

DANMARKS
NATIONALBANK

**KVARTALSOVERSIGT
3. KVARTAL**

2014



DANMARKS
NATIONALBANK

DANMARKS
NATIONALBANK
KVARTALSOVERSIGT
3. KVARTAL
2014

KVARTALSOVERSIGT

3. KVARTAL 2014

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 under publikationer. Kvartalsoversigten oversættes til engelsk.

Ansvarshavende redaktør: Per Callesen
Redaktør: Niels Lynggård Hansen
Redaktionen er afsluttet 18. september 2014.

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
www.nationalbanken.dk

ISSN (Online) 1398-3857

INDHOLD

7 AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

ARTIKLER

43 BOLIGMARKED I FLERE HASTIGHEDER

Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl og Morten Hedegaard Rasmussen,
Økonomisk Afdeling

Det danske boligmarked er præget af betydelige regionale forskelle. I de større byer, især København, er der stærkt stigende priser, pæn handelsomsætning og begrænset udbud. Samtidig er priserne i andre dele af landet faldende, og markedet er her underdrejet med lav handelsaktivitet og mange boliger til salg. Disse regionale forskelle skyldes bl.a. demografi, indkomster, og hvorvidt jord er en knap ressource.

I artiklen opstilles en boligprismodel, der anvendes til at simulere virkningerne på udviklingen i boligpriserne af ændringer i renterne, afdragsfrihed og rentefradrag. Beregningerne viser, at boligpriserne i høj grad afhænger af renterne, og hvis de forbliver lave, kan det give et betragteligt løft i priserne, i hvert fald i visse områder. Simulationerne viser, at hvis grænsen for afdragsfrihed sættes ned fra 80 til fx 60 pct., vil det dæmpe prisstigningerne, men effekten vil være beskeden, og prisstigningerne vil fortsat være positive. Også en nedsættelse af skatteværdien af rentefradraget vil ifølge modellen have en begrænset effekt på boligpriserne.

63 PENGE, KREDIT OG BANKVÆSEN

Jens Bang-Andersen, Lars Risbjerg og Morten Spange, Økonomisk Afdeling

Artiklen belyser, hvad penge er, og hvad der bestemmer udviklingen i pengemængde og kreditgivning. Ud over kontanter, dvs. sedler og mønt, inkluderer de gængse definitioner af pengemængden andre likvide fordringer som fx indskud i bankerne. I praksis er der ikke et enkelt pengemængdebegreb, ligesom den relevante definition af pengemængden er ændret over tid. Mens sedler og mønt er udstedt af Nationalbanken, er den resterende del af pengemængden resultatet af transaktioner mellem aktører i den private sektor. Udviklingen i pengemængde og kreditgivning påvirkes af en række forhold, herunder efterspørgslen fra husholdninger og virksomheder, markedsforholdene, de regulatoriske rammer for den finansielle sektor samt Nationalbankens pengepolitik. En velfungerende finansiell sektor er afgørende for, at pengemængde og kreditgivning kan tilpasse sig efterspørgslen fra husholdninger og virksomheder.

STRAKSOVERFØRSLER AF PENGE I DANMARK

Morten Fremmich Andresen, Bank- og Markedsafdelingen
og Lars Egeberg Jensen, Betalingsformidlingsafdelingen

I november 2014 bliver det muligt for borgere og virksomheder i Danmark at overføre penge øjeblikkeligt, døgnet rundt alle årets dage, mod i dag, hvor der kan gå flere dage, før en betaling når frem til modtageren. Muligheden for at foretage sådanne straksoverførsler er kulminationen på en modernisering af den danske betalingsinfrastruktur, som er gennemført i et samarbejde mellem den finansielle sektor og Nationalbanken. Artiklen beskriver, hvordan borgere og virksomheder får mulighed for at overføre penge straks. Desuden beskrives de omfattende ændringer i den danske betalingsinfrastruktur, som etableringen af straksoverførsler medfører. Sidst i artiklen gennemgås erfaringerne med sammedags-overførsler, som blev muliggjort ved implementeringen af Intradagclearingen i efteråret 2013.

STATUS PÅ FINANSPOLITIKKEN I EU

Karoline Garm Nissen og Maria Hove Pedersen, Økonomisk Afdeling

Den globale økonomiske krise og aktive finanspolitiske lempelser førte til, at de offentlige finanser i EU-landene blev svækket kraftigt. Stort set alle landene kom i EU's underskudsprocedure og modtog henstillinger om at korrigere de offentlige budgetunderskud. Henstillingerne har medvirket til, at de offentlige finanser i EU er konsolideret markant de seneste år. EU-landene har dog fortsat betydelige finanspolitiske udfordringer, fordi de har en stor gældsbyrde, og den demografiske udvikling lægger pres på de offentlige finanser. De høje gældskvoter udgør en risiko for den finansielle stabilitet og indebærer, at holdbarheden af den offentlige gæld er følsom over for højere renter og en fortsat lav økonomisk vækst. Det er derfor vigtigt, at EU-landene reducerer deres gæld. Det nye regelsæt for det økonomiske samarbejde i EU skal bidrage til, at EU-landene indretter deres budgetpolitik, så de får håndteret deres finanspolitiske udfordringer.

AKTUELLE TENDENSER I FÆRØSK ØKONOMI

Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling

I 2013 voksede færøsk økonomi efter et par år præget af stilstand. Fremgangen i det nominelle BNP var drevet af fiskeeksporten, der steg som følge af øgede fangster af makrel og sild samt høje priser på laks. Den private efterspørgsel er også på vej frem efter nogle år, hvor husholdningerne har været tilbageholdende. Beskæftigelsen er svagt stigende, og ledigheden er lav og faldende. Den økonomiske fremgang og øgede indtægter fra ressourceafgifter mindsker landskasseunderskuddet. Der er således tale om en cyklisk forbedring, og holdbarheden af de offentlige finanser er ikke forbedret trods det lavere underskud. Foranstaltninger, der kan forbedre den underliggende stilling på de offentlige finanser, udestår dermed fortsat.

AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

SAMMENFATNING

Den globale økonomi vokser fortsat i et behersket tempo og med betydelige forskelle på tværs af regioner. Udviklingen i første halvår var lidt svagere end forventet ved årsskiftet. Amerikansk økonomi gik samlet set frem i første halvår 2014. I euroområdet udviklede økonomien sig svagere, især i de store lande, Tyskland, Frankrig og Italien. Den tyske økonomi bremsede lidt op i foråret efter stærk vækst i begyndelsen af året, men som noget nyt var der fremgang i både Grækenland, Portugal og Spanien. Blandt vækstøkonomierne fortsatte fremgangen. I 2. halvår 2014 og i 2015 ventes tiltagende vækst i verdensøkonomien, om end udsigterne er nedjusteret lidt i de internationale organisationers seneste prognoser.

ECB nedsatte i begyndelsen af september sine pengepolitiske renter på baggrund af en svækkelse af euroområdets vækstmomentum, en svag kreditvækst samt et yderligere aftagende prispres. De lave forbrugerprisstigninger afspejler især faldende energi- og fødevarepriser. Ud over rentenedsættelsen annoncerede ECB to nye opkøbsprogrammer, som skal understøtte långivningen til den private sektor. Markedet forventer, at de pengepolitiske renter først bliver sat op i løbet af 2017. I USA fortsætter normaliseringen af pengepolitikken derimod, og den amerikanske centralbank, Federal Reserve, forventer at afslutte de månedlige opkøb af obligationer i oktober. Markedsforventningerne er, at den første pengepolitiske renteforhøjelse i USA finder sted i 2. kvartal 2015.

Nationalbanken forventer en styrkelse af det forsigtige opsving, der har været i gang siden

2013, og som gradvis vil blive mere selv bærende. Inddrages udviklingen i bl.a. husholdningernes indkomster og på arbejdsmarkedet, tegner der sig et mere positivt billede af fremgangen i økonomien, end når der isoleret fokuseres på BNP-væksten. Det er ikke usædvanligt med et ujævnt vækstforløb, især i en situation, hvor fremgangen endnu ikke er bredt funderet. Grundlaget – i form af meget lave renter, stort privat opsparingsoverskud og udsigt til fremgang på eksportmarkederne – er til stede for øget vækst i økonomien. Der var hen over foråret en vækstafdæmpning, og i prognosen er skønnet på BNP-væksten i 2014 justeret ned i forhold til fremskrivningen fra juni. Overordnet set har udsigterne for dansk økonomi de kommende år imidlertid ikke ændret sig væsentligt det seneste kvartal. Bruttonationalproduktet, BNP, skønnes at vokse med 0,8 pct. i år, 1,7 pct. i 2015 og 2,0 pct. i 2016.

Forbrugerprisernes stigningstakt er fortsat afdæmpet, bl.a. som følge af en svag udvikling i importpriserne. Lønstigningstakten er ganske lav, men ser ud til at være ved at løfte sig. Inflationen skønnes at stige til i underkanten af 2 pct. frem mod 2016.

Den private beskæftigelse er gået frem det seneste år, og bruttoledigheden er faldet. Selv om der stadig er ledig kapacitet, er ledighedsgabet ikke større, end at selv en begrænset fremgang i beskæftigelsen hurtigt vil kunne lukke det. Med en række strukturelle reformer af arbejdsmarkedet er det over de seneste 20 år lykkedes at reducere den strukturelle ledighed markant. Det er vigtigt bl.a. for holdbarheden af det igangværende opsving og de offentlige finanser at bevare

den strukturelle ledighed på et lavt niveau. Det kræver, at arbejdsmarkedspolitikken og beskæftigelsesindsatsen ikke svækkes.

I regeringens finanslovsforslag for 2015 forventes underskuddet på de offentlige finanser at blive 3,0 pct. af BNP næste år og 0,5 pct. af BNP på den strukturelle saldo. Det er eksakt på de tilladte grænser og efterlader intet rum for negative overraskelser. På nuværende tidspunkt i konjunkturcyklen og med den aktuelle kapacitetssituation på arbejdsmarkedet ville det være ønskeligt, at der var en vis afstand til de tilladte grænser for budgetunderskud.

Finanstilsynet har offentliggjort et forslag til en tilsynsdiamant for realkreditinstitutter, som det allerede kendes fra pengeinstitutterne. Nationalbanken anbefaler, at der som supplement til tilsynsdiamanten gennemføres lovgivning om nedsættelse af lånegrænsen for afdragsfrie lån som andel af boligens værdi på belåningstidspunktet.

Et bidrag til at dæmpe udsving i boligpriserne kan komme fra genindførelse af koblingen mellem boligpriser og ejendomsværdiskat. Ejendomsværdibeskatningen var tidligere en væsentlig automatisk stabilisator i økonomien. Renten efter skat er af stor betydning for boligpriserne. Hermed påvirkes boligefterspørgslen også af den skattemæssige værdi af rentefradraget. En nedsættelse heraf vil øge symmetrien over til beskatningen af pensionsopsparing og tilskynde til en bedre kapitalisering hos husholdningerne. Med de nuværende meget lave renter vil en reduktion af

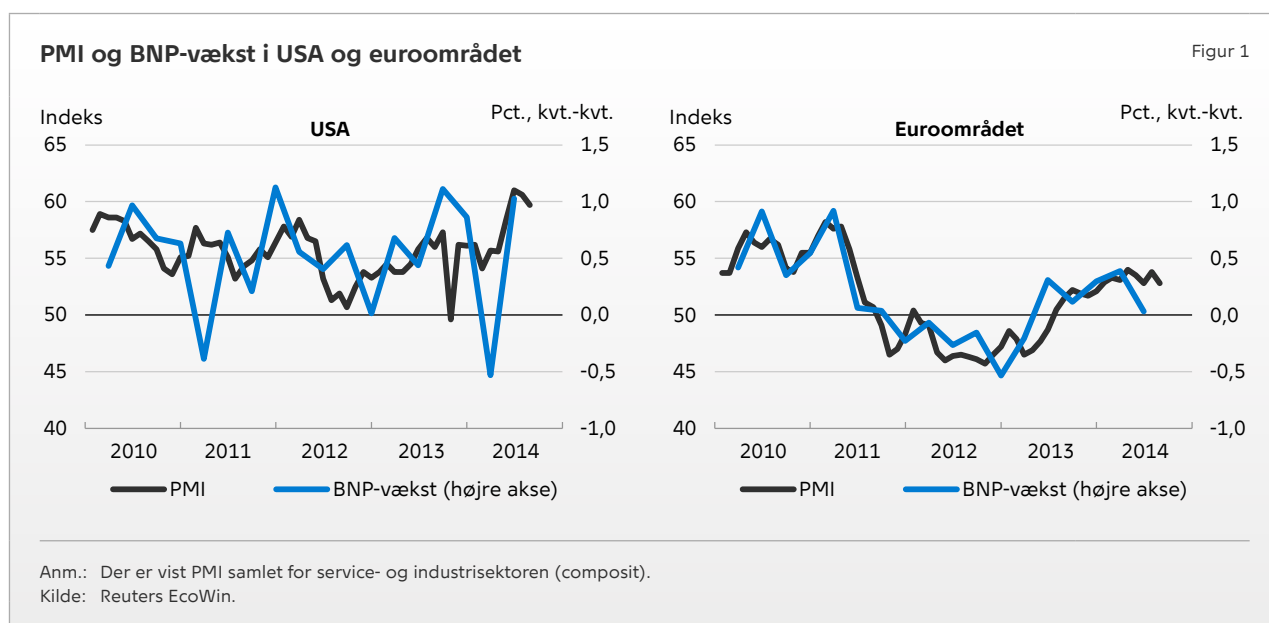
rentefradragets skattemæssige værdi kun have en beskeden effekt på boligpriserne.

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

KONJUNKTURUDVIKLING OG VÆKSTUDSIGTER

Den begrænsede vækst i de avancerede økonomier fortsætter, men fremgangen i 1. halvår var svagere, end de internationale organisationer ventede i begyndelsen af året. Det økonomiske opsving bliver gradvist bredere funderet, og flere og flere OECD-lande har økonomisk vækst og faldende ledighed.

Den amerikanske økonomi voksede markant i 2. kvartal efter et svagt 1. kvartal. Purchasing Managers' Index, PMI, som giver en god indikation på den økonomiske udvikling, peger på fortsat solid amerikansk fremgang i 3. kvartal, jf. figur 1 (venstre). I euroområdet voksede økonomien som helhed ikke i 2. kvartal, bl.a. som følge af uroen i Ukraine hen over foråret. Svagest var udviklingen i de store eurolande, Tyskland, Frankrig og Italien. I Tyskland var der en mild opbremsning efter en stærk vækst i begyndelsen af året på baggrund af en mild vinter. Til gengæld var der solid fremgang i både Grækenland, Portugal og Spanien, og PMI-indikatoren peger på, at væksten i euroområdet som helhed vender tilbage i 3. kvartal, jf. figur 1 (højre).



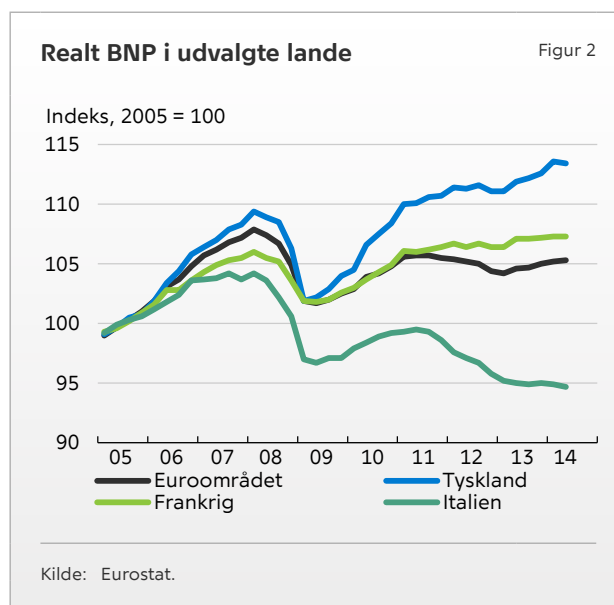
Blandt vækstøkonomierne tiltog aktiviteten i 2. kvartal bl.a. i Kina, hvor finanspolitiske lempelser og eksportfremgang løftede væksten. Også i Rusland voksede produktionen i 2. kvartal 2014. Det skal dog ses i lyset af et svagt 1. kvartal, og i 1. halvår som helhed aftog aktiviteten.

I 2. halvår af 2014 og 2015 ventes fremgangen i verdensøkonomien gradvist at tage til, jf. tabel 1. I OECD's interimprognose fra september blev skønnet for den globale vækst i 2014 dog nedjusteret, som følge af svag vækst i 1. halvår, bl.a. i euroområdet. Skønnet for væksten i 2015 blev også nedjusteret for de fleste lande.

Usikkerheden omkring den globale vækst knytter sig især til geopolitiske spændinger. En forværring af situationen i Ukraine eller Irak og Syrien kan resultere i stigende oliepriser, faldende handel og mindre risikovillighed og derved mindre vækst. Derudover kan et fortsat nedadrettet prispres forværre den økonomiske situation i euroområdet.

Mens der i de senere år har været fremgang i Tyskland, går det trægt med genopretningen i Italien og Frankrig. Italien har været hårdt ramt af krisen, og væksten har stort set været negativ siden 3. kvartal 2011, jf. figur 2. I Frankrig er økonomien stagneret de seneste år. Den svage udvikling i både Frankrig og Italien afspejler bl.a. struktu-

relle problemer, fx er enhedslønsmkostningerne siden 2007 vokset med næsten 10 pct. i begge lande på trods af stigende ledighed. Det har svækket konkurrenceevnen. Italien har dog et lille overskud på betalingsbalancen bl.a. som følge af svag indenlandsk efterspørgsel, mens Frankrig havde et underskud på knap 2 pct. i 2013. I Italien er det offentlige underskud desuden blevet reduceret, og landet er kommet ud af proceduren for uforholdsmæssigt store underskud, mens det of-



Skøn for BNP-vækst i udvalgte økonomier

Tabel 1

Pct.	Ændring ift. maj 2014				
	2013	2014	2015	2014	2015
USA	2,2	2,1	3,1	-0,5	-0,4
Euroområdet	-0,4	0,8	1,1	-0,4	-0,6
Tyskland	0,2	1,5	1,5	-0,4	-0,6
Frankrig	0,4	0,4	1,0	-0,5	-0,5
Italien	-1,8	-0,4	0,1	-0,9	-1,0
Storbritannien	1,8	3,1	2,8	-0,1	0,1
Japan	1,6	0,9	1,1	-0,3	-0,2
Brasilien	2,5	0,3	1,4	-1,5	-0,8
Indien	4,7	5,7	5,9	0,8	0,0
Kina	7,7	7,4	7,3	0,0	0,0

Anm.: Ændring i forhold til OECD *Economic Outlook*, maj 2014.

Kilde: OECD, *Interim Economic Assessment*, september 2014.

fentlige underskud i Frankrig er stort og har været det længe. Den offentlige bruttogæld udgjorde i 2013 133 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i Italien og 94 pct. af BNP i Frankrig. Svag vækst og lav inflation gør det vanskeligt at bringe gælden ned, og den er en potentiel kilde til finansiell uro.

Frankrig har i september meddelt, at man først forventer at opnå et budgetunderskud på 3 pct. af BNP i 2017. Det er ikke i overensstemmelse med den nuværende henstilling til Frankrig, hvor der er frist for at bringe underskuddet under 3 pct. af BNP i 2015. Som et led i EU's nye økonomiske regelsæt skal Frankrig i oktober indlevere sit konkrete budgetforslag for 2015 til vurdering hos Europa-Kommissionen og de øvrige eurolande. I den forbindelse vil det blive vurderet, om Frankrig med det indleverede budgetforslag lever op til stabilitets- og vækstpagtens krav. Det er væsentligt, at regelsættet overholdes for ikke at udfordre stabilitets- og vækstpagtens troværdighed.

I Storbritannien har væksten været noget højere end i euroområdet på trods af finanspolitiske stramninger. Opsvinget har hovedsageligt været drevet af privat indenlandsk efterspørgsel. Det er særligt servicesektoren, som er vokset. Det har givet stigende beskæftigelse og faldende ledighed, men produktiviteten har stort set været uændret over de seneste år.

Efter kraftig fremgang i 1. kvartal faldt BNP i Japan i 2. kvartal. Det afspejler bl.a., at japanske husholdninger fremrykkede privat forbrug fra 2.

