og kommunerne | -3,1  | -1,2  | 0,4   | -1,2  | ..    |

Anm.: Tal for 2013-15 er regnskabstal, tal for 2016 er fra finansloven, og tal for 2017 er bevillingsrammer fra Økonomisk Redegørelse I. Net-torenteudgifter indeholder bl.a. overført overskud fra Danmarks Nationalbank. Det strukturelle offentlige underskud er for landkasse, kommuner og sociale fonde.

Kilde: Landsstyreområdet for finansanliggender.

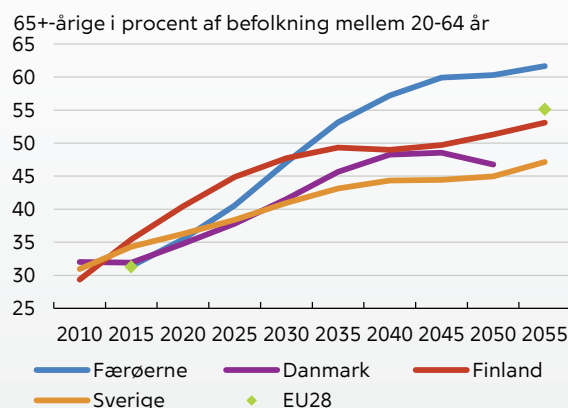
de store planlagte stigninger i investeringer i den offentlige sektor og offentligt ejede virksomheder risikerer landsstyret, at dette mønster bliver gentaget. Samtidig er skatteprovenuet alt andet lige blevet udhulet af skattelettelser i forbindelse med skattereformen i 2012, hvor der blev indført en lavere skat på indkomster i den højere ende af indkomstskalaen. Ved samme lejlighed fremrykkede landsstyret også skattebetaling af pensioner mod skattefri udbetaling i fremtiden. Tiltagene har været medvirkende til at forværre det strukturelle underskud. Det nuværende landsstyre har fra 2016 givet skattelettelser til personer med lav- og mellemindkomster for 123 mio. kr. (inkl. dynamiske effekter) svarende til ca. 1 pct. af BNP. Det forventes finansieret ved øgede ressourceafgifter og forsøg med fiskekvotaauktioner i 2016, hvor særligt provenuet fra auktionerne er usikkert fra år til år. Auktionerne har samlet givet det forventede provenu for 2016.

Anlægsinvesteringerne i den offentlige sektor vil være meget store i de næste år, heraf ligger en betydelig del i offentlige selskaber. Investeringer i fx infrastruktur vil for en dels vedkommende ikke fremgå af budgettet for landskassen, da de i høj grad finansieres igennem låntagning i separate offentligt ejede selskaber. Landsstyret bør undgå at forstærke opsvinget med stigninger i det offentlige forbrug og for store investeringer. Det bør overvejes, om dele kan udskydes.

Ligesom mange andre økonomier står den færøske over for store demografiske udfordringer, fordi der bliver flere ældre og færre personer i den erhvervsaktive alder, jf. figur 7. Udfordringerne på Færøerne er dog større end i andre nordiske økonomier og EU set under ét. Mens der var seks personer i den erhvervsaktive alder til at forsørge to ældre i 2015, vil det på Færøerne om 40 år skulle klares af tre personer under 65 år. Færøske kvinders fertilitet er høj, men i fremskrivningerne forventes de seneste ti års *nettoudvandring* på lidt under 0,4 pct. af befolkningen om året at fortsætte. Fremskrivninger af befolkningstal er i sagens natur usikre, især udviklingen i fertilitet og nettoindvandring, men det ændrer ikke på billedet af stærk demografisk modvind i færøsk økonomi. I Danmark har reformer, fx højere pensionsalder indekseret til levealderen, medført, at de offentlige finanser er holdbare på langt sigt. Landsstyret har foreløbigt ikke fremtidssikret de offentlige finanser. Uden

**Den demografiske modvind på Færøerne tager til i de kommende årtier**

Figur 7



Anm.: Den sidste observation for Færøerne er 2054. Bemærk, at pensionsalderen på Færøerne er 67 år, men skæringen på 65 år er lavet for at kunne sammenligne på tværs af lande, hvor pensionsalderen generelt har været lavere.