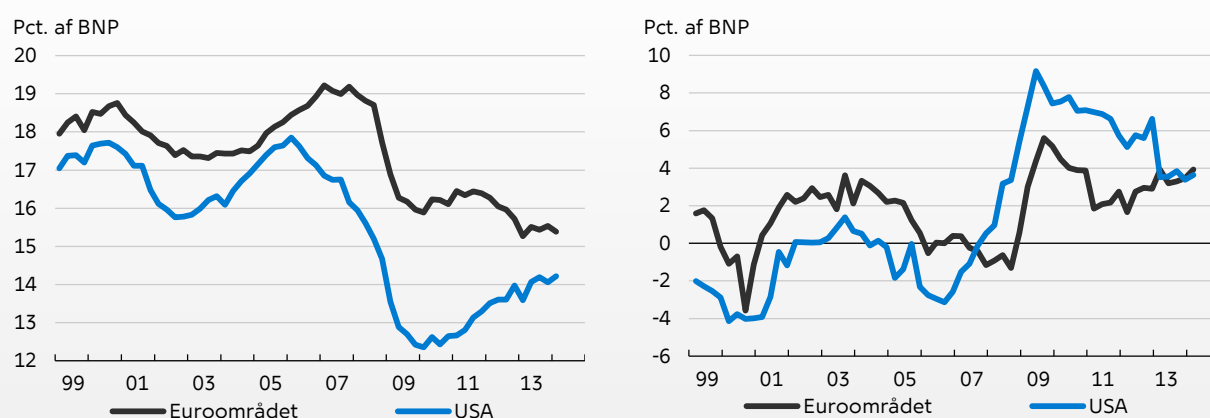
til 1. kvartal som følge af en momsforhøjelse, der trådte i kraft 1. april. Foreliggende indikatorer tyder på, at det private forbrug i 3. kvartal også vil udvikle sig svagt, bl.a. faldt detailsalget fra juni til juli. Moms forhøjelsen har øget forbrugerpriserne og reducerer derved de reale disponible indkomster, hvilket hæmmer den indenlandske efterspørgsel. Der er planlagt endnu en generel momsforhøjelse fra 8 til 10 pct. i oktober 2015. Derudover præsenterede den japanske regering i juni forslag til strukturreformer, som inkluderer en reduktion af selskabsskatten, en landbrugsreform og tiltag, som skal øge kvinders erhvervsfrekvens.

Ved udgangen af juli misligholdt Argentina dele af sine statsgældsforpligtelser, og landet står derfor over for den anden statsbankerot på 13 år. Udviklingen forventes at påvirke den argentinske økonomi negativt, men de internationale organisationer skønner, at der ikke vil være nævneværdigt afsmittende realøkonomiske effekter på andre lande.

Væksten i de avancerede økonomier skønnes især at skulle komme fra stigende investeringer og i mindre omfang fremgang i det private forbrug. I USA er investeringernes andel af BNP steget siden 2010, men ligger fortsat væsentligt under det gennemsnitlige niveau over de sidste 15 år, jf. figur 3 (venstre). Især boliginvesteringerne er lave. I euroområdet er investeringskvoten også langt under det historiske gennemsnit. Bunden synes dog at være nået. Kapacitetsud-

Investeringskvoter (venstre), finansiell opsparing (højre) for ikke-finansielle virksomheder og husholdninger

Figur 3



Anm.: Venstre figur: Kvoter beregnet som summen af ikke-finansielle virksomheders og husholdningers investeringer i forhold til BNP, begge i løbende priser. Højre figur: Nettofordringserhvervelsen for ikke-finansielle virksomheder og husholdninger.
Kilde: Eurostat, Reuters EcoWin og egne beregninger.

nyttelsen i industrien er kun lidt under niveauet fra før krisen i både USA og euroområdet, hvilket indikerer et stigende behov for nye investeringer. Det lave niveau har bidraget til, at der siden 2009 har været en stor finansiel opsparing i den private sektor i både euroområdet og USA, jf. figur 3 (højre). Det forbedrer mulighederne for virksomhederne og husholdningerne for selv at finansiere

nye investeringer. Samlet set peger det i retning af, at investeringsomfanget stiger.

Det private forbrug i euroområdet forventes kun at vokse svagt, fordi ledigheden fortsat er høj, og indkomstfremgangen er svag. I USA skønnes fremgangen at blive stærkere, fordi beskæftigelsen stiger, renterne er lave, og de private formuer vokser.

Økonomiske konsekvenser af reaktionerne på konflikten i Ukraine

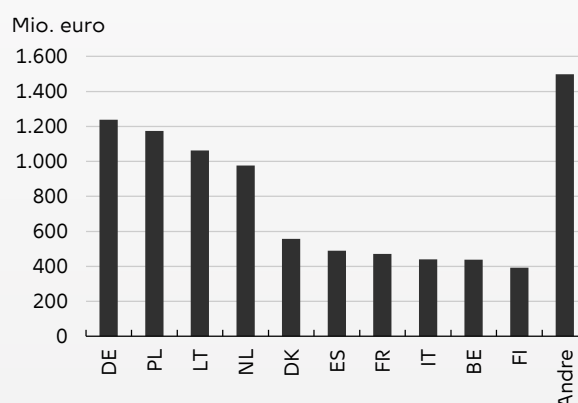
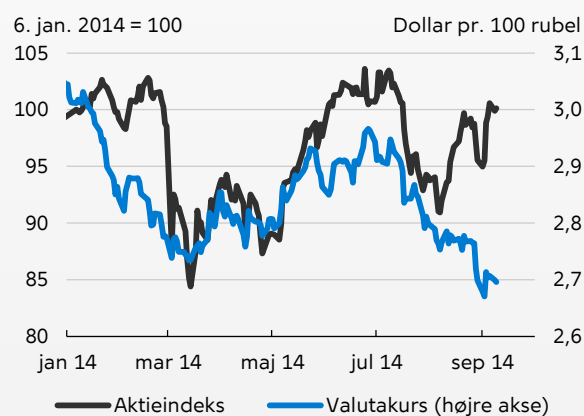
Boks 1

I forbindelse med konflikten i Ukraine har Rusland og EU indført sanktioner over for hinanden. EU har indført finansielle sanktioner over for Rusland samt eksportforbud af varer, der kan bruges militært, og visse produkter til olieindustrien. Rusland har indført importstop på en række fødevarer bl.a. fra Europa.

Den russiske økonomi skønnes at blive påvirket ganske meget af de gensidige sanktioner. IMF har i sin seneste prognose fra juli 2014 nedjusteret forventningerne til væksten i Rusland i år med 1,1 procentpoint og med 1,3 procentpoint til næste år. Siden årsskiftet er rublen faldet med næsten 14 pct. over for dollar. De russiske aktiepriser faldt kraftigt i begyndelsen af året, men har siden da indhentet det tabte, jf. boksfigur (venstre).

Den 31. juli 2014 indførte EU en række finansielle sanktioner, som efterfølgende blev skærpet. Sanktionerne består af forbud mod at eje eller handle værdipapirer, der er udstedt efter den 1. august 2014 af fem af de største russiske banker samt tre store energiselskaber. Det har ifølge flere medier betydet, at det generelt er blevet vanskeligere for russiske virksomheder at finansiere sig på de globale markeder. Derudover påvirkes den russiske økonomi af de russiske importrestriktioner for fødevarer, som berører over 30 pct. af Ruslands forbrug af kød og grøntsager og over 40 pct. af forbruget af mejeriprodukter. Restriktionerne forventes derfor at medføre højere fødevarerpriser i Rusland.

Russisk aktieindeks og valutakurs (venstre), EU's fødevareeksport til Rusland, 2013 (højre)



Anm.: Venstre figur: aktieindeks er MICEX, Composite Index. Højre figur: DE: Tyskland, PL: Polen, LT: Litauen, NL: Holland, DK: Danmark, ES: Spanien, FR: Frankrig, IT: Italien, BE: Belgien, FI: Finland.

Kilde: Venstre figur: Reuters EcoWin. Højre figur: EuroStat.

EU påvirkes både direkte og indirekte af sanktionerne. Den direkte påvirkning kommer især fra Ruslands importstop for fødevarer. Varer omfattet af EU's sanktioner over for Rusland, dvs. militærustyr og visse produkter til olieindustrien, vurderes derimod at udgøre en meget lille andel af EU-landenes eksport. Eksport til Rusland udgjorde knap 7 pct. af EU's samlede vareeksport til ikke-EU lande i 2013, og heraf udgør fødevarer kun 7 pct. For enkelte lande, bl.a. Polen og de baltiske lande fylder fødevareeksporten til Rusland dog relativt meget, jf. boksfigur (højre). Ud over faldende eksport vil det russiske importstop betyde, at producenter-

ne må forsøge at afsætte deres varer på andre markeder, herunder i euroområdet. Det indebærer et øget udbud og kan dermed lægge et nedadgående pres på de europæiske fødevarerpriser. Størrelsen af disse effekter afhænger bl.a. af mulighederne for at finde nye samhandelspartnere, samt hvor effektivt den russiske importembargo reelt bliver.

Der er også indirekte effekter af konflikten, bl.a. fordi væksten i Rusland bliver lavere. Det har bl.a. ramt Tyskland, som alene står for ca. 30 pct. af EU's samlede eksport til Rusland. Samtidig har der været øget økonomisk uro, bl.a. er aktiepriserne faldet i euroområdet.

For euroområdet forventer de internationale organisationer, at vækstbidraget fra nettoeksporten er positivt i de kommende år. Rusland har imidlertid hen over sommeren indført sanktioner, som kan betyde, at eksporten bliver svagere end forventet, jf. boks 1.

Fremadrettet betyder den demografiske udvikling i euroområdet, at væksten vil være lavere end i de foregående 30 år, og at kvartaler med negativ vækst vil forekomme hyppigere, jf. boks 2. Flere internationale organisationer forventer, at væksten fremadrettet vil være noget højere i vækst-

Langsigtede vækstudsigter for euroområdet

Boks 2

En voksende arbejdsstyrke har i en årrække bidraget til væksten i euroområdet. Det har været drevet af, at både erhvervsfrekvensen og antallet af personer i den arbejdsdygtige alder har været stigende.

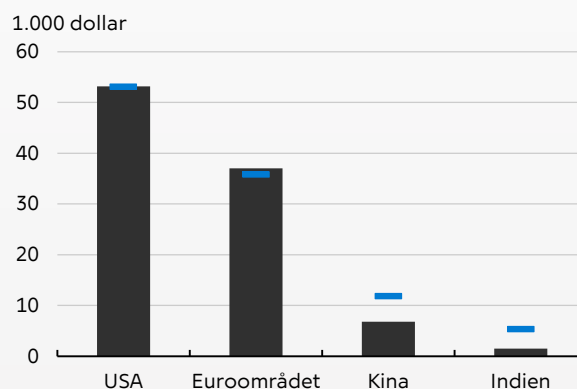
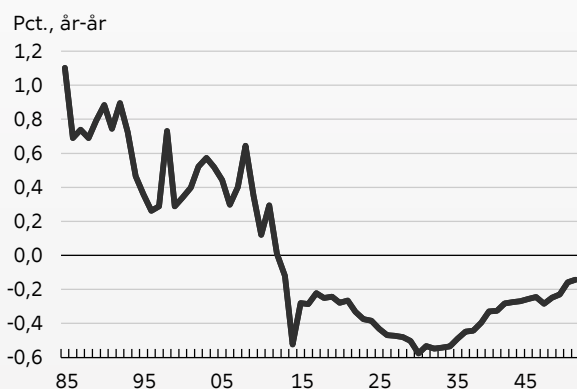
Fra 1985 og frem til 2012 steg befolkningen i aldersgruppen 20-64 år i gennemsnit 0,5 pct. årligt, men ifølge Eurostats befolkningsfremskrivning vil antallet af personer i denne aldersgruppe falde med 0,4 pct. årligt i gennemsnit frem mod 2050, jf. boksfigur (venstre).

Samtidig er erhvervsfrekvensen steget jævnt i de sidste ca. 20 år, idet stadig flere kvinderne er kommet ud på ar-

bejdsmarkedet. Erhvervsfrekvensen for mænd har derimod været nogenlunde uændret på ca. 83 pct. Derved er forskellen mellem mænd og kvinders erhvervsfrekvens indsnævret fra ca. 23 procentpoint i 1997 til ca. 12 procentpoint i 2014. Efterhånden som kvindernes erhvervsfrekvens nærmer sig mændenes, reduceres potentialet for yderligere stigninger.

Både det faldende antal personer i den arbejdsdygtige alder og mindre stigninger i erhvervsfrekvensen reducerer det fremadrettede vækstpotentiale.

Årlig vækst i antal personer i alderen 20-64 år (venstre), BNP pr. indbygger i udvalgte lande, 2013 (højre)



Anm.: Figur til venstre: Data dækker det nuværende euroområde. Figur til højre: BNP-niveauerne opgjort i markedspriser, hvilket afspejler landenes internationale købekraft. De blå linjer markerer BNP pr. indbygger korregeret for forskelle i prisniveauer på tværs af lande (PPP-korrektion). Herved stiger den relative velstand i udviklingsøkonomierne som følge af lave priser på indenlandsk producerede varer og tjenester. Korrektionen for forskelle i prisniveauer på tværs af lande er forbundet med betydelig usikkerhed.

Kilde: Eurostat og Verdensbanken.

Europa-Kommissionen vurderer, at den strukturelle vækst i BNP i euroområdet frem til 2020 vil være 1,25 pct., hvilket er lavere end det historiske gennemsnit.¹ Det afspejler, at der ikke længere vil være et positivt bidrag fra stigende arbejdsstyrke, og at produktiviteten skønnes at vokse forholdsvist begrænset.

Den lavere strukturelle vækst betyder, at der kan ventes flere kvartaler med faldende aktivitet. Hvis det forudsættes, at volatiliteten fremover er uændret, og den årlige stigning i BNP er 1,25 pct., vil der forekomme negativ kvartalsvis vækst ca. en gang i løbet af halvandet år.² Hvis produktions-

fremgangen derimod forbliver 2 pct. som historisk, vil der i gennemsnit kun forekomme kvartalsvis aktivitetsfald en gang hvert tredje-fjerde år.

Der er generel konsensus blandt de internationale organisationer om, at vækstøkonomierne, bl.a. Kina, vil fortsætte med at vokse mere end de avancerede økonomier. De har bl.a. mulighed for at implementere allerede eksisterende teknologi og har en uudnyttet arbejdskraftsreserve. De større muligheder for økonomisk fremgang skal dog ses i lyset af, at BNP pr. indbygger er væsentligt lavere end i de avancerede økonomier, jf. boksfigur (højre).

1. Europa-Kommissionen, *The 2012 Ageing Report*.

2. Beregningen er foretaget på baggrund af standardafvigelsen i de kvartalsvis vækstrater i BNP over perioden 1985-2007.

økonomierne end i de avancerede økonomier, men det skal ses i lyset af, at niveauet for BNP pr. indbygger er mange gange højere i de avancerede økonomier.

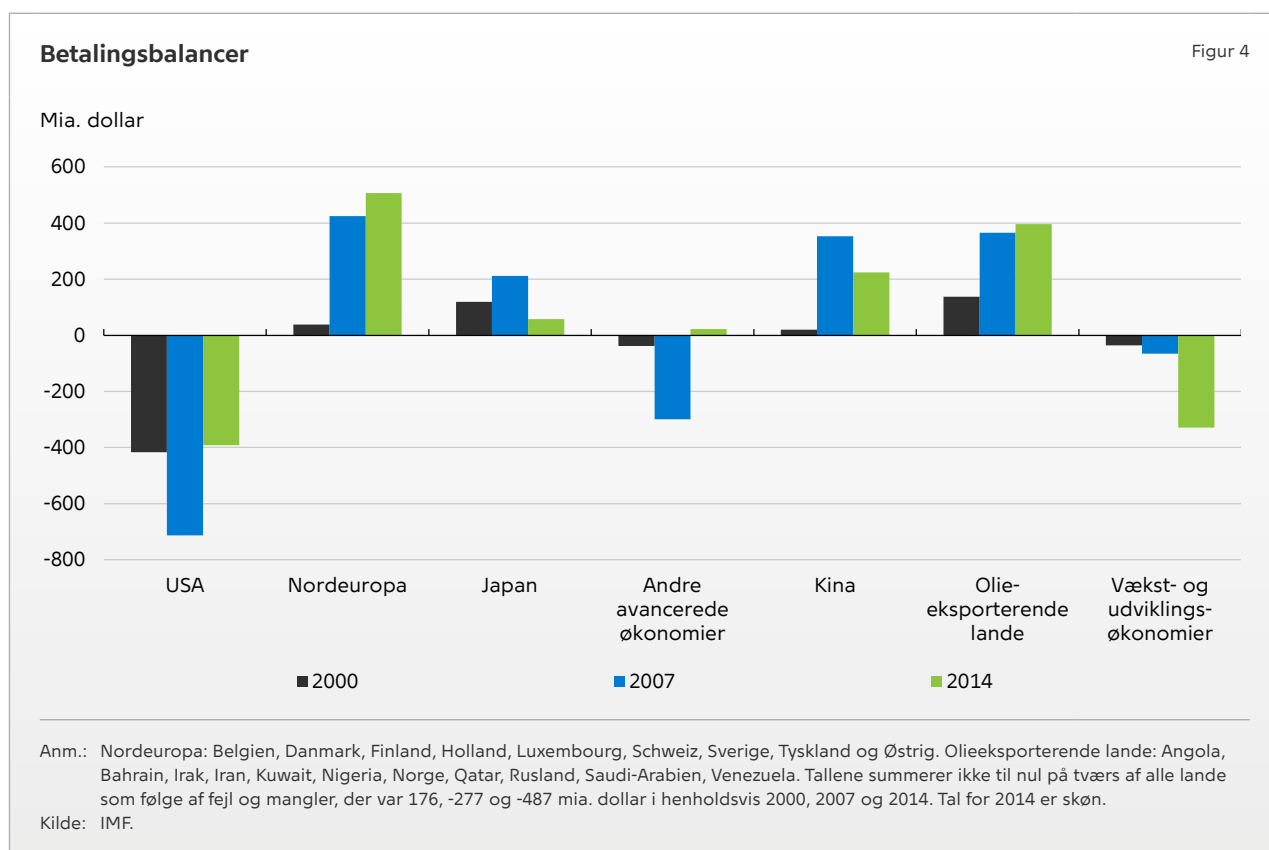
I Europa har især de nordeuropæiske lande opbygget store overskud på betalingsbalancen, som i 2014 skønnes at blive på over 500 mia. dollar mod omkring 400 mia. i 2007, jf. figur 4. De store overskud afspejler bl.a. stærk indtjening i virksomhederne kombineret med lav investeringsaktivitet samt relativt små offentlige underskud. Der er således økonomisk råderum i den private sektor i disse lande til at øge den indenlandske efterspørgsel, fx via flere investeringer eller højere privat forbrug. Det vil samtidig styrke væksten i bl.a. de sydeuropæiske lande, da deres eksportmuligheder forbedres.

En række andre lande har også forbedret deres betalingsbalancer, bl.a. er underskuddet i de sydeuropæiske lande og USA faldet betydeligt. Modsat er overskuddet i Kina og Japan faldet siden 2007, og underskuddet blandt vækst- og udviklingsøkonomierne er blevet større. Store underskud på betalingsbalancen over en længere periode medfører, at der opbygges ubalancer. Det kan føre til pludselig kapitalflugt og svækkelse af

valutakursen. Det er derfor vigtigt, at lande med store underskud gennemfører tiltag, fx strukturelle reformer, som reducerer underskuddene.

Frem til 2006-07 steg boligpriserne i Europa og USA, men derefter har udviklingen været forskellig fra land til land. I fx Irland og USA faldt boligpriserne kraftigt fra begyndelsen af finanskrisen i 2008, men er steget de seneste 2-3 år. I Spanien, som har været stærkt påvirket af krisen, er udviklingen endnu ikke vendt, men det skal ses i lyset af de meget store stigninger inden krisen, jf. figur 5 (venstre). Også i Grækenland, Portugal og Italien falder boligpriserne fortsat.

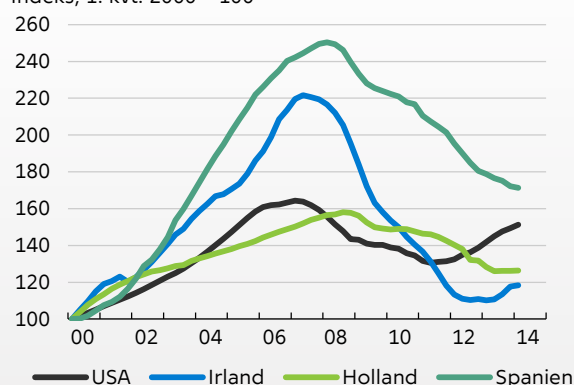
I andre lande, bl.a. Norge, Sverige og Storbritannien var faldet i priserne hen over finanskrisen derimod relativt begrænset, jf. figur 5 (højre), og efterfølgende er de steget, så det nuværende prisniveau er højere end før krisen. Både i Sverige og Storbritannien har centralbankerne udtrykt bekymring om boligprisudviklingen. I Storbritannien, er der indført begrænsninger på nye boliglån til husholdninger med stor gæld i et forsøg på at bremse prisstigningerne. I lande med stigende boligpriser er udviklingen især drevet af prisstigninger i de større byer, som vi også har set herhjemme.



Boligpriser

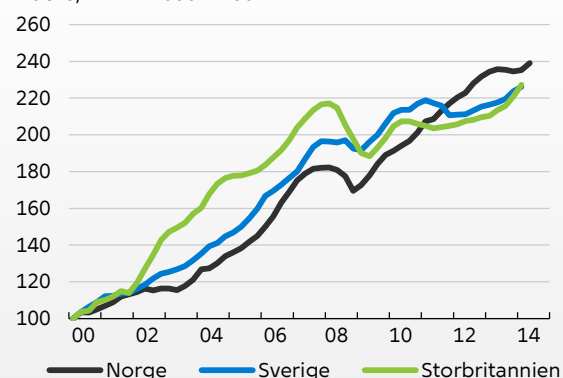
Figur 5

Indeks, 1. kv. 2000 = 100



Anm.: Nominelle boligpriser.
Kilde: OECD.

Indeks, 1. kv. 2000 = 100



ARBEJDSMARKEDER OG INFLATION

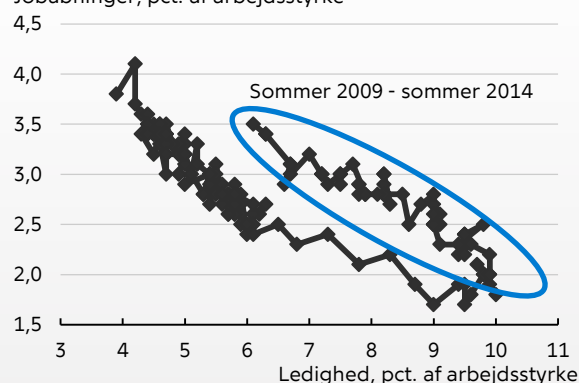
I USA er der fremgang på arbejdsmarkedet. Beskæftigelsen stiger og ledigheden falder. Uden for landbruget steg beskæftigelsen med over 200.000 personer pr. måned i de første otte måneder af 2014, om end den i august kun steg med 142.000 personer. Sidst fremgangen var tilsvarende kraftig, var under højkonjunktoren i 2006. På trods af den lave ledighed vurderer flere organisationer, herunder Federal Reserve, at der fortsat er ledig kapacitet på det amerikanske arbejdsmarked. Der er stadig mange deltidsansatte, som ønsker fuld-tidsbeskæftigelse, og erhvervsfrekvensen er lav.

På den anden side er der også tegn på, at der er nogle strukturelle problemer på arbejdsmarkedet, som kan indikere, at mængden af ledig kapacitet ikke er så stor. Historisk set er ledigheden faldet, efterhånden som omfanget af jobåbninger stiger, men under det seneste opsving er ledigheden ikke faldet så meget, som antallet af jobåbninger tilsiger, jf. figur 6 (venstre). Det kan være et udtryk for, at virksomhederne har problemer med at finde nye medarbejdere, som har de ønskede kvalifikationer. Udviklingen kan dog også skyldes cykliske forhold, fx forlængelse af perioden, hvor ledige kan modtage arbejdsløshedsunderstøt-

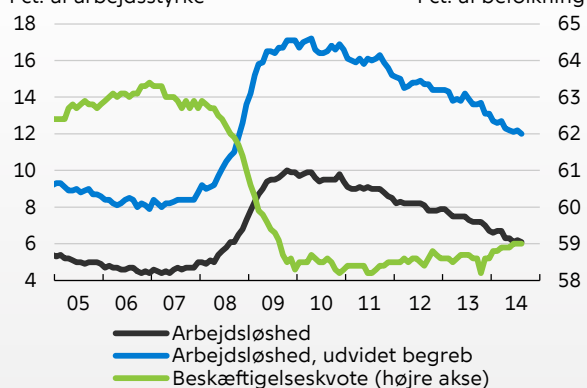
Jobåbninger og ledighed i USA (venstre), ledighed og beskæftigelse (højre)

Figur 6

Jobåbninger, pct. af arbejdsstyrke



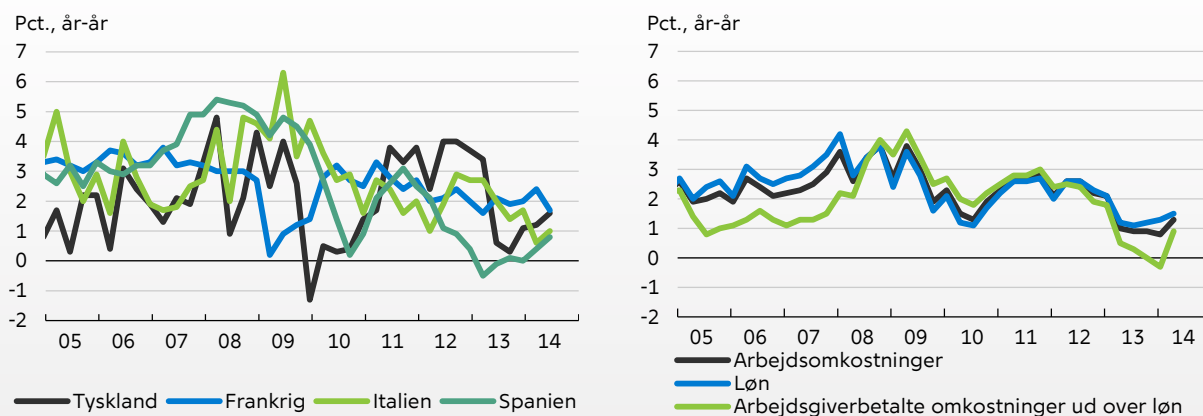
Pct. af arbejdsstyrke



Anm.: Venstre figur: Data for perioden december 2001 - august 2014. Højre figur: "Arbejdsløshed, udvidet begreb" inkluderer deltidsansatte, som ønsker at arbejde fuld tid, og personer uden for arbejdsstyrken, der ønsker at arbejde, men ikke aktivt har søgt et job (den såkaldte U-6-arbejdsløshed).
Kilde: Reuters EcoWin.

Lønstigninger (venstre) og dekomponering af arbejdsomkostninger i EU (højre)

Figur 7



Anm.: Lønstigninger i den private sektor.
Kilde: Eurostat.

telse. Den generelle konklusion i en række studier er, at udviklingen er cyklisk, og at de strukturelle forhold på det amerikanske arbejdsmarked ikke er forværret hen over finanskrisen.

Mængden af ledig kapacitet på arbejdsmarkedet er afgørende for lønudviklingen. Ledigheden er faldet kraftigt, hvilket isoleret set trækker i retning af højere lønstigninger. På den anden side kan der være ledig kapacitet på grund af deltidsansatte og personer uden for arbejdsstyrken, jf. figur 6 (højre), hvilket lægger en dæmper på lønpresset. Samlet set er situationen på arbejdsmarkedet forbedret så meget, at der formentligt er et opadgående pres på lønningerne. Det understøttes af spørgeskemaundersøgelser om virksomhedernes planer for lønstigninger. Den årlige lønstigningstakt stiger dog fortsat kun svagt og var 1,9 pct. i 2. kvartal 2014.

I euroområdet er den sæsonkorrigerede beskæftigelse steget siden midten af 2013, og ledigheden er faldet i næsten alle eurolandene. Ledigheden er dog fortsat så høj, at lønpresset i euroområdet under ét er begrænset, og det har medført, at lønstigningstakten er aftaget, jf. figur 7 (venstre). Der er dog forskelle mellem de enkelte eurolande. I Tyskland, hvor arbejdsløsheden er lav, har lønstigningerne generelt de seneste tre år ligget over gennemsnittet for euroområdet, mens de i Spanien har ligget under. På trods af høj ledighed har lønstigningerne i Italien og Frankrig ligget ganske højt.

Ud over løn har arbejdsgivere en række obligatoriske udgifter i forbindelse med ansættelsesfor-

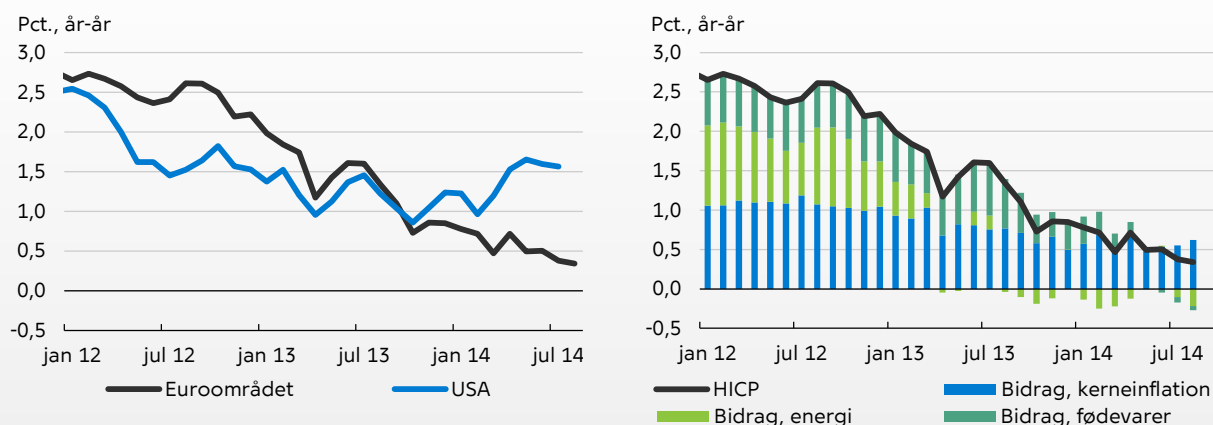
holdet, fx betaling til sociale forsikringsordninger. Stigningstakten i disse udgifter var negativ i 1. kvartal 2014 og har bidraget til en svag udvikling i de samlede arbejdsomkostninger, jf. figur 7 (højre). Faldet i 1. kvartal var bl.a. drevet af et fald i Tyskland på 2,4 pct. år til år, som bl.a. skyldes færre sygedage og derfor lavere udgifter til arbejdsgiverbetalt forsikring, som dækker løn under sygdom.

Siden begyndelsen af 2013 er stigningstakten i forbrugerpriserne i euroområdet aftaget til 0,4 pct. i august 2014, jf. figur 8 (til venstre). Udviklingen afspejler en kombination af lav kerneinflation og lave prisstigninger på fødevarer og energi, jf. figur 8 (til højre). Den svage kerneinflation skyldes især, at der er en betydelig ledig kapacitet i økonomien, og i mindre grad at valutakursen er styrket i perioden august 2012 til marts 2014, jf. boks 3. Siden maj er euroen imidlertid svækket med knap 7 pct. over for dollar, hvilket isoleret set trækker i retning af, at forbrugerpriserne stiger.

På trods af det allerede lave niveau kan inflationen risikere at falde yderligere over de kommende måneder. Oliepriserne har ligget stabilt igennem de sidste par år, men faldt svagt i juli og august på trods af geopolitisk uro. Russiske restriktioner på import af fødevarer fra EU betyder desuden, at producenterne må forsøge at afsætte deres varer på andre markeder, herunder i euroområdet. Det øgede udbud kan lægge et nedadgående pres på de europæiske fødevarepriser, jf. boks 1. Endelig er der midlertidige effekter fra momsstigninger i Frankrig og Italien, som forsvinder over de kommende måneder. Inflationen, beregnet med

Forbrugerprisstigninger i euroområdet, USA (venstre) og dekomponering af prisstigningerne i euroområdet (højre)

Figur 8



Anm.: Venstre figur: Den viste inflation i euroområdet er HICP, mens den i USA er deflatoren for det private forbrug, PCE. Højre figur: Bidrag fra hver komponent.
Kilde: Reuters EcoWin.

fastholdte skatter, var således 0,2 procentpoint lavere end HICP i august. På kort sigt kan risikoen for negative forbrugerprisstigninger derfor ikke udelukkes, om end kerneinflationen forbliver positiv. På lidt længere sigt forventes de langsomt at nærme sig ECB's målsætning, efterhånden som mængden af ledig kapacitet i euroområdet falder.

Prisstigningstakten i USA målt ved deflatoren for det private forbrug (Federal Reserves foretrukne mål for prisudviklingen) er steget siden februar og lå i juli på 1,6 pct. Det stigende prispres stemmer godt overens med den kraftigt faldende ledighedsrate, som nærmer sig sit strukturelle niveau.

Prisudviklingen i euroområdet

Boks 3

I 2014 har kerneinflationen – målt som de årlige prisstigninger i forbrugerprisindekset rensat for fødevarer og energi – i euroområdet ligget meget lavt på et niveau omkring 0,8 pct. år til år. I de fleste andre OECD-lande, herunder USA, er kerneinflationen begyndt at stige, jf. boksfigur (øverst, venstre). Der er derfor kommet øget fokus på risikoen for, at inflationen forbliver lav i en lang periode, bl.a. har OECD og IMF udtrykt bekymring.

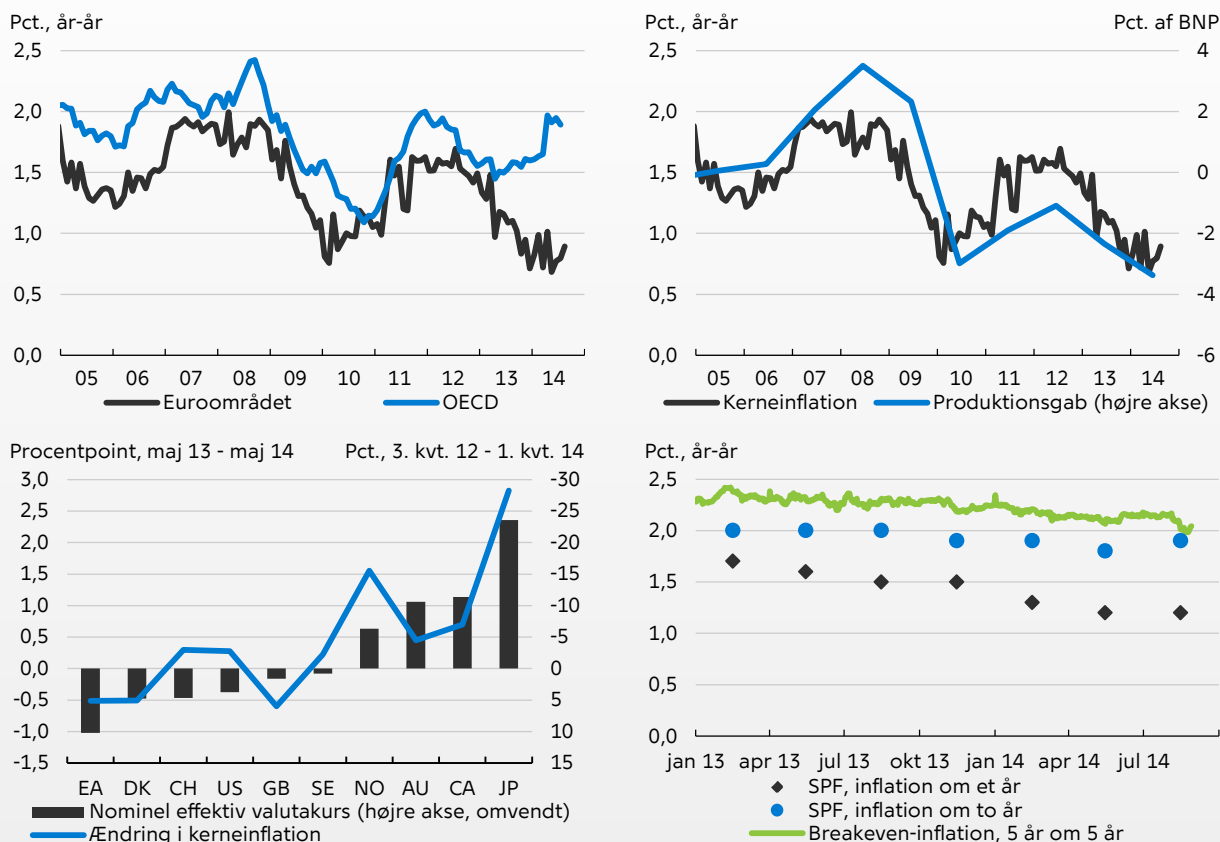
Den nuværende lave kerneinflation i euroområdet skyldes især, at der er en betydelig ledig kapacitet i økonomien, men en styrkelse af euroen har også bidraget. Prisudviklingen påvirkes på mellemlangt sigt af mængden af ledig kapacitet i økonomien, fx målt ved et produktionsgab. En høj kapacitetsudnyttelse og et stramt arbejdsmarked lægger et opadgående pres på lønninger og priser, jf. boksfigur (øverst, højre). Derudover er importpriserne faldet fordi valutakursen er styrket. Gennemslaget herfra til forbrugerpriserne sker typisk gradvist over en periode på 2-3 år.¹ I perioden fra september 2012 til marts 2014 blev euroen styrket med omkring 10 pct., jf. boksfigur (nederst, venstre). ECB's formand, Mario Draghi, udtalte i begyndelsen af marts, at

dette isoleret set havde trukket forbrugerprisstigningen ned med ca. 0,4 procentpoint. Valutakursudviklingen kan have bidraget til, at ECB, IMF og OECD i løbet af 2013 og 1. halvår 2014 har nedjusteret deres skøn for inflationen i euroområdet i 2014. Siden maj er euroen imidlertid svækket med knap 7 pct. over for dollar.

I løbet af de kommende år forventer alle tre organisationer, at mængden af ledig kapacitet i euroområdet gradvist reduceres. Det betyder, at hvis inflationsforventningerne ligger fast, vil prisudviklingen langsomt nærme sig ECB's målsætning om en prisstigningstakt tæt på men under 2 pct. Inflationsforventningerne bestemmer inflationen på langt sigt, bl.a. ved at påvirke løndannelsen. Forventer lønmodtagerne lav inflation, vil de reducere deres krav til nominelle lønstigninger, hvilket mindsker prispreset. Hermed vil lav forventet inflation resultere i en lav faktisk inflation. Over det seneste halvandet år er inflationsforventningerne aftaget lidt, men blandt analytikere og i markedet er forventningerne til inflation på 4-5 års sigt tæt på ECB's målsætning, jf. boksfigur (nederst, højre).

¹ Se fx Elke Hahn, Pass-through of external shocks to euro area inflation, *ECB Working Paper*, nr. 243, 2003.

Kerneinflation i euroområdet og OECD (øverst, venstre), kerneinflation og produktionsgab i euroområdet (øverst, højre), nominal effektiv valutakurs og ændringer i inflation (nederst, venstre), inflationsforventninger i euroområdet (nederst, højre)



Anm.: Højre figur, øverst: Det viste produktionsgab er fra OECD. Venstre figur, øverst: Produktionsgabets er lagget et år. Venstre figur, nederst: EA: euroområdet, DK: Danmark, CH: Schweiz, US: USA, GB: Storbritannien, SE: Sverige, NO: Norge, AU: Australien, CA: Canada, JP: Japan. Højre figur, nederst: SPF er Survey of Professional Forecasters.
Kilde: Reuters EcoWin. Højre figur, nederst: Bloomberg og Reuters EcoWin.