Kilde: Hagstova Føroya, Nordisk Ministerråds sekretariat og egne beregninger.

reformer vil de offentlige finanser på Færøerne få store udfordringer. FØR beregnede i 2015, at det offentlige underskud vil vokse støt frem mod 2050. Der er behov for en varig finanspolitisk stramning på omkring 5 pct. af BNP (750 mio. kr.) for at stabilisere den offentlige nettogæld på langt sigt.

FØR vurderer, at en gradvis forhøjelse af pensionsalderen fra 67 år til 72 år frem mod 2048 kun kan løse 1,9 procentpoint af udfordringen, mens højere indtægter fra fiskeri og opdræt for benyttelse af landets fælles ressourcer kan løse op til 1,5 procentpoint. Dermed udestår yderligere 1,5 procentpoint, der skal løses med andre tiltag.

Landsstyret har fremlagt lovforslag i Lagtinget om at genoprette Landsbanken, der blev nedlagt i 2013. Det er hensigten, at Landsbanken bl.a. skal varetage gælds- og likviditetsstyringen for landsstyret, kommunerne og offentlige fonde samt yde finansiel og makroøkonomisk rådgivning for myndighederne. Nationalbanken er fortsat pengepolitisk myndighed på Færøerne.

Vækstrater for nationalregnskabet målt i værdier

Tabel 2

| Pct.                                     | Andel af<br>BNP (2014) | 2006 | 2007 | 2008  | 2009  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014  | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------------------------------|------------------------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|-------|------|------|------|
| Privat forbrug                           | 51,6                   | 8,0  | 5,8  | -0,2  | -1,4  | -1,6 | 9,6  | 1,2  | 1,3  | 5,1   | 5,7  | 5,9  | 4,9  |
| Offentligt forbrug                       | 28,1                   | 3,3  | 8,2  | 10,5  | 1,8   | 3,7  | 1,9  | 0,9  | 3,3  | 0,5   | 1,5  | 3,8  | 2,5  |
| Bruttoinvesteringer i alt                | 19,7                   | 42,0 | 28,4 | -34,6 | -17,4 | 20,7 | -3,3 | 61,1 | -7,5 | -16,2 | 2,9  | 4,6  | 10,5 |
| Eksport af varer og tjenester            | 51,9                   | 11,2 | 6,5  | 7,8   | -11,0 | 15,2 | 12,9 | 2,2  | 11,7 | 8,5   | 8,1  | 12,7 | -0,9 |
| Endelig anvendelse<br>lig samlet tilgang | 151,3                  | 12,5 | 10,3 | -3,0  | -5,7  | 6,8  | 7,2  | 8,6  | 3,2  | 1,9   | 5,4  | 7,8  | 3,0  |
| Import af varer og tjenester             | 51,3                   | 11,9 | 18,7 | -6,8  | -13,2 | 6,6  | 17,2 | 18,8 | -3,6 | -4,9  | 3,8  | 6,4  | 0,8  |
| Bruttonationalprodukt (BNP)              | 100,0                  | 12,9 | 5,9  | -0,8  | -1,7  | 7,0  | 2,4  | 3,0  | 7,5  | 5,8   | 6,2  | 8,5  | 4,1  |
| Bruttonationalindkomst                   | ..                     | 12,8 | 5,7  | -2,9  | -3,6  | 11,2 | 3,3  | 3,8  | 5,9  | 5,6   | 6,2  | 8,4  | 4,2  |
| Disponibel<br>bruttonationalindkomst     | ..                     | 12,3 | 7,3  | -5,1  | -3,3  | 11,0 | 5,0  | 2,0  | 5,3  | 6,0   | 5,5  | 8,0  | 4,1  |
| Memo: Forbrugerpriser                    | ..                     | 1,5  | 3,6  | 6,3   | -1,0  | 0,4  | 2,3  | 2,2  | -0,6 | -1,0  | -1,7 | ..   | ..   |

Anm.: For 2014-15 er nationalregnskabet et skøn, og 2016-17 er en prognose.

Kilde: Hagstova Føroya.

## LITTERATUR

Autrup, Søren Lejsgaard (2015), Økonomisk Afdeling, Seneste tendenser i færøsk økonomi, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2015*.

Rigsombudsmanden på Færøerne (2016), Beretning.

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

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

Det Økonomiske Råd for Færøerne (2015b), Særlige analyser af offentlige investeringer og ældreplejen, *Redegørelse fra Det Økonomiske Råd for Færøerne*, efterår.

Økonomisk Redegørelse I (2016), Landsstyret for finansanliggender, marts.

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