I Japan er forbrugerprisstigningstakten steget siden begyndelsen af 2013, bl.a. fordi yennen er blevet svækket med over 20 pct. siden efteråret 2012, og det har øget importpriserne. Den seneste udvikling afspejler især, at moms blev forhøjet i april fra 5 til 8 pct. Begge disse faktorer påvirker dog kun prisstigningstakten midlertidigt, og det er endnu uklart, om Japan for alvor er på vej væk fra deflation. Den årlige vækstrate i månedslønningerne er dog på det seneste begyndt at stige og var 2,6 pct. i juli.

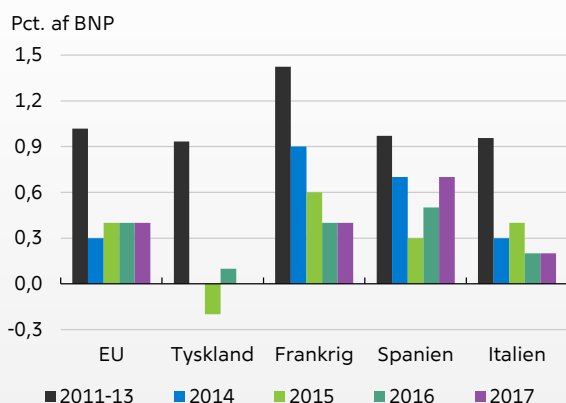
FINANSPOLITIK

EU-landene har de seneste år konsolideret de offentlige finanser betydeligt, jf. artiklen "Status

på finanspolitikken i EU" i denne Kvartalsoversigt. Finanspolitikken i EU er samlet set strammet med 3,4 pct. af BNP fra 2009 til 2013 (målt ved ændringen i den strukturelle primære saldo). Det har betydet, at det faktiske underskud på de offentlige finanser for EU under ét er reduceret fra 6,9 pct. af BNP i 2009 til 3,3 pct. i 2013. På trods heraf står EU-landene stadig over for store finanspolitiske udfordringer. Et flertal af landene har en offentlig gæld på over 60 pct. af BNP, og for EU som helhed udgjorde den offentlige bruttogæld ca. 87 pct. af BNP i 2013. Samtidig lægger den demografiske udvikling pres på de offentlige finanser i de kommende årtier. Den offentlige bruttogæld er dog stadig noget mindre end i USA og Japan,

Finanspolitiske stramninger, udvalgte lande

Figur 9



Anm.: Ændring i den strukturelle saldo i forhold til året før. 2011-13 viser den gennemsnitlige årlige ændring i den periode. Data for 2014-17 er ændringen i struktursaldoen beregnet af Europa-Kommissionen på baggrund af oplysningerne i stabilitets- og konvergensprogrammerne 2014.

Kilde: Europa-Kommissionen.

hvor den i 2013 udgjorde henholdsvis 105 og 244 pct. af BNP.

EU-landene forventer generelt at fortsætte konsolideringen i de kommende år, jf. figur 9. Hastigheden aftager dog i mange lande. I 2011-13 er finanspolitikken i EU som helhed strammet med ca. 1,0 pct. af BNP om året i gennemsnit, mens den i 2014-17 forventes strammet med ca. 0,3 pct. af BNP om året i gennemsnit.

Aktuelt er 11 EU-lande i proceduren for uforholdsmæssigt store underskud. De har således henstillinger om at bringe deres offentlige budgetunderskud ned under stabilitets- og vækstpagtens grænse på 3 pct. af BNP inden for en given frist. Landene planlægger generelt at overholde deres frister, som for de fleste er i 2015 og 2016. Europa-Kommissionens forårsprognose fra maj 2014 peger dog på, at flere dem ikke vil overholde deres budgetmål for 2014 og 2015.

Det nye regelsæt for det økonomiske samarbejde i EU skal bidrage til, at EU-landene indretter deres budgetpolitik således, at det fører til holdbare offentlige finanser. Regelsættet blev strammet fordi EU-landenes tidligere havde problemer med at sikre en holdbar udvikling i de offentlige finanser. Det indeholder fleksibilitet, så der kan tages højde for strukturreformer, der på langt sigt styrker de offentlige finanser, eller særlige forhold såsom voldsomme konjunkturtilbageslag. For

at fastholde troværdigheden og undgå ny usikkerhed om den finanspolitiske holdbarhed i EU er det væsentligt, at regelsættet overholdes og håndhæves.

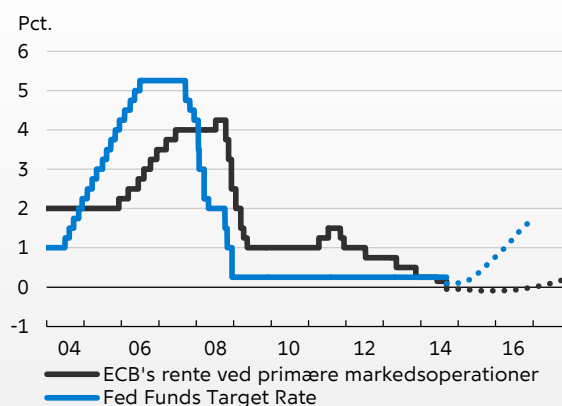
FINANSIELLE FORHOLD

På sit møde den 17. september besluttede Federal Open Market Committee, FOMC, at reducere de månedlige opkøb af obligationer med yderligere 10 mia. dollar til 15 mia. dollar, og tilkendegav samtidigt, at programmet forventes afsluttet i oktober. Baseret på forwardrenterne forventer markederne på nuværende tidspunkt, at den første rentestigning i USA finder sted i 2. kvartal 2015, jf. figur 10.

ECB annoncerede den 4. september en reduktion af sine pengepolitiske renter på baggrund af en svækkelse af euroområdet vækstmomentum, en svag kreditvækst samt et yderligere aftagende prispres. Med virkning fra 10. september blev renten på de primære markedsoperationer, indlånsfaciliteten og den marginale udlånsfacilitet nedsat med 0,10 procentpoint til henholdsvis 0,05, -0,20 og 0,30 pct. Ud over rentenedsættelsen annoncerede ECB to nye opkøbsprogrammer, som skal understøtte långivningen til den private sektor. Det første program sigter mod opkøb af ABS'er, asset-backed securities, hvor de underliggende aktiver er udstedt af den ikke-finansielle private sektor. Under det andet program vil ECB købe

Markedsforventninger til de pengepolitiske renter i USA og euroområdet

Figur 10



Anm.: Forwardrenterne i USA er beregnet ved hjælp af Fed Funds Futures. Forwardrenterne i euroområdet er beregnet ud fra Eonia-swap-rentekurven.

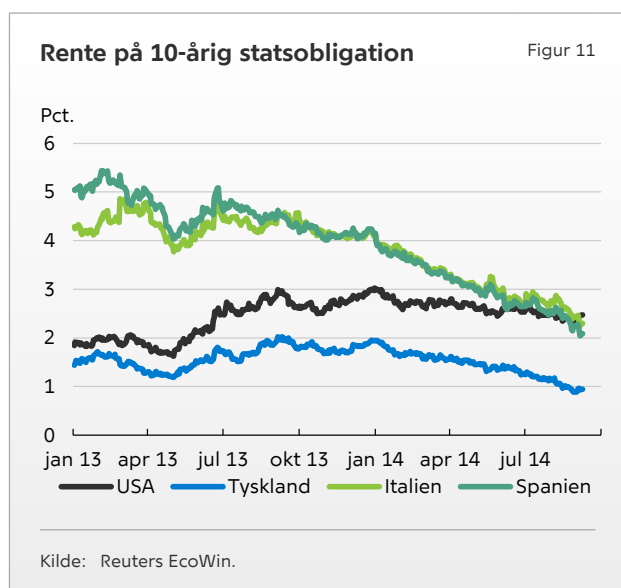
Kilde: Nordea Analytics, Reuters EcoWin og egne beregninger.

særligt dækkede obligationer udstedt af finansielle virksomheder. De nærmere detaljer for og størrelsen af opkøbsprogrammerne bliver offentliggjort i forbindelse med ECB's næste rentemøde den 2. oktober 2014.

Rentenedsættelsen og lanceringen af opkøbsprogrammerne kom delvist som en overraskelse for de finansielle markeder. Euroen blev i minutterne efter annonceringen svækket over for dollar med omkring 0,8 pct., aktiekurserne steg lidt, og de usikre korte pengemarkedsrenter faldt med ca. 0,04 procentpoint. Baseret på forwardrenterne forventer markedet, at de pengepolitiske renter først vil blive sat op i løbet af 2017.

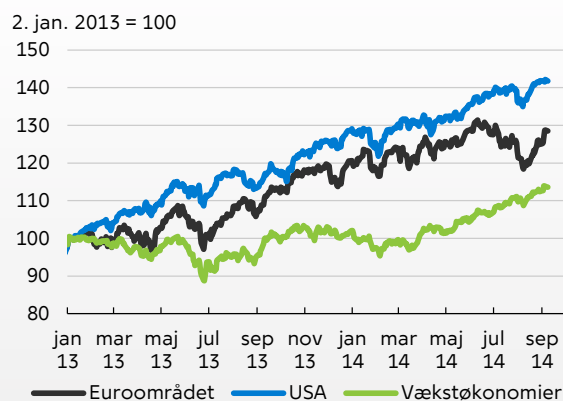
Renten på 10-årige statsobligationer er i flere af de avancerede økonomier faldet mærkbart siden årsskiftet, jf. figur 11. I bl.a. Tyskland, Italien og Spanien er renterne rekordlave, og renten er faldet med omkring 0,4 procentpoint i USA siden årsskiftet.

Udviklingen i statsrenterne skal bl.a. ses i lyset af lav inflation og skuffende nøgletal i euroområdet i 1. halvår. Samtidig har de geopolitiske spændinger øget efterspørgslen efter sikre aktiver, hvilket også har givet sig udslag i, at schweizerfrancen blev styrket over for euro fra januar til september med omkring 1,7 pct. Endvidere er investeringsaktiviteten lav, og efterspørgslen efter lån er derfor begrænset, hvilket bidrager til at presse renterne nedad. Endelig påvirkes statsrenterne af centralbankers udmeldinger om, at den meget lempelige pengepolitik fastholdes ud over det tidspunkt, hvor man under normale omstændigheder ville



Aktieindeks

Figur 12



Anm.: Indeks for euroområdet: STOXX, Size, Broad; for USA: Dow Jones, Averages, Industrial; for Rusland: CSFB ROS.
Kilde: Reuters EcoWin.

stramme (forward guidance). Det bidrager endvidere til at presse risikopræmierne ned. De meget lave renter er således delvist et resultat af faktorer, som hurtigt kan ændre sig. Samtidig giver renteniveauet i sig selv anledning til en asymmetrisk risiko, idet væsentlige rentefald kan udelukkes. Det betyder, at selv små overraskelser kan medføre større rentestigninger, som det er set tidligere, fx i sommeren 2013.

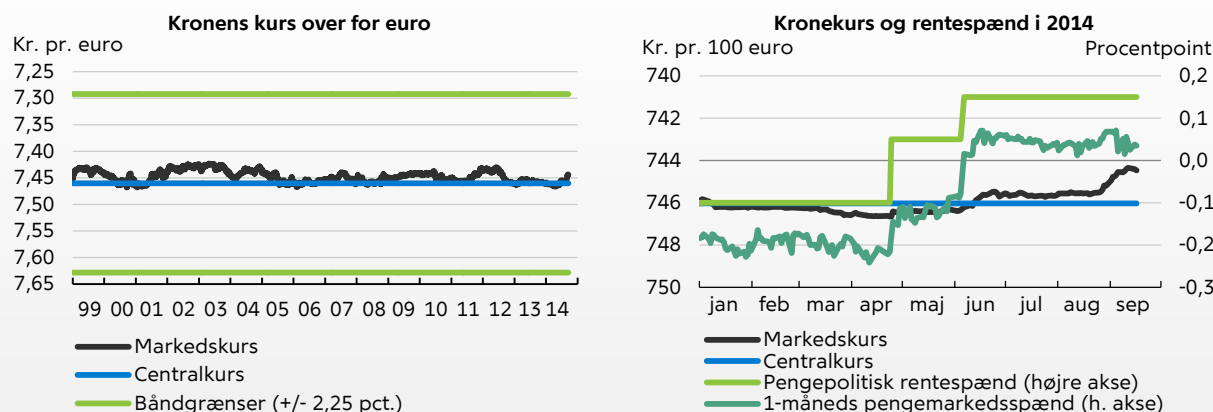
På trods af geopolitiske spændinger er aktiepriserne steget i både euroområdet og USA. Det skyldes bl.a. en søgen efter afkast blandt investorerne. Efter at være steget igennem hele 2013 og begyndelsen af 2014 faldt det europæiske marked dog hen over sommeren, jf. figur 12, men har nu indhentet det meste af det tabte. Udviklingen på det amerikanske aktiemarked har været stærkere, og aktiepriserne lå i slutningen af august mere end 10 pct. over niveauet fra begyndelsen af året. Vækstøkonomierne har stort set ikke været berørt af de geopolitiske spændinger, og aktiepriserne er steget med over 11 pct. i de første otte måneder af 2014 efter at have udviklet sig fladt igennem 2013.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Kronen har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen på et niveau tæt på centralkursen i ERM2, jf. figur 13 (venstre). Umiddelbart efter 5. juni, hvor ECB annoncerede en nedsættelse af de pengepolitiske renter og en række foranstaltninger

Kronens kurs over for euro og rentespænd mellem Danmark og euroområdet

Figur 13



Anm.: Kronekursen er vist på omvendt skala. Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's indlånsrente. Pengemarkedsspændet er forskellen mellem Cita- og Eonia-swaprenten. Seneste observation er 16. september 2014.
Kilde: Reuters EcoWin og Danmarks Nationalbank.

til at understøtte den pengepolitiske transmissionsmekanisme, styrkedes kronen over for euro fra et niveau lige på den svage side af centralkursen. Kronestyrkelsen fortsatte gennem det meste af juni, hvorefter kursen var omtrent uændret frem mod slutningen af august, hvor kronen igen styrkedes.

ECB annoncerede 4. september en nedsættelse af de pengepolitiske renter med 0,10 procentpoint. Med virkning fra 10. september var renten på de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten henholdsvis 0,05, 0,30 og -0,20 pct. Ud over rentenedsættelsen introducerede ECB et program, hvor de vil foretage direkte opkøb af asset-backed securities, og et program, hvor de vil købe særligt dækkede obligationer (covered bonds), jf. afsnittet om international økonomi.

Nationalbanken fulgte ECB's rentenedsættelse og nedsatte med virkning fra 5. september renten på indskudsbeviser med 0,10 procentpoint til -0,05 pct. Indskudsbevisrenten, der har været positiv siden 25. april i år, blev dermed atter negativ. Da det i en situation som den nuværende, hvor de pengepolitiske modparter har et stort placeringsbehov, er de pengepolitiske indlånsrenter, der er bestemmende for pengemarkedsrenterne og kronekursen, holdt Nationalbanken de øvrige pengepolitiske renter uændrede.

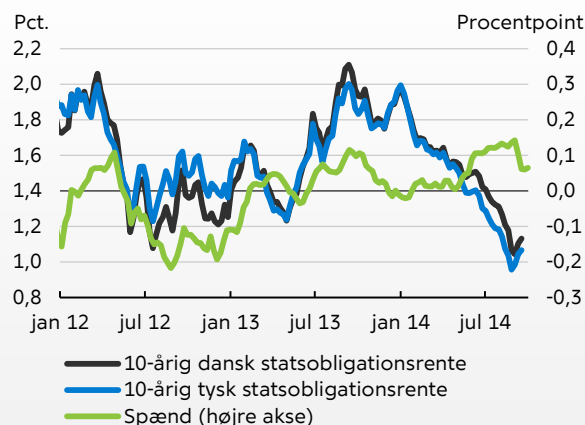
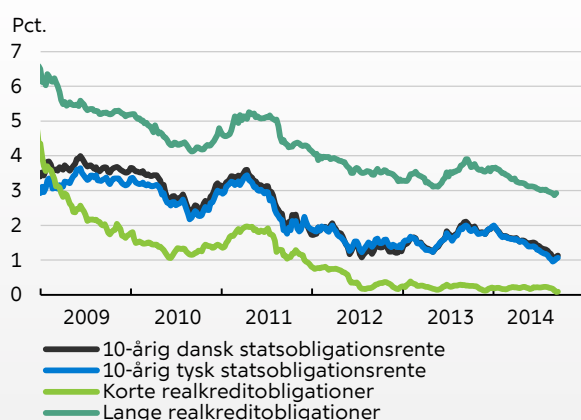
Bevægelsen i kronekursen har stort set fulgt udviklingen i spændet mellem de korte pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet, jf.

figur 13 (højre). Pengemarkedsspændet steg efter ECB's rentenedsættelse i juni, både som følge af faldende renter i euroområdet og stigende renter i Danmark. Efter at have været nogenlunde stabilt fra medio juni til medio august steg spændet igen. Spændudvidelsen afspejlede, at de korte europæiske pengemarkedsrenter faldt på baggrund af øgede forventninger om en pengepolitisk lempelse afledt af et fald i markedets inflationsforventning og de mulige effekter på euroområdets økonomi af uroen i Ukraine. De danske pengemarkedsrenter faldt også, men i et mere beskedent omfang. Umiddelbart efter rentenedsættelsen i september faldt de korte pengemarkedsrenter. 1- og 3-måneders Cita- og Eonia-swaprenterne faldt med 0,06 procentpoint. De europæiske pengemarkedsrenter har gennem de seneste måneder også været præget af små udsving grundet mere tekniske aspekter i form af udviklingen i overskudslikviditeten blandt euroområdets banker. Bankernes indfrielse af 3-årige lån, LTRO'er, har mindsket overskudslikviditeten. I modsat retning har trukket, at ECB efter 10. juni indstillede de ugentlige operationer, der steriliserede den likviditet, som blev tilført under Securities Market Programme, SMP.

ECB gennemførte 18. september den første af otte målrettede langfristede markedsoperationer, LTRO'er, der har til formål at styrke den pengepolitiske transmissionsmekanisme ved at understøtte långivningen til husholdninger og ikke-finansielle

Renter på stats- og realkreditobligationer

Figur 14



Anm.: Ugentlige data. Den korte rente er den 1-årige realkreditrente baseret på rentetilpasningsobligationer. Den lange rente er den gennemsnitlige effektive rente baseret på 30-årige fastforrentede konverterbare realkreditobligationer. Realkreditrenter er ekskl. kurssikring og bidrag. De 10-årige statsobligationsrenter er parrenter, dvs. beregnede renter på obligationer med præcis 10 år til udløb. Seneste observation er uge 38.

Kilde: Nordea Analytics og Realkreditrådet.

virksomheder.¹ Der blev tildelt 82,6 mia. euro til en rente på 0,15 pct. På basis af bankernes udestående udlån pr. 30. april 2014 kan de maksimalt optage lån for 400 mia. euro tilsammen i de to første TLTRO'er.

Nationalbanken interвенerede ikke i valuta-markedet i juni, juli og august. Ved udgangen af august udgjorde valutareserven 441,6 mia. kr. Det svarer til et fald på 32,4 mia. kr. siden årets begyndelse. Her kan omtrent halvdelen tilskrives, at Nationalbanken netto har solgt valuta, og den anden del, at staten netto har indfriet gæld i udlandet.

Omsætningen i dag til dag-pengemarkedet faldt i slutningen af juni og var generelt lav i juli. Det afspejler bl.a. en sæsoneffekt, hvor aktiviteten er lavere over sommeren, og at aktiviteten i det usikrede pengemarked har en tendens til at falde ved måneds- og kvartalsskifte. Omsætningen i de usikrede Tomorrow/Next-lån, T/N-lån², som er en del af dag til dag-pengemarkedet, var også forholdsvis lav i juni og juli. Nationalbanken begyndte pr. 1. juli at offentliggøre T/N-omsætningen

på daglig basis. Det gør det muligt løbende at følge omsætningen, der ligger til grund for fastsættelsen af T/N-renten, og giver dermed mere gennemsigtighed for brugere af referencerenten. Offentliggørelse af omsætningen følger desuden praksis i fx euroområdet, England og Norge.

Pr. 1. juli 2014 ophørte de pengepolitiske modparterers mulighed for at optage 6-måneders lån i Nationalbanken samt muligheden for at belåne sektorselskabsaktier og pengeinstitutternes egne udlån i Nationalbanken. Begge foranstaltninger blev indført i oktober 2011 med henblik på at forbedre de pengepolitiske modparterers adgang til likviditet. Normaliseringen af sikkerhedsgrundlaget og ophør af 6-måneders lån skete på baggrund af en stabil udvikling på de finansielle markeder og begrænset anvendelse af ordningerne. Afviklingen forløb problemfrit.

UDVIKLINGEN PÅ KAPITALMARKEDET

Renterne på danske statsobligationer er faldet siden årsskiftet. Den 10-årige statsobligationsrente er faldet 0,8 procentpoint og var medio september 1,1 pct., jf. figur 14 (venstre). Det svarer omtrent til niveauet i midten af 2012, hvor de danske statsobligationsrenter var historisk lave bl.a. som følge af danske aktivers status som sikker havn under den europæiske statsgældskrise. De seneste måneders udvikling i den 10-årige statsobligationsrente har i store træk fulgt udviklingen i den tilsvarende tyske rente, der har været påvirket af

1 For en nærmere beskrivelse af de målrettede langfristede markedsoperationer, se Aktuelle økonomiske og monetære tendenser i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt* 2. kvartal 2014.

2 Omsætningen i T/N-lånene indgår i beregningen af T/N-renten, der er en dag til dag-referencerente for et usikret lån i kroner med valør 1. bankdag efter aftaledagen og udløb 2. bankdag efter aftaledagen. Pt. baseres T/N-renten og -omsætningen på indberetninger fra Danske Bank, Nordea Bank, Jyske Bank, Sydbank, Spar Nord Bank, Nykredit Bank, Svenska Handelsbanken og SEB Merchant Banking.

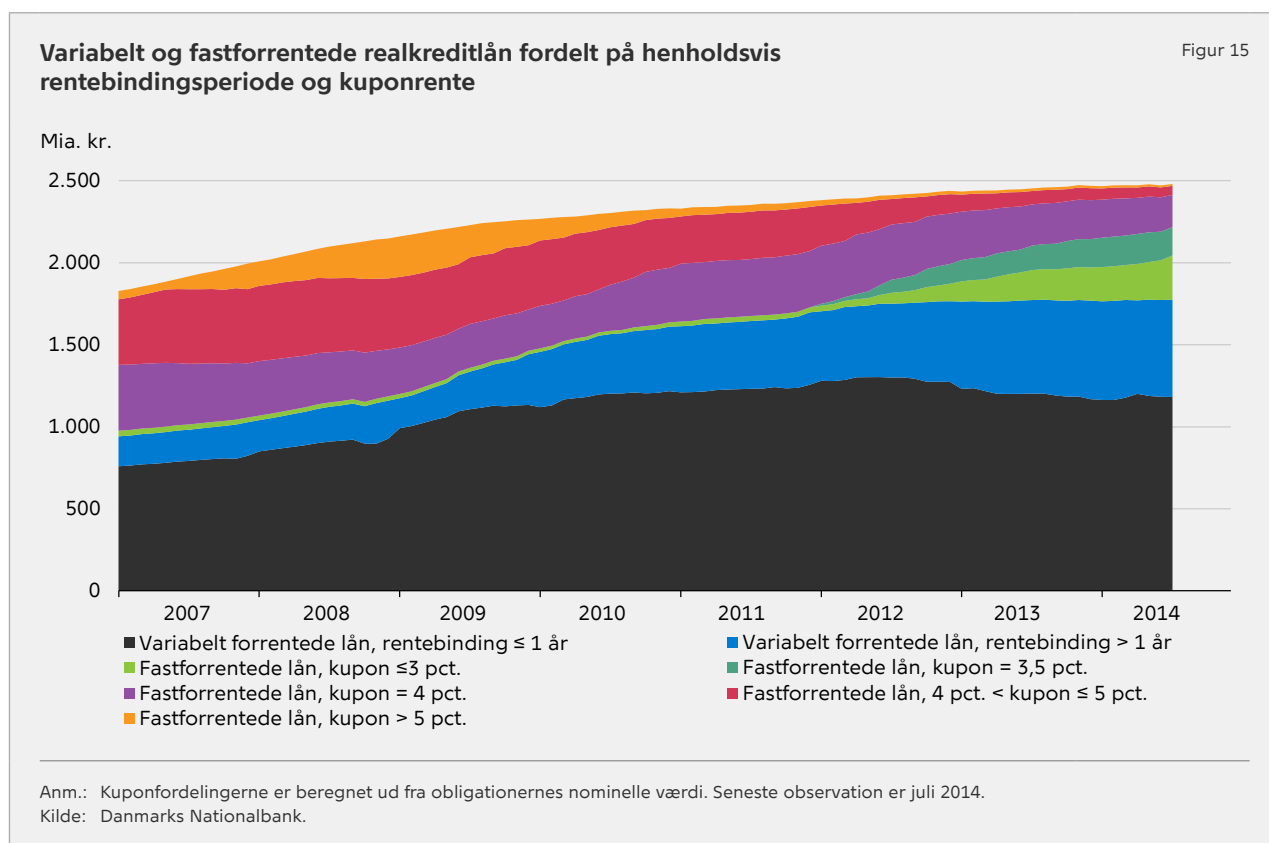
ECB's rentenedsættelser og uroen i Ukraine. Fra medio april til medio august faldt den 10-årige rente på tyske statsobligationer dog lidt mere end den danske, så spændet blev udvidet fra at ligge omkring nul til 0,14 procentpoint. Siden er spændet indsnævret lidt igen, jf. figur 14 (højre).

Den implicitte markedsbaserede inflationsforventning, der er udledt ud fra forskellen mellem den effektive rente på den nominelle og den inflationsindekserede 10-årige statsobligation, er faldet markant både i Danmark og Tyskland siden udgangen af juli i år. Den danske og tyske såkaldte break-even-inflation var således medio september 1,2 pct. Markedet forventer dermed implicit, at den gennemsnitlige inflation frem mod 2024 bliver omkring 1,2 pct.

Ved auktionen over skatkammerbeviser 28. august blev der solgt for 10,9 mia. kr. Skæringsrenterne blev henholdsvis -0,025 og 0,000 pct. for 3- og 6-måneders skatkammerbeviser.

Renten på korte realkreditobligationer faldt til knap 0,1 pct. medio september efter at have ligget stabilt på omkring 0,2 pct. siden årsskiftet. I samme periode har den lange realkreditrente været støt faldende og udgjorde medio september knap 3 pct., jf. figur 14 (venstre). Den lange rente er dermed historisk lav.

Med det faldende renteniveau er kursen på visse 30-årige 3 pct.-obligationer steget til over 100, og realkreditinstitutterne åbnede derfor i august for salg af og lån på baggrund af 2,5 pct.-obligationer. Der er siden midten af 2012, hvor det blev muligt at optage 30-årige fastforrentede 3 pct.-lån, sket et skifte i kuponfordelingen på de fastforrentede lån, jf. figur 15. Andelen af lån med kuponrente på op til og med 3,5 pct. er steget fra at udgøre 22 pct. af de udestående fastforrentede lån ultimo juli 2012 til at udgøre 63 pct. ultimo juli 2014. Således har mange låntagerne benyttet muligheden for at konvertere fra lån med højere kuponrenter. Ultimo juli 2014 havde knap en tredjedel af realkreditlånene med fast rente en kupon på 4 pct., og knap 10 pct. havde en kupon derover. Det er endnu for tidligt at vurdere, i hvilket omfang låntagerne vil benytte sig af muligheden for at optage 2,5 pct.-lån. Hidtil har det lave niveau på realkreditrenterne i højere grad betydet, at udestående lån med sikkerhed i ejerboliger og fritidshuse er blevet konverteret fra variabelt forrentede lån med kort rentebinding til variabelt forrentede lån med længere rentebinding frem for til fastforrentede lån. Således er den mest udbredte låntype for ejerboliger og fritidshuse stadig variabelt forrentede lån uden afdrag. Den udgjorde ved udgangen af juli 44 pct.



I august og begyndelsen af september afholdt nogle realkreditinstitutter auktioner over obligationer bag rentetilpasningslån med refinansiering 1. oktober. Der blev solgt for godt 113 mia. kr. Renterne på lån med 1-, 3- og 5-årig rentetilpasning blev henholdsvis 0,25, 0,39 og 0,71 pct. Sammenlignet med auktionerne året før er der tale om en omtrent uændret rente på lån med 1-årig rentetilpasning, mens renterne på lån med længere rentebinding er faldet mærkbart. Realkreditinstitutterne har generelt og gennem en længere periode foretaget pristilpasninger, hvilket har øget incitamentet til at vælge lån med længere rentebindingsperiode og med afdrag. Det er dels sket i form af differentiering af bidragssatser på de forskellige låntyper, dels gennem en forhøjelse af kursskæringen. Nogle realkreditinstitutter har dertil valgt at lade kursskæringen variere med rentebindingsperioden. Kursskæringen er et fradrag i markedskursen, som låntager betaler ved hver refinansiering. Det betyder, at jo hyppigere et lån rentetilpasses, jo højere er omkostningerne til kursskæring i lånets løbetid. Pr. 1. januar 2015 vil kursskæringen i de tre største realkreditinstitutter være 0,3 kurspoint for lån med rentebinding op til og med 2 år og 0,2 kurspoint for lån med længere rentebinding. Det svarer tilnærmelsesvis til, at der lægges 0,3 procentpoint til renten på et 1-årigt rentetilpasningslån, mens renten på et 3-årigt rentetilpasningslån tillægges 0,07 procentpoint.

Rentetilpasningsauktionerne i august og september var de første, hvor der blev udstedt obligationer for et større beløb, efter lovændringen vedrørende betinget løbetidsforlængelse trådte i kraft i april 2014. Der er nu udstedt rentetilpasningsobligationer med mulighed for løbetidsforlængelse og såkaldt rentetrigger for knap 120 mia. kr. Merrenten for disse obligationer var medio september 0,02 procentpoint og har været faldende siden april 2014 i takt med, at der er blevet udstedt flere obligationer. Efterspørgslen ved auktionerne synes ikke at være påvirket af indførelsen af løbetidsforlængelse og rentetrigger, hvilket afspejlede sig i forholdsvis høje såkaldte bid-to-cover-ratioer.

Et enkelt institut har i stedet for at udstede obligationer med mulighed for løbetidsforlængelse udstedt en ny type obligationer. Formålet med disse obligationer er også at mindske refinansieringsrisikoen ved finansiering af lån med årlig

rentetilpasning. Institutet har udstedt 3-årige obligationer, der førtidsindfries efter 1 år, såfremt der kan gennemføres en refinansiering.

Finanstilsynet har offentliggjort et forslag til en tilsynsdiamant for realkreditinstitutter, jf. boks 4.

Tilsynsdiamant for realkreditinstitutter

Boks 4

Finanstilsynet offentliggjorde den 11. september 2014 et forslag til en tilsynsdiamant for realkreditinstitutter. Diamanten skal indgå i tilsynsvirksomheden og fungere som en tidlig advarsel, hvis det enkelte institut går i retning af at tage for meget risiko. Diamanten opstiller fem pejlemærker for, hvad Finanstilsynet anser for realkreditvirksomhed med forhøjet risiko.

Ved overskridelse af et eller flere af diamantens pejlemærker kan det pågældende institut efter individuel vurdering modtage en offentlig risikooplysning. I mere alvorlige tilfælde kan instituttet blive pålagt at udarbejde en redegørelse, og i sidste ende kan Finanstilsynet give instituttet et påbud om at reducere sin risiko.

De fem pejlemærker adresserer følgende områder:

- *Udlånsvækst:* Udlånsvæksten for hvert af de fire kundesegmenter privat, boligudlejningsejendomme, landbrugsejendomme og andet erhverv skal være under 15 pct. pr. år.
- *Låntagers renterisiko:* Andelen af udlånsporteføljen til private og boligudlejningsejendomme, hvor loan-to-value, LTV, overstiger 75 pct. af lånegrænsen, og hvor renten kun er låst fast i op til 2 år, skal være mindre end 30 pct.
- *Afdragsfrihed på lån til ejerboliger og fritidshuse:* Andelen af lån med afdragsfrihed skal udgøre mindre end 55 pct. af lånemassen i LTV-båndet over 75 pct. af lånegrænsen.
- *Lån med kort finansiering:* Andelen af udlån, der refinansieres, skal være mindre end 15 pct. pr. halvår af den samlede udlånsportefølje.
- *Store eksponeringer:* Summen af de 20 største eksponeringer skal være mindre end instituttets egentlige kernekapital.

Som udgangspunkt gælder pejlemærkerne fra 2018, men for at give realkreditinstitutterne tilstrækkelig tid til at tilpasse sig vil pejlemærkerne for afdragsfrihed og lån med kort finansiering først gælde fra 2020.

Sideløbende med tilsynsdiamanten vil Finanstilsynet gennem ændringer af eksisterende bekendtgørelser iværksætte to initiativer, der skal begrænse prisbobler på boligmarkedet. Det første initiativ medfører, at boligkøbere som udgangspunkt skal stille med en udbetaling på 5 pct. ved boligkøb. Det andet initiativ er et krav om, at erhvervsejendomme som udgangspunkt skal genere en positiv likviditet, før de kan belånes.

1. Kilde: Mere robust ejendomsfinansiering, Finanstilsynet, 11. september 2014.

Forslaget indeholder bl.a. et pejlemærke for afdragsfrihed, der har til formål at reducere realkreditinstitutternes udlån med afdragsfrihed ved høje belåningsgrader. Konkret fastsætter pejlemærket, at andelen af det enkelte instituts afdragsfrie lån i belåningsintervallet over 75 pct. af lånegrænsen skal være mindre end 55 pct. Pejlemærket vedrører alene lån til ejerboliger og fritidshuse. For disse er lånegrænsen henholdsvis 80 og 60 pct. af boligens værdi på belåningstidspunktet. Det vil sige, at lån, hvor afdragsfriheden er benyttet, højst må udgøre 55 pct. af det enkelte realkreditinstituts udlån til ejerboliger og fritidshuse i låneintervallerne fra henholdsvis 60-80 og 45-60 pct. af boligernes værdi på belåningstidspunktet.

Institutterne kan dermed fortsat yde lån uden afdrag helt op til belåningsgrænsen til nogle husholdninger, hvis de samtidig yder lån med afdrag til andre husholdninger. Tilsynsdiamanten er derfor ikke egnet til en begrænsning af den enkelte husholdnings anvendelse af afdragsfrihed. Dertil kommer, at tilsynsdiamanten ikke sikrer, at det kun er de mest robuste husholdninger, som vil få mulighed for afdragsfrihed ved høje belåningsgrader.

Erfaringen viser, at boligpriserne kan falde kraftigt. I de seneste 40 år er boligpriserne tre gange faldet reelt med 30-35 pct. Så store prisfald kan – særligt når inflationen er lav – betyde, at belåningsgraden for nogle husholdninger overstiger 100 pct., og giver risiko for, at der opstår tab på obligationerne. Afdrag vil bevirke, at låntagerne

over tid automatisk opbygger en vis afstand til lånegrænserne.

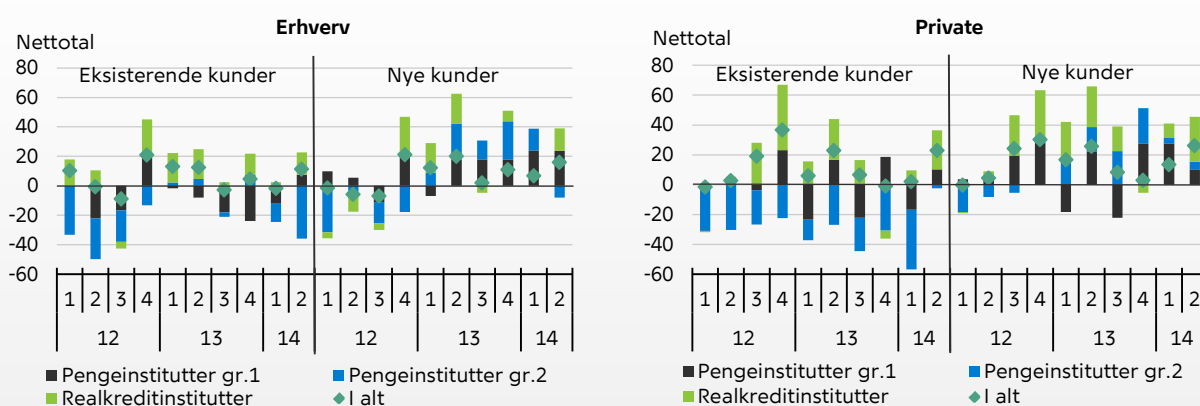
RENTE- OG KREDITUDVIKLINGEN FOR HUSHOLDNINGER OG ERHVERV

Pengeinstitutternes udlånsrenter over for erhverv faldt fra ultimo september 2013 til ultimo juli 2014 med godt 0,2 procentpoint til 3,9 pct., mens de over for husholdninger faldt knap 0,2 procentpoint til 5,5 pct. Indlånsrenterne faldt også lidt – mest over for husholdninger, hvor renten ultimo juli var 0,9 pct., mens den for erhverv var 0,3 pct. Dermed er pengeinstitutternes rentemarginal over for erhverv omkring 0,5 procentpoint lavere end for to år siden, mens den er 0,1 procentpoint lavere over for husholdninger. Det er primært i de store pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 1, at rentemarginalen over for erhverv er mindsket, mens de mellemstore pengeinstitutter i gruppe 2 har reduceret marginalen mere over for husholdninger.

Ifølge Nationalbankens udlånsundersøgelse blev kreditstandarden over for erhverv lempet lidt i 2. kvartal 2014. Ligesom i det foregående kvartal lempede de mellemstore pengeinstitutter kreditstanderne lidt over for private. Det er hovedsageligt sket gennem prisen og med henvisning til konkurrenternes adfærd, hvilket også afspejler sig i udviklingen i rentemarginalen, jf. afsnittet ovenfor. For erhverv udtrykte både de store og mellemstore pengeinstitutter samt

Efterspørgslen efter lån

Figur 16



Anm.: Nettotallet kan ligge mellem -100 og 100. Et negativt nettotal betyder, at kreditchefene i de adspurgte institutter samlet set har angivet, at efterspørgslen er faldet i forhold til kvartalet før. Omvendt angiver et positivt nettotal, at efterspørgslen er steget. Grupperingen af pengeinstitutterne følger Finanstilsynets størrelsesgruppering.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

realkreditinstitutterne, at konkurrencesituationen har bidraget til en lempelse. Det er for pengeinstitutternes vedkommende sket gennem prisen på lånene og kravene til sikkerhedsstillelse. Under ét har penge- og realkreditinstitutterne oplevet en stigning i efterspørgslen efter lån både fra private og erhverv. For erhvervskunder oplevede de mellemstore pengeinstitutter dog, at efterspørgslen, især fra de eksisterende kunder, faldt, jf. figur 16.

Siden september 2013 er penge- og realkreditinstitutternes samlede udlån til husholdninger steget med 7 mia. kr. og udlån til erhverv med 3 mia. kr. År til år-væksten i det samlede udlån var 0,3 pct. ultimo juli 2014.³ Udlånet til erhverv er fortsat primært drevet af realkreditinstitutternes udlån, jf. figur 17 (venstre). Siden årsskiftet har væksten i udlånet til erhverv været højere end væksten i udlånet til husholdninger. Pengeinstitutternes nyudlån til erhverv har de seneste måneder i gennemsnit ligget omkring 25 mia. kr. om måneden. Til sammenligning lå nyudlånene i 2008 i gennemsnit på 46 mia. kr. om måneden.

Virksomhederne har, foruden lån hos danske penge- og realkreditinstitutter, en række andre finansieringsmuligheder. De kan finansiere sig internt via akkumuleret opsparing og eksternt via

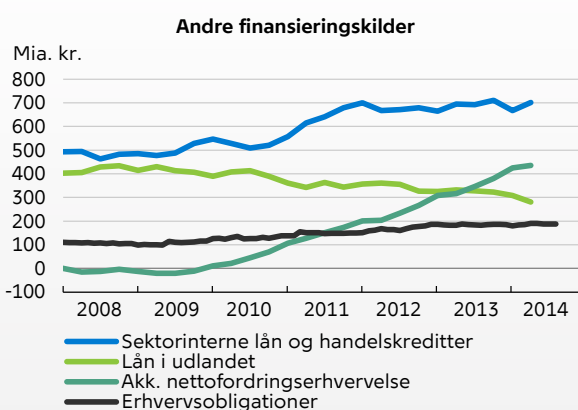
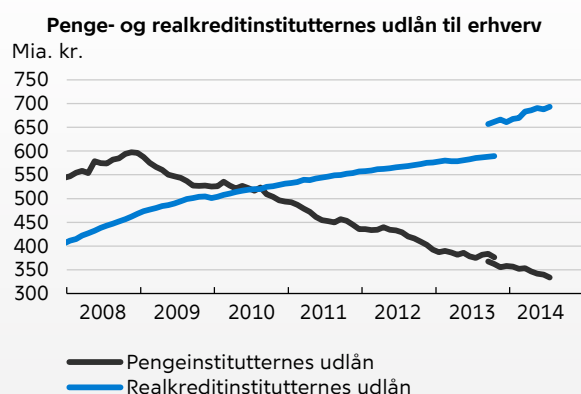
lån i udlandet, og særligt de store virksomheder har mulighed for at finansiere sig ved at udstede aktier og erhvervsobligationer. Derudover kan den enkelte virksomhed opnå finansiering fra andre virksomheder i sektoren gennem koncernlån og andre sektorinterne lån og handelskreditter.

I kølvandet på den finansielle krise steg den eksterne finansiering i form af erhvervsobligationer og sektorinterne lån og handelskreditter. Over de seneste år ser det dog ud til, at denne tendens er taget af, og bidraget fra disse finansieringskilder har været uændret. Lånene i udlandet er reduceret siden begyndelsen af 2011. Det dækker hovedsageligt over, at låntagningen i udenlandske banker er faldet. De seneste måneders fald kan dog også tilskrives, at de koncerninterne lån i udlandet er reduceret. Den interne finansiering i form af akkumuleret opsparing er fortsat betydelig, og den akkumulerede nettofordringserhvervelse siden primo 2008 i de ikke-finansielle selskaber er 436 mia. kr., jf. figur 17 (højre).

Den samlede kreditgivning i Danmark ligger stadig på et højt niveau historisk set, da realkreditinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv er steget de seneste år. Derudover har de ikke-finansielle virksomheder andre finansieringsmulig-

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til erhverv og erhvervsvirksomhedernes andre finansieringskilder

Figur 17



Anm.: Venstre figur: Sæsonkorrigeret udlån. Databruddene skyldes, at figuren fra og med september 2013 er baseret på ny MFI-statistik. Seneste observation er juli 2014. Højre figur: Sektorinterne lån og handelskreditter omfatter udelukkende lån og kreditter mellem danske virksomheder. Lån i udlandet omfatter al låntagning med udenlandsk modpart, dvs. inkl. gæld til udenlandske banker og sektorinterne lån fra udenlandske virksomheder. Erhvervsobligationer er opgjort til markedsværdi, og seneste observation er juli 2014. Seneste observation for sektorinterne lån og handelskreditter, lån i udlandet og nettofordringserhvervelsen er 1. kvartal 2014.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

3 Væksten er opgjort på baggrund af rene nettotransaktioner, dvs. nyudlån, forhøjelser af udestående lån, indfrielse og afdrag.

heder, herunder et markant opsparingsoverskud. På den baggrund er det Nationalbankens vurdering, at der modsat euroområdet, hvor ECB har indført målrettede langfristede markedsoperationer, TLTRO'er, med henblik på at understøtte långivning, ikke er et tilsvarende behov i Danmark.

DANSK ØKONOMI

Efter et stærkt 1. kvartal faldt bruttonationalproduktet, BNP, en smule i 2. kvartal, jf. tabel 2. Det er ikke usædvanligt med et ujævnt vækstforløb i begyndelsen af en konjunkturfremgang, hvor væksten endnu ikke er bredt funderet. På arbejdsmarkedet stiger beskæftigelsen, og ledigheden

falder. Husholdningernes disponible indkomster og formuer er øget, bl.a. som følge af det meget lave renteniveau, så det overordnede billede af økonomien understøtter, at der er grundlag for en fortsat styrkelse af det igangværende opsving. Det nye nationalregnskab ændrer ikke afgørende på vurderingen af dansk økonomi⁴, jf. boks 5.

Aktiviteten i dansk økonomi er vokset det seneste år. BNP i mængder og efter sæsonkorrektion lå i 1. halvår 2014 0,5 pct. højere end for et år siden. BNP faldt i 2. kvartal 2014 med 0,3 pct. Reduceret udvinding af olie og gas i Nordsøen har de senere år været med til at holde BNP-vækstraten nede, i 2. kvartal med 0,1 procentpoint. På efterspørgselssiden afspejler faldet først og fremmest, at eksporten og investeringerne gik ned, mens

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 2

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2013/2014						
	2013	2014	2015	2016	4. kv.	1. kv.	2. kv.
BNP	0,4	0,8	1,7	2,0	-0,3	0,6	-0,3
Privat forbrug	0,1	1,2	2,0	2,0	-1,2	1,5	0,3
Offentligt forbrug	0,7	1,0	0,7	0,6	0,7	-1,0	0,7
Boliginvesteringer	-5,0	3,5	0,9	2,2	6,0	1,8	-0,9
Offentlige investeringer	-0,7	2,0	-4,6	0,5	-11,4	10,2	-0,1
Erhvervsinvesteringer	2,8	1,4	5,2	5,5	-3,9	3,1	-1,4
Lagerinvesteringer ¹	0,2	0,3	-0,1	0,0	-0,9	0,8	0,6
Eksport	1,0	2,3	2,2	3,3	-0,1	2,1	-1,6
Industrieksport	0,6	1,8	4,4	5,2	0,6	1,7	-3,6
Import	1,4	4,2	2,1	3,4	-3,0	5,2	0,3
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.730	2.756	2.772	2.795	2.741	2.748	2.753
Ledighed, brutto, 1.000 personer	153	134	125	120	150	140	134
Ledighed, netto, 1.000 personer	118	106	100	97	115	110	106
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,2	6,4	5,8	5,9	8,4	6,3	6,2
Offentlig saldo, pct. af BNP	-0,9	-0,6	-3,2	-2,7	0,3	-0,4	-1,2
Kontantpriser, pct. år-år	2,7	2,7	2,6	3,2	2,9	2,3	2,9
Forbrugerpriser, HICP, pct. år-år	0,5	0,4	1,3	1,8	0,4	0,4	0,4
Timeløn, pct. år-år	1,6	1,6	2,6	2,7	1,4	1,5	1,3

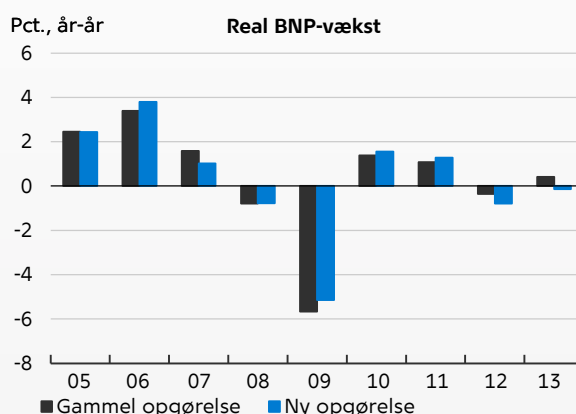
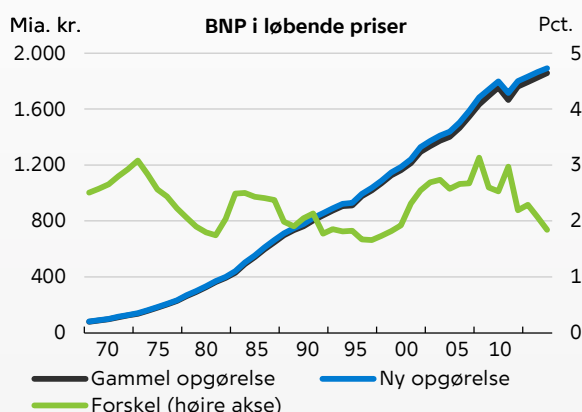
1. Bidrag til BNP-vækst.

4 Analysen af og prognosen for dansk økonomi i denne Kvartalsoversigt er baseret på ESA95.

Prognosen i denne Kvartalsoversigt er baseret på den seneste opgørelse af det kvartalsvise nationalregnskab, som er den første opgørelse for 2. kvartal 2014 fra ultimo august. Efterfølgende har Danmarks Statistik den 15. september offentliggjort et hovedrevideret årligt nationalregnskab efter ESA 2010-manualen, som er ny fælles standard for EU-landene. Offentliggørelsen dækker p.t. årene 1966-2013. Hovedrevisionen medfører en række principielle ændringer, ligesom Danmarks Statistik har benyttet lejligheden til at forbedre datagrundlaget og metoderne for udarbejdelsen af nationalregnskabet.

Til de vigtigste ændringer hører, at *forskning og udvikling* nu behandles som en egentlig investering frem for en omkostning i produktionen. Det øger BNP-niveauet og trækker i retning af højere vækst. Samtidig opgøres de imputerede pensionsbidrag for tjenestemænd nu ved en aktuariemæssig beregning; det reducerer BNP-væksten i de seneste årtier, da tjenestemandspensionen anvendes stadig mindre. Under ét er den gennemsnitlige vækst omtrent uændret over hele perioden (1966-2013), mens BNP-niveauet er øget med 2-3 pct., jf. figuren nedenfor.

BNP ifølge nyt og gammelt nationalregnskab



Kilde: Danmarks Statistik.

Offentlige finanser

Hovedrevisionen påvirker på flere områder opgørelsen af de offentlige finanser. På indtægtsiden er definitionen for skatter og afgifter justeret, hvormed flere offentlige indtægter nu ikke længere regnes som skatter, men som andre overførsler. Fx klassificeres kontingenter til A-kasser og efterløn nu som et frivilligt frem for et obligatorisk socialt bidrag, hvormed det ikke regnes for en skat. Til gengæld regnes fx medicinelicensen nu som en skat. Samlet medfører revisionerne, at skattetrykket er reduceret – i 2013 fra 49,7 til 47,9 pct. af BNP.

Desuden er der sket en række omplaceringer mellem sektorerne. Flere offentlige selskaber (fx Banedanmark og DR) henregnes nu til offentlig forvaltning og service, mens fx privat- og efterskoler flyttes fra det offentlige til den private sektor. Den offentlige saldo påvirkes altså af mange ændringer, men under ét opvejer de omtrent hinanden, så saldoen er stort set uændret.

Realvæksten i den offentlige sektor beregnes nu delvist efter en output-baseret metode. Output-metoden tager udgangspunkt i opgørelser af aktivitetsomfanget og anvendes fx for folkeskoleundervisning og hospitalsbehandlinger. Dermed tages der til dels højde for produktivitetsvækst i den offentlige sektor, hvilket ikke var muligt under den hidtidige omkostningsbaserede metode. Der korrigeres dog fortsat ikke for eventuelle kvalitetsforbedringer i den offentlige

sektors produktion. Ændringen, som kun dækker årene efter 2007, medfører generelt højere realvækst i det offentlige forbrug, men ikke i 2012 og 2013.

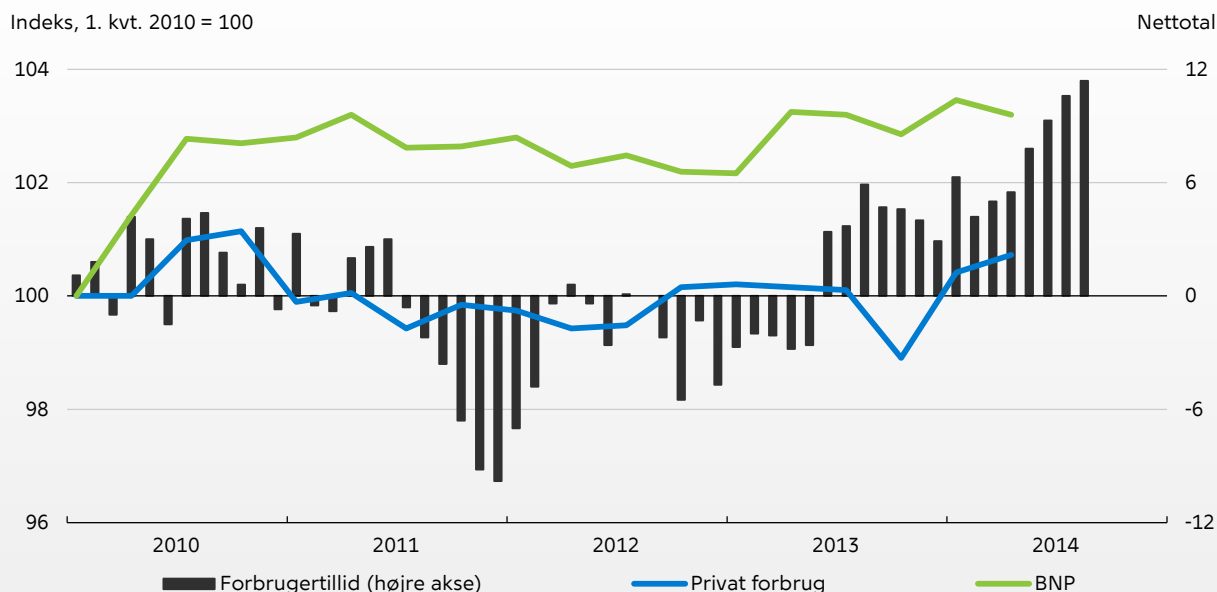
Den seneste udvikling i dansk økonomi

Hovedrevisionen af nationalregnskabet giver ikke på det foreliggende grundlag anledning til en afgørende ændring af vurderingen af de seneste års udvikling i dansk økonomi. Men en række nuancer er ændret. Ifølge den nye opgørelse kom Danmark lidt bedre gennem den første del af den finansielle krise i årene 2008-11, mens væksten i 2012-13 til gengæld er lidt svagere end i den gamle opgørelse, jf. figuren ovenfor. Den svagere vækst i 2012 og 2013 skyldes bl.a. at handlen med udlandet (nettoeksporten) har bidraget mindre til aktiviteten herhjemme, ligesom væksten i det offentlige forbrug har været lavere. Udviklingen i det private forbrug fremstår derimod lidt stærkere i de seneste år end i den gamle opgørelse.

En tilbunds-gående analyse af, hvordan vurderingen af den aktuelle konjunktursituation påvirkes af hovedrevisionen, må imidlertid afvente, at det kvartalsvise nationalregnskab opgøres efter de nye principper. Danmarks Statistik planlægger at offentliggøre det nye kvartalsvise nationalregnskab dækkende perioden til og med 2. kvartal 2014 den 30. september.

BNP, privat forbrug og forbrugertillid

Figur 18



Anm.: BNP og privat forbrug er i reale størrelser.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

både det private og offentlige forbrug steg. Samlet voksede den indenlandske efterspørgsel 0,4 pct. i 2. kvartal.

Den moderate fremgang i det samlede private forbrug, der viste sig omkring årsskiftet, fortsatte hen over foråret, jf. figur 18. Det private forbrug lå i 1. halvår 0,3 pct. over samme periode året før. Husholdningernes køb af biler gik mærkbart tilbage fra et højt niveau, mens væksten i forbruget eksklusive biler og boligudgifter var 1 pct. Den forsigtige fremgang i det private forbrug står i kontrast til en markant stigning i husholdningernes formue, der er steget over 25 pct. de sidste par år, ligesom de disponible indkomster er øget. Korrigeres husholdningernes disponible indkomst for de særlige skattebetalinger fra omlægningen af kapitalpensioner, er forbrugskvoten ganske lav.

Dankortomsætningen er øget hen over sommeren, og forbrugertilliden er på et højt niveau. Bilkøbet gik op i august. I prognosen forventes en stærkere stigning i det private forbrug fremadrettet, hvilket indebærer, at husholdningernes forbrugskvotens bevæger sig op mod det historiske gennemsnit. Husholdningernes formue og disponible indkomster ventes at stige de kommende år, bl.a. som følge af højere lønindkomster.

Boliginvesteringerne løftede sig mod slutningen af 2013, fordi skaderne efter stormene i 4. kvartal skulle udbedres. Nybyggeriet af boliger er meget lavt. Reparations- og vedligeholdelsesarbejder på eksisterende ejendomme støttes frem til udgangen af 2014 af bolig-job-ordningen.

Virksomhedernes investeringer i materiel ekskl. skibe faldt i 2. kvartal, men er de seneste par år steget i takt med værditilvæksten i erhvervene. Niveaulet er lidt under gennemsnittet over de seneste 20 år, men ikke meget lavt og må ses i sammenhæng med, at kapacitetsudnyttelsen i industrien fortsat er lidt under det normale. Erhvervenes byggeinvesteringer har ligget meget lavt siden 2010, og bygningskapitalen er faldet betydeligt i forhold til produktionen. Behovet for at bygge nyt begrænses af en betydelig lokaleledighed, og i prognoseperioden ventes uanset det meget lave renteniveau kun en beskeden fremgang. Generelt ventes erhvervsinvesteringerne at bidrage positivt til væksten de kommende år.

Eksporten faldt 1,6 pct. i 2. kvartal. Betragtes 1. halvår i forhold til samme periode året før, var der fremgang i eksporten. Industrieksporten er siden midten af 2012 vokset omtrent i takt med markedsvæksten i udlandet, mens eksporten af energi er faldet. I 2. kvartal 2014 blev energibalancen,

dvs. energiekseport minus energiimport, tydeligt forværret. Det skal ses i lyset af et produktionsstop på Tyra-feltet i Nordsøen, der medførte et fald i olieproduktionen på knap 10 pct. Skønnet for væksten på eksportmarkederne er nedjusteret noget i indeværende år på grund af den svage aktivitetsudvikling i udlandet i 2. kvartal. I resten af fremskrivningsperioden antages der at være en pæn markedsvækst, jf. appendiks 1, hvilket sammen med en omtrent uændret lønkonkurrenceevne leder til, at industrieksporten i reale termer skønnes at vokse i størrelsesordenen 4-5 pct. om året i 2015 og 2016.

BNP-væksten skønnes til 0,8 pct. i år, stigende til 1,7 pct. i 2015 og 2,0 pct. i 2016. Det afspejler en fremgang i den indenlandske efterspørgsel, især fordi privat forbrug og investeringer stiger, mens den offentlige efterspørgsel kun ventes at vokse behersket. Sammenfattende afspejler prognosen, at opsvinget fortsætter og styrkes og gradvis bliver mere selv bærende. Den ventede fremgang er stærk nok til en løbende indsnævring af produktionsgab, som mod slutningen af 2016 stort set vil være lukket. Som det kvartalsvise vækstforløb de seneste år illustrerer, kan fremgangen komme i ryk. Hertil kommer, at den strukturelle vækst er faldet mærkbart siden 1990'erne. Da der er betydelige udsving i BNP-vækstraterne over tid, vil kvartaler med negativ vækst derfor forekomme også i opgangsperioder.

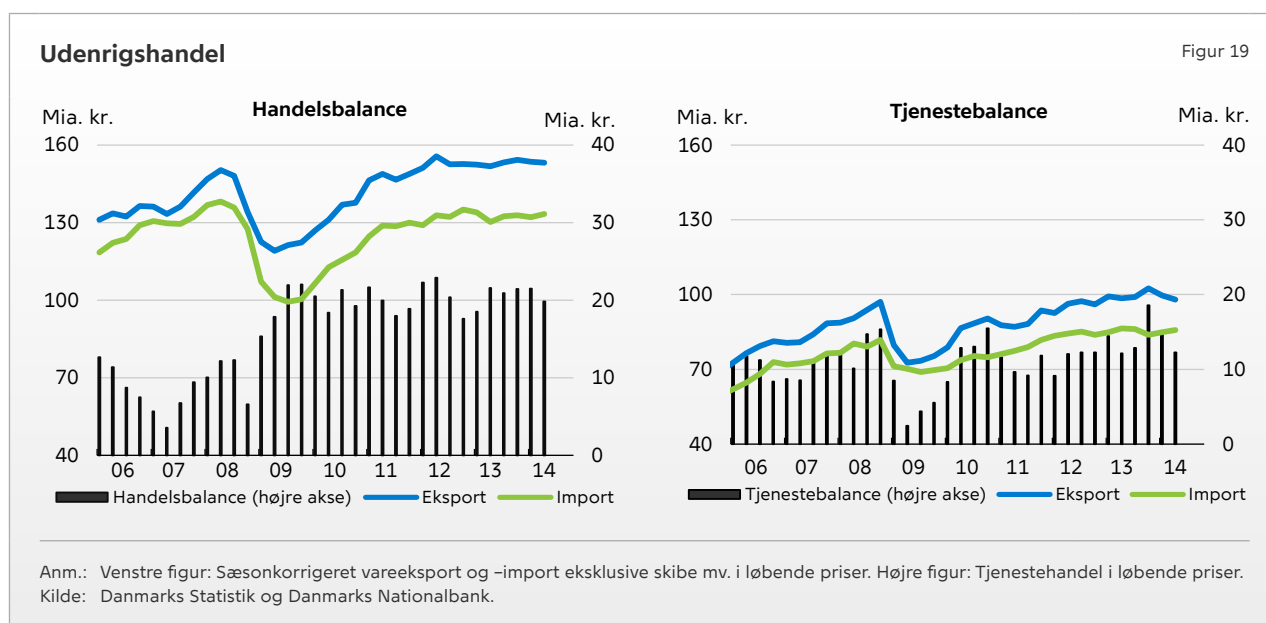
Arbejdsmarkedet har over det seneste år udviklet sig positivt med stigende beskæftigelse og

faldende ledighed, og det ventes at fortsætte de kommende år.

Risiciene for prognosen knytter sig især til udviklingen i udlandet og effekterne af de meget lave renter. Nøgletallene har på det seneste været mere blandede for europæisk økonomi, og de geopolitiske risici knyttet til bl.a. krisen i Ukraine er steget. De opadrettede risici hænger især sammen med det lave renteniveau, som er faldet yderligere på det seneste. Ud over at animere til øget risikotagning på de finansielle markeder understøtter det den stærke prisudvikling på især det københavnske boligmarked. Med hensyn til udviklingen i forbrugerpriserne er en nedadrettet risiko, at den svage udvikling i priserne på energi, fødevarer og importerede varer fortsætter. Det kan på et tidspunkt smitte af på inflationsforventningerne og den indenlandske markedsbestemte del af prisudviklingen. Lønstigningstakten, der er ganske lav, ser dog ud til at være ved at løfte sig.

UDENRIGSHANDEL OG BETALINGSBALANCE

Værdien af vareeksporten eksklusive skibe mv. faldt efter sæsonkorrektur 1,3 pct. i perioden maj-juli 2014 i forhold til den forudgående 3 måneders-periode, mens importen faldt 1,2 pct., jf. figur 19 (venstre). Industrieksporten faldt lidt. Overskuddet på handelsbalancen var knap 20 mia. kr. Set over perioden januar-juli 2014 har den sæsonkorrigerede vareeksport eksklusive skibe mv. ligget stort set fladt. Skibsimporten var i 1. halvår på over 7 mia. kr., hvilket er et højt niveau.



Tilbagegangen i eksporten de seneste tre måneder har især været drevet af, at eksporten af maskiner er faldet ligesom eksporten af olie, der i perioden har været påvirket af produktionsstoppet i Nordsøen. På trods heraf lå eksporten til Tyskland i månederne maj-juli knap 7 pct. over samme periode sidste år. Det skyldes især, at salget af vindmølledele er steget. Eksporten til Sverige steg med 3,9 pct. i samme periode. Eksporten af tjenester har ligget fladt i årets første syv måneder i forhold til samme periode sidste år, jf. figur 19 (højre).

De seneste 12 måneder til og med juli 2014 var overskuddet på betalingsbalancens løbende poster på 130 mia. kr. svarende til 7 pct. af BNP. Det er en stigning på 14 mia. kr. i forhold til den forudgående 12 måneders-periode. Overskuddet på vare- og især tjenestebalancen er steget, og det samme er overskuddet på posten løn- og formueindkomst, der omfatter renter og udbytter fra udlandet, netto. Danmarks nettoformue over for udlandet er nu på næsten 40 pct. af BNP og stiger underliggende stadig i kraft af det store overskud på betalingsbalancens løbende poster. På kort sigt kan der forekomme perioder med udsving i formuen som følge af ændringer i værdipapir- og/eller valutakurser. I takt med den stærkere fremgang i den indenlandske efterspørgsel de kommende år ventes overskuddet på betalingsbalancen at falde svagt til omkring 6 pct. af BNP i 2016.

BOLIGMARKEDET

Boligpriserne er steget på landsplan. I 2. kvartal 2014 lå den gennemsnitlige huspris for landet under ét 2,9 pct. højere end i den samme periode året før. Prisstigningen på ejerlejligheder var i samme periode 9,0 pct. Udviklingen dækker imidlertid over store regionale forskelle, jf. artiklen "Boligmarked i flere hastigheder" i denne Kvartalsoversigt.

Mens huspriserne er øget, er omsætningen ikke fulgt med op og ligger fortsat kun på omkring to tredjedele af gennemsnittet siden 1992. Antallet af huse udbudt til salg har de seneste par år ligget på lidt over 40.000. Det store udbud og den lave omsætning betyder, at liggetiderne fortsat er betydelige. For huse var den 283 dage i august. Modsat huse er omsætningen af ejerlejligheder steget de seneste par år, og udbuddet af lejligheder til salg er forholdsvis lavt. Liggetiden

for lejligheder er derfor faldet og var i gennemsnit 178 dage i august, kortest i København.

Afslaget ved bolighandler, forstået som forskellen mellem den først udbudte pris og handelsprisen, er faldet siden begyndelsen af 2012. Det tyder på, at der er mindre afstand mellem sælger og købers syn på markedet. Igen er der store regionale forskelle.

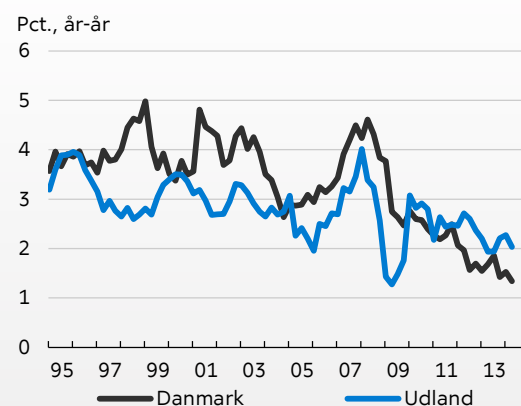
Huspriserne på landsplan skønnes at stige med omkring 2,5 pct. årligt de kommende år. Det skal ses i lyset af, at økonomien langsomt er på vej frem med forbedret forbrugertillid og udsigt til stigende realindkomster, samtidig med at renteniveauet er meget lavt. Omkostningerne ved at købe en bolig, boligbyrden, ligger under sit gennemsnit over de sidste par årtier, især hvis finansieringen sker med lån til variabel rente. Samtidig er det vurderingen, at boligpriserne med det nuværende renteniveau generelt ligger under det langsigtede ligevægtsniveau.

LØN

Den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet har medført, at lønstigningstakten på det private arbejdsmarked de seneste år har været moderat. På området dækket af DA/LO steg lønnen i 2. kvartal med 1,6 pct. i forhold til året før. Det er en stigning på 0,2 procentpoint set i forhold til 1. kvartal. 1. marts trådte nye overenskomster i kraft på DA/LO-området. Det skønnes at bidrage til en lidt stærkere lønstigningstakt.

Løn i industrien

Figur 20



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2014.
Kilde: Danmarks Statistik og OECD.

Det overordnede billede er det samme i Danmarks Statistiks lønstatistik, der dækker alle virksomheder og organisationer. Dog ligger lønstigningstakten i fremstillingssektoren, der i høj grad er rettet mod eksportmarkederne, med 1,3 pct. i 2. kvartal noget lavere end i DA-statistikken, hvor den er opgjort til 1,9 pct. Det afspejler, at afgrænsning og metode er forskellig i de to statistikker. Fx vil en forskydning mellem forskellige lønmodtagertyper i højere grad påvirke opgørelsen i Danmarks Statistik end hos DA. Inden for erhvervsservice og bygge- og anlægsbranchen, der begge er indenlandsk orienterede, var der lønstigninger på henholdsvis 2,6 og 1,3 pct. i 2. kvartal.

Stigningen i de danske timelønninger i fremstillingserhverv har de seneste år ligget under et vægtet gennemsnit af lønstigningerne hos de udenlandske konkurrenter, jf. figur 20. Det var stadig tilfældet i 2. kvartal 2014. Dansk industri har herved indhentet en stor del af det tab i lønkonkurrenceevne, der skete i årene, hvor den danske økonomi var overophedet.

Lønstigningerne på det offentlige område har de seneste kvartaler ligget højere end i 2013. På det statslige område blev lønstigningstakten øget fra 0,9 pct. i 1. kvartal til 1,5 pct. i 2. kvartal 2014. Det er 1,1 procentpoint over referenceforløbet i reguleringsordningen, der betyder, at den offentlige sektor med en vis forsinkelse opnår samme lønstigning som i den private sektor. I kommunerne aftog lønstigningstakten derimod med 0,3 pro-

centpoint til 1,0 pct. i 2. kvartal, muligvis påvirket negativt af lærerlockouten i foråret 2013.

I prognoseperioden ventes lønstigningstakten at tiltage fra 1,6 pct. i år til 2,7 pct. i 2016. Det afspejler bl.a. de aftalte lønstigninger i forårets overenskomster. Lønkvoten i de private byerhverv, dvs. de samlede lønudgifter sat i forhold til bruttoværditilvæksten, BVT, falder svagt i prognoseperioden til lidt under det langsigtede gennemsnit.

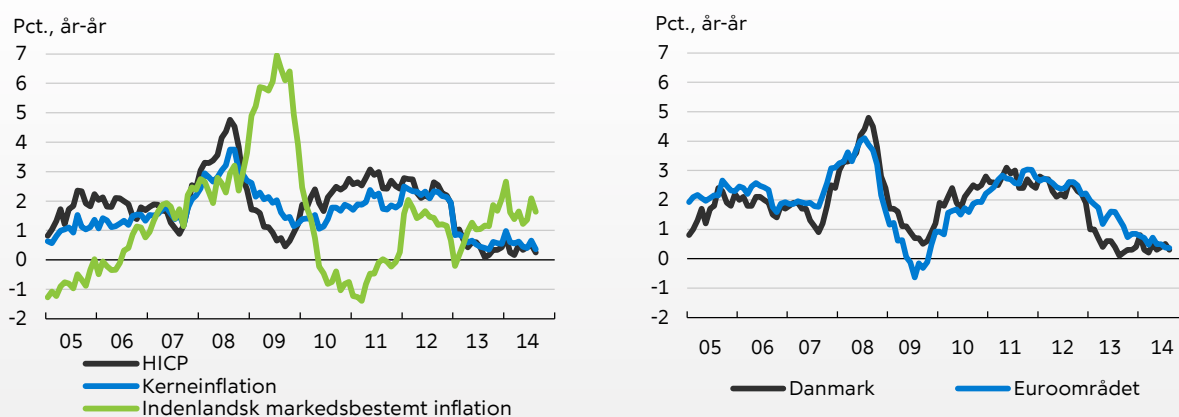
PRISER

Forbrugerprisernes stigningstakt er fortsat afdæmpet. I august var inflationen 0,3 pct. opgjort som den årlige stigning i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, jf. figur 21 (venstre). Siden marts 2013 har inflationen holdt sig under 1 pct. Inflationen i euroområdet var 0,4 pct. i august, jf. figur 21 (højre) samt boks 3.

Kerneinflationen, der fraregner de stærkt svingende priser på energi og uforarbejdede fødevarer, var 0,4 pct. i august. Den lave prisstigningstakt skyldes bl.a., at importpriserne udviklede sig svagt. Samtidig er den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, tiltaget siden maj til 1,6 pct. i august. IMI har de senere år ligget i intervallet 1-2 pct. Normalt er der en negativ sammenhæng mellem IMI og udviklingen i energi- og importpriserne. Det skyldes, at de indenlandske distributions- og salgsled typisk absorberer en del af prisudviklingen. På den baggrund vurderes det aktuelle niveau for IMI at være udtryk for et behersket indenlandsk prispres.

Indenlandsk prisudvikling (venstre), prisudvikling i Danmark og euroområdet (højre)

Figur 21



Anm.: Venstre figur: Kerneinflationen er beregnet som HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer. Seneste observation er august 2014.
Højre figur: Årstigningstakt i EU-harmoniseret forbrugerprisindeks, HICP. Seneste observation er august 2014.

Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat og egne beregninger

Forbrugerpriser

Tabel 3

Pct. år-år	Vægte ¹	2013	2014	2015	2016	2014					
						2. kv.	3. kv.	4. kv.	Aug.	Sep.	Okt.
HICP		0,5	0,4	1,3	1,8	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Nettoprisindeks	100,0	0,9	0,8	1,5	1,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Eksogene:											
Energi	7,5	-1,1	-2,1	0,9	1,6	-0,3	-2,0	-2,7	-1,9	-2,6	-2,5
Fødevarer	4,7	2,1	-1,8	2,0	2,0	-2,3	-1,8	-0,7	-1,5	-2,5	-1,3
Adm. priser	4,4	2,8	1,5	1,3	2,9	2,6	0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Husleje	26,1	2,3	2,4	2,2	2,3	2,6	2,2	2,3	2,4	2,2	2,4
Ekskl. eksogene:	57,3	0,6	0,8	1,2	1,5	0,6	1,0	0,9	0,7	0,9	0,7
Import	18,0	-0,8	-1,5	0,5	1,6	-1,8	-1,4	-0,9	-1,4	-1,1	-0,9
IMI	39,2	1,1	1,7	1,5	1,5	1,4	1,9	1,5	1,6	1,9	1,4

Anm.: Seneste faktiske tal er august 2014.

1. Vægt i nettoprisindekset, procent. Vægtene er fra januar 2014.

Faldet i importpriserne genfindes i priserne på indenlandsk vareforsyning, tidligere kaldet engrospriserne. De belyser prisudviklingen i første omsætningsled, dvs. importørernes købspriser og producenternes salgspriser, eksklusive moms og punktafgifter. I august lå priserne på indenlandsk vareforsyning 1,5 pct. under niveauet et år tidligere.

Den svage stigningstakt i forbrugerpriserne har ikke medført væsentlige ændringer i forbrugernes forventninger til prisudviklingen et år frem, der har været omtrent uændrede siden 2010.

I prognosen ventes en årlig stigningstakt i HICP på 0,4 pct. i år, stigende til 1,3 pct. i 2015 og 1,8 pct. i 2016, jf. tabel 3. Stigningen i inflationen skyldes bl.a., at de negative bidrag fra faldet i energi- og fødevarerpriserne falder bort. I prognosen stiger energipriserne behersket på linje med de markedsbaserede forventninger til udviklingen i oliepriserne, der de kommende år forventes at være omtrent uændrede omkring 100 dollar pr. tønde.

ARBEJDSMARKED

Beskæftigelsen eksklusive orlov mv. steg ifølge nationalregnskabet med 5.100 personer i 2. kvartal, jf. figur 22. Hermed er den steget med 27.000 personer siden 1. kvartal 2013, svarende til ca. 1

pct. af den samlede beskæftigelse. Fremgangen er sket i den private sektor.

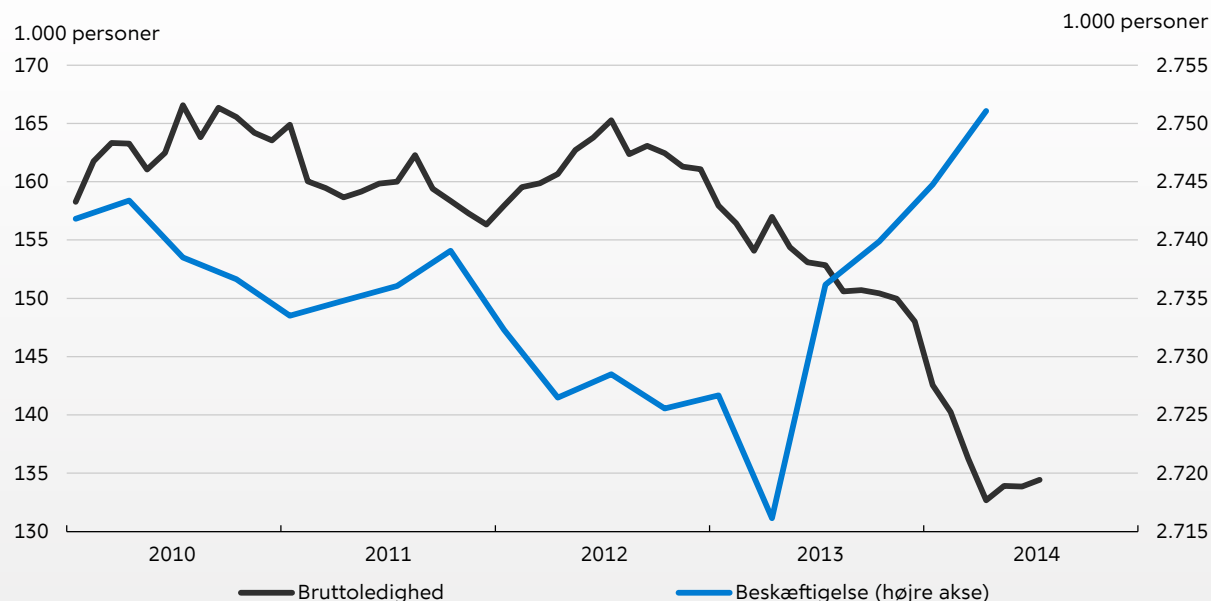
Bruttoledigheden udgjorde 134.000 personer i juli, svarende til 5,1 pct. af arbejdsstyrken. Der har de seneste måneder været en vis opbremsning i det ledighedsfald, der har fundet sted siden sommeren 2012. Det skyldes ud over vækstafdæmpningen bl.a., at en del af reparationsarbejdet efter vinterstormene er overstået, og at de institutionelle effekter af dagpenge- og kontanthjælpsreformerne er slået igennem. Af dem, som i perioden januar 2013 til maj 2014 har opbrugt deres dagpengeret, er en del kommet i ordinær eller støttet beskæftigelse, mens hovedparten af de øvrige er på andre former for offentlige ydelser.

Det seneste års fremgang på arbejdsmarkedet har været bredt fordelt på tværs af landet. Således er bruttoledigheden siden sommeren 2012 aftaget i alle regioner. Også beskæftigelsesfremgangen siden begyndelsen af 2013 har været bredt funderet. Kun Region Nordjylland har ikke haft en beskæftigelsesfremgang det seneste år.

Fremadrettet viser indikatorerne for arbejdsmarkedet både tegn på stigende efterspørgsel efter arbejdskraft og lavere risiko for at blive afskediget, men udsigterne er de seneste måneder blevet lidt mere afdæmpede. Antallet af jobannoncer har været støt stigende siden 2010,

Ledighed og beskæftigelse

Figur 22



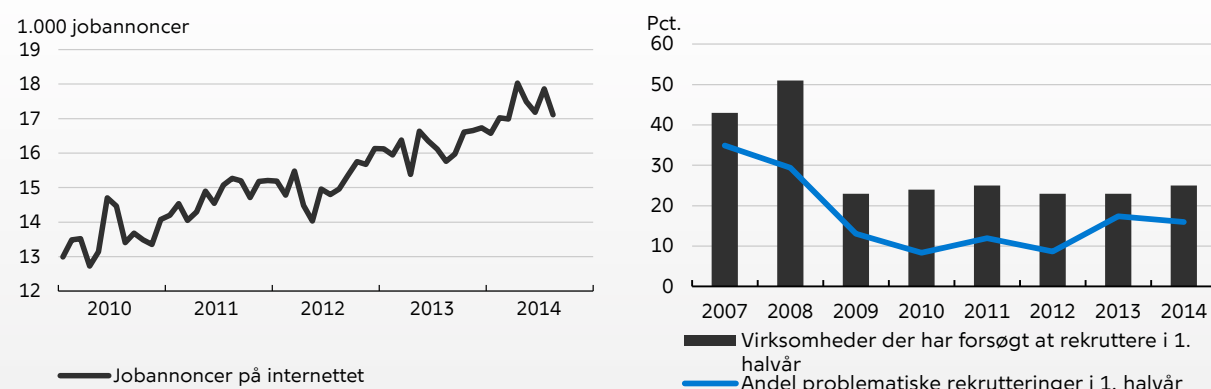
Anm.: Beskæftigelse eksklusive orlov ifølge nationalregnskabet. Det ekstraordinære fald i beskæftigelsen i 2. kvartal 2013 skyldes hovedsageligt lærerlockouten.
Kilde: Danmarks Statistik.

jf. figur 23 (venstre). Der er ikke tydelige tegn på, at virksomhederne har rekrutteringsproblemer. En opgørelse fra Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering viser, at 25 pct. af landets virksomheder havde behov for at rekruttere i foråret 2014. Af disse oplevede 16 pct. problemer, jf. figur 23 (højre). Andelen af fejlslagne rekrutteringer har

således ikke flyttet sig væsentligt det seneste år. Ifølge Nationalbankens skøn er produktionsgab i dansk økonomi aktuelt omkring minus 2 pct. af BNP. Det negative produktionsgab måler, hvor meget BNP kan stige, uden at der kommer pres i økonomien. Arbejdsmarkedsgabet, der beskriver, hvor meget beskæftigelsen ligger under sit struk-

Antal jobannoncer på internettet (venstre), virksomhedernes rekruttering (højre)

Figur 23



Anm.: Venstre figur: Jobindex, sæsonkorregeret. Seneste observation er august 2014, som ikke er sæsonkorregeret. Højre figur: Spørgeskemaundersøgelse blandt ca. 14.000 virksomheder om deres rekrutterings erfaringer det seneste halve år. I figuren er vist tal for 1. halvår.
Kilde: Danmarks Statistik, Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering og egne beregninger.

turelle niveau, vurderes at udgøre i underkanten af 50.000 personer, mens ledighedsgabet skønnes til omkring 10.000 personer.

Der er således endnu ledig kapacitet på arbejdsmarkedet, både i form af at flere ledige kan komme i arbejde, og at flere kan træde ind i arbejdsstyrken. Det hindrer ikke, at der allerede nu kan være mangel på arbejdskraft på specifikke områder, og der er en række forhold, som fremadrettet kan skabe problemer, når opsvinget tager til i styrke. Erfaringer fra tidligere opsving viser, at ledigheden sjældent flader ud omkring dens strukturelle niveau, men fortsætter med at falde til godt under dette niveau. Det skete under opsvingene i midten af 1980'erne, 1990'erne og 2000'erne. De to forrige opsving var endda begunstigede af, at den strukturelle ledighed faldt. Den strukturelle nettoledighed er faldet fra 270.000 personer i begyndelsen af 1990'erne til godt 90.000 i dag. Det markante fald skyldes i høj grad de gennemførte arbejdsmarkedsreformer, der bl.a. har forkortet dagpengeperioden og strammet rådighedskravene. Det er derfor mindre sandsynligt, at et nyt opsving kan ledsages af et større fald i den strukturelle ledighed. I prognosen forventes væksten i beskæftigelsen

at være afdæmpet i resten af året og til næste år. I 2016 øges beskæftigelsen hurtigere i takt med, at aktivitetsfremgangen bliver stærkere. Bruttoledigheden falder yderligere i prognoseperioden, da den forventede stigning i arbejdsstyrken, der bl.a. skyldes den højere efterlønsalder, ikke er lige så stor som det skønnede løft i beskæftigelsen.

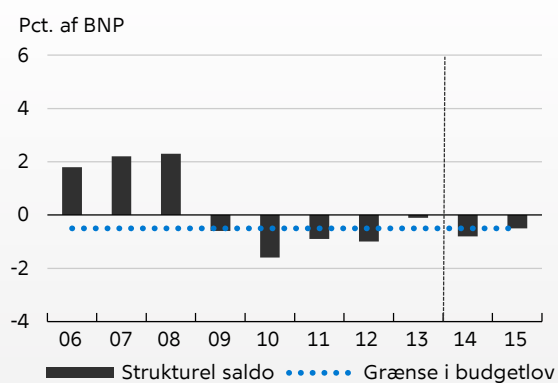
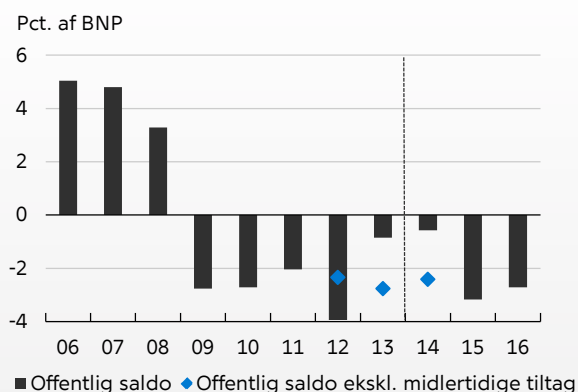
OFFENTLIGE FINANSER

Det reale offentlige forbrug forventes at vokse 1,0 pct. i år, 0,7 pct. næste år og 0,6 pct. i 2016. De offentlige investeringer falder svagt næste år, men det offentlige investeringsomfang ligger fortsat betydeligt over gennemsnittet siden 1990. Hertil kommer, at der er anelige investeringer på offentlig foranledning, som i nationalregnskabet indgår i den private sektor, fx forsyningsvirksomhederne, metroen og Femern Bælt-forbindelsen⁵. Det er store investeringsprojekter, som rækker mange år frem.

I 2014 skønnes underskuddet på de offentlige finanser at blive knap 11 mia. kr. svarende til 0,6 pct. af BNP, jf. figur 24 (venstre). Indtægterne fra pensionsafkastskatten, PAL-skatten, ligger over det langsigtede gennemsnit, og der er en række ekstraordinære provenuer bl.a. fra om-

Offentlig saldo (venstre), strukturel saldo (højre)

Figur 24



Anm.: Venstre figur: De midlertidige tiltag inkluderer udbetalingen af efterlønsbidrag i 2012 og de ekstraordinære indtægter fra omlægningen af kapitalpensioner i 2013 og 2014. Hertil kommer fremrykkede ordinære indtægter i 2013 og 2014 samt omlægninger i pensionssektoren fra ordninger med garanteret afkast til ordninger, hvor afkastet afspejler markedsafkastet i de enkelte år. Alt i alt giver det midlertidige indtægter i 2014 på 35 mia. kr. svarende til knap 2 pct. af BNP. Højre figur: Finansministeriets skøn på strukturel saldo.

Kilde: Finansministeriet, Økonomi- og Indenrigsministeriet og Danmarks Nationalbank.

5 Med det nye nationalregnskab sker der en række omklassificeringer af, hvilke investeringer der regnes som offentlige, og hvilke der er private. Fx er selve Femern Bælt-byggeriet stadig rubriceret som privat, mens de tilhørende landanlæg fremover rubriceres som offentlige investeringer.

lægningen af kapitalpensioner. De midlertidige indtægter skønnes med betydelig usikkerhed at give et merprovenu på 35 mia. kr. i år. Uden disse ekstraordinære indtægter kommer underskuddet i 2014 op på 2,4 pct. af BNP. I 2015, hvor der ikke længere vil være ekstraordinære indtægter fra omlægning af kapitalpensioner, ventes et underskud på 3,2 pct. af BNP. I 2016 falder underskuddet til 2,7 pct. af BNP, bl.a. fordi konjunkturerne forbedres.

I 2014 forventer regeringen et underskud på den strukturelle, dvs. konjunkturrensede, offentlige saldo på 0,8 pct. af BNP. I 2015 skønnes det strukturelle underskud at falde til 0,5 pct. af BNP, jf. figur 24 (højre).

EU's finans- og økonomiministre, Ecofin-Rådet, besluttede 20. juni at ophæve henstillingen til Danmark fra 2010 under EU's procedure for uforholdsmæssigt store underskud. Den indebar, at Danmark skulle bringe underskuddet på de offentlige finanser holdbart under 3 pct. i 2013 og forbedre den strukturelle saldo med gennemsnitlig 0,5 pct. af BNP årligt i perioden 2011-13. Danmark er således ikke længere under skærpet opsyn. Finanspolitikken er dog stadig underlagt rammer, der skal sikre sunde offentlige finanser. Det gælder bl.a. stabilitets- og vækstpagtens krav om, at det årlige budgetunderskud maksimalt må være 3,0 pct. af BNP under normale konjunkturtilbageslag, samt budgetlovens krav om at den strukturelle saldo højst må udvise et underskud på 0,5 pct. af BNP, når finansloven fremsættes, medmindre der foreligger exceptionelle omstændigheder. Hertil kommer 4-årige rullende udgiftslofter for kommuner, regioner og staten, som pålægges økonomiske sanktioner, hvis de ikke overholdes.

ØKONOMISK POLITIK

Nationalbanken forventer en styrkelse af det forsigtige opsving, der har været i gang siden 2013, og som gradvis vil blive mere selv bærende. Inddrages udviklingen i bl.a. husholdningernes indkomster og på arbejdsmarkedet, tegner der sig et mere positivt billede af fremgangen i økonomien, end når der isoleret fokuseres på BNP-væksten. Det er ikke usædvanligt med et ujævnt vækstforløb, især i en situation, hvor fremgangen endnu ikke er bredt funderet. Det lidt blødere forløb siden foråret afspejler i høj grad en svag udvikling i udlandet. I prognosen er skønnet på BNP-væk-

sten i 2014 justeret ned i forhold til fremskrivningen fra juni. Overordnet set har udsigterne for dansk økonomi de kommende år imidlertid ikke ændret sig væsentligt det seneste kvartal. Grundlaget – i form af meget lave renter, stort privat opsparingsoverskud og udsigt til fremgang på eksportmarkederne – er til stede for øget vækst i økonomien.

På boligmarkedet er priserne steget, men med store regionale forskelle, jf. artiklen "Boligmarked i flere hastigheder" i denne Kvartalsoversigt. Det meget lave renteniveau understøtter markedet og bidrager sammen med befolkningsvækst til, at boligpriserne stiger i de store byer, især hovedstadsområdet. Hovedstadsområdet udgør under 15 pct. af det samlede antal ejerboliger i Danmark, men betydeligt mere, når der måles i værdier. Fremgangen i København synes så småt at være ved at sprede sig til omegnskommunerne, hvilket formentlig vil lægge en dæmper på prispresset og give udbuddet bedre tid til at følge med. Omvendt er der andre dele af landet, hvor omsætningsen stadig er lav, udbuddet stort og liggetiderne betydelige. Det betyder fortsat stagnation i boligpriserne der. Forskellene i den regionale udvikling forventes derfor at fortsætte.

Den private beskæftigelse er gået frem det seneste år, og bruttoledigheden er faldet. Selv om der stadig er ledig kapacitet, er ledighedsgabet ikke større, end at selv en begrænset fremgang i beskæftigelsen hurtigt vil kunne lukke det. Potentialet til også at øge arbejdsstyrken er til stede, men erfaringerne viser, at det typisk først sker et stykke inde i et opsving.

Med en række strukturelle reformer af arbejdsmarkedet er det over de seneste 20 år lykkedes at reducere den strukturelle ledighed markant. Det er vigtigt bl.a. for holdbarheden af det igangværende opsving og de offentlige finanser at bevare den strukturelle ledighed på et lavt niveau. Det kræver, at arbejdsmarkedspolitikken og beskæftigelsesindsatsen ikke svækkes.

I et lidt længere perspektiv er det vigtigt, at finanspolitikken er symmetrisk. Diskretionære lempelser, når økonomien er svag, må følges af tilsvarende stramninger, når der igen er fremgang. En underskudsgrænse som budgetlovens 0,5 pct. af BNP på den strukturelle offentlige saldo bør ikke være bindende det meste af tiden, men kun under store økonomiske tilbageslag. Ellers vil det medføre, at der stadig akkumuleres offentlig

gæld, ligesom det fjerner mulighederne for at lempe, når der reelt er behov for det.

I regeringens finanslovsforslag for 2015 forventes underskuddet på de offentlige finanser at blive 3,0 pct. af BNP næste år og 0,5 pct. af BNP på den strukturelle saldo. Det er eksakt på de tilladte grænser i EU's stabilitets- og vækstpakt og i budgetloven og efterlader intet rum for negative overraskelser. På nuværende tidspunkt i konjunkturcyklen og med den aktuelle kapacitetssituation på arbejdsmarkedet ville det være ønskeligt, at der var en vis afstand til de tilladte grænser for budgetunderskud.

Som udviklingen i dansk økonomi over det seneste årti illustrerer, er der et behov for tiltag, der kan styrke den makroøkonomiske stabilitet og dæmpe udsving i beskæftigelse, boligpriser og byggeaktivitet. Et mere stabilt boligmarked vil bidrage til en mere jævn økonomisk udvikling og dermed øge både den finansielle og den makroøkonomiske stabilitet. Et bidrag til at dæmpe udsving i boligpriserne kan komme fra genindførelse af koblingen mellem boligpriser og ejendomsværdiskat. Ejendomsværdibeskatningen var tidligere en væsentlig automatisk stabilisator i økonomien.

Renten efter skat er af stor betydning for boligpriserne. Hermed påvirkes boligefterspørgslen også af den skattemæssige værdi af rentefradraget. En nedsættelse heraf vil give en større grad af symmetri over til beskatningen af pensionsopsparing og samtidig tilskynde til en bedre kapitalisering hos husholdningerne. Med de nuværende meget lave renter vil en reduktion af den skattemæssige værdi af rentefradraget kun have en beskeden effekt på boligpriserne.

Finanstilsynet har offentliggjort et forslag til en tilsynsdiamant for realkreditinstitutter, som det allerede kendes fra pengeinstitutterne. Det er et godt initiativ. Diamanten skal fungere som en tidlig advarsel, hvis det enkelte institut går i retning af at tage for megen risiko.

Tilsynsdiamanten er derimod ikke egnet til en begrænsning af den enkelte husholdnings anvendelse af afdragsfrihed. Realkreditinstitutterne har ydet mange husholdninger afdragsfrie lån helt ud til lånegrænsen på 80 pct. af ejendomsværdien. Det er afgørende, at realkreditsystemet indrettes, så obligationernes sikkerhed bevares, og systemet også er robust i perioder med faldende priser.

Nationalbanken anbefaler, at der som supplement til tilsynsdiamanten gennemføres lovgivning om nedsættelse af lånegrænsen for afdragsfrie lån som andel af boligens værdi på belåningstidspunktet. Dermed vil låntagerne over tid automatisk opbygge en vis afstand til belåningsgrænserne. Det vil yderligere understrege den høje sikkerhed i realkreditsystemet, også ved store prisfald.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA⁶ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 2. kvartal 2014. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

INTERNATIONAL ØKONOMI

De internationale organisationer venter tiltagende vækst i den globale økonomi. I euroområdet forventes væksten i år at blive behersket, mens fremgangen hos Danmarks vigtigste samhandelsspartnere, bl.a. Tyskland og især Storbritannien, vurderes at blive mere solid. I 2015 er der udsigt til en gradvist højere vækst i verdensøkonomien. På den baggrund antages afsætningsmarkedet for den danske eksport at vokse med 2,3 pct. i år og med 4,1 og 5,4 pct. i henholdsvis 2015 og 2016, jf. tabel 4.

Priserne på markederne hvorfra Danmark importerer ventes at falde i år, for derefter at stige frem mod 2016. Samme tendens gør sig gældende for priserne på eksportmarkedet. Gennem fremskrivningsperioden skønnes lønstigningstakten i udlandet at være moderat som følge af fortsat svage arbejdsmarkeder i flere lande.

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. Den korte danske rente antages at følge pengemarkedsrenterne i euroområdet. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten var medio september 2014 lige under 0 pct. og ventes at være omtrent uændret frem mod 2016.

Den gennemsnitlige obligationsrente er defineret som et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den lå medio september på 1,2 pct. og ventes at stige til 1,7 pct. frem mod slutningen af 2016.

Den effektive kronekurs er svækket de seneste måneder. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra medio september.

Prisen på olie er faldet de seneste måneder og lå ved prognosens udarbejdelse lige under 100 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne og er dermed omtrent uændret i 2016.

FINANSPOLITISKE FORUDSÆTNINGER

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i den planlagte finanspolitik, herunder aftalen om finansloven for 2014, finanslovsforslaget for 2015, de kommunale og regionale budgetter samt regeringens konvergensprogram.

Muligheden for at betale skat af eksisterende kapitalpensioner til reduceret skattesats antages at give 30 mia. kr. i fremrykket skatteprovenu i 2014.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 1,0 pct., jf. tabel 4. I 2015 og 2016 forventes forbrugsvæksten at blive henholdsvis 0,7 og 0,6 pct. De offentlige investeringer ventes at stige 2,0 pct. i år og efterfølgende falde med 4,6 pct. i 2015.

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

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 4

	2013	2014	2015	2016
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	1,3	2,3	4,1	5,4
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	-0,4	-0,6	0,7	1,6
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	-0,4	-0,6	0,8	1,8
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,1	2,0	2,2	2,5
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,0	0,1	0,0	0,0
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	1,6	1,4	1,4	1,7
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	102,4	103,3	102,6	102,6
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,6	5,6	5,8	5,8
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	108,7	105,3	102,3	100,6
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,7	1,0	0,7	0,6
Offentlige investeringer, pct. år-år	-0,7	2,0	-4,6	0,5
Offentlig beskæftigelse, 1.000 pers.	826	832	837	841

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

Den skønnede BNP-vækst er revideret ned med 0,7 procentpoint i år og med 0,1 procentpoint i 2015, mens den er uændret i 2016, når der sammenlignes med juni-prognosen. Det fremgår af tabel 5, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer.

Den lavere vækst i år afspejler et 1. halvår, som blev mærkbart svagere end skønnet i juni. Det skal ses i sammenhæng med den uventede økonomiske opbremsning i euroområdet, som trækker væksten ned gennem en svagere efterspørgsel efter dansk eksport. Samtidig har Danmarks Statistik nedrevideret den økonomiske vækst i 1. kvartal i forhold til den første opgørelse, som lå til grund for juni-prognosen, hvilket bl.a. afspejler en svagere udvikling i det private forbrug først på året. Det indgår i posten andre faktorer. De svagere udsigter for den internationale økonomi trækker også væksten i Danmark ned som følge af lavere efterspørgsel efter danske eksportvarer.

Den effektive kronekurs er deprecieret over sommeren og senest efter ECB's tiltag, hvilket styrker væksten via højere eksport og lavere import.

Samtidig er renteniveauet nedjusteret som følge af de seneste måneders rentefald. Det stimulerer væksten gennem større privat forbrug og øgede erhvervsinvesteringer. Den forholdsvis kraftige renteeffekt i 2015 og 2016 er modgået af andre faktorer; det skal ses i lyset af, at bl.a. en høj lokale ledighed mindsker behovet for øget erhvervsbyggeri.

Skønnet for stigningstakten i HICP i år er revideret ned med 0,2 procentpoint til 0,4 pct. og med 0,3 procentpoint til 1,3 pct. i 2015, mens den er uændret 1,8 pct. i 2016. Den lavere inflations-takt i år dækker bl.a. over fald i energi- og fødevarerpriserne over sommeren. Den aftalte tilbagerulning af forsyningssikkerhedsafgiften i januar 2015 mindsker inflationstakten i 2015, mens den lavere kronekurs gør importerede varer dyrere, hvilket trækker i retning af højere prisstigninger.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 5

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Prognose fra juni 2014	1,5	1,8	2,0	0,6	1,6	1,8
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Renteudvikling	0,0	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Andre faktorer	-0,5	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	0,0
Denne prognose	0,8	1,7	2,0	0,4	1,3	1,8

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

ARTIKLER

BOLIGMARKED I FLERE HASTIGHEDER

Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl og
Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Boligpriserne stiger på landsplan, men boligmarkedet halter som helhed stadig med lav omsætning, et betragteligt boligudbud og lange liggetider. Det dækker dog over betydelige regionale forskelle.

Der er således stærkt stigende priser, pæn handelsomsætning og begrænset udbud i de større byer, især København. I de senere år er indbyggertallet her steget relativt mere end boligudbuddet. Disse forhold indikerer pres på boligmarkedet.

Samtidig er priserne i størstedelen af landet uændrede eller svagt stigende, og markedet er her underdrejet med lav handelsaktivitet og mange boliger til salg. I visse områder er boligpriserne faldende, og der er meget få boligsalg, ligesom antallet af tvangsauktioner er overrepræsenteret i disse områder. Desuden er befolkningstallet her vigende, og der er ikke umiddelbart udsigt til, at det ophører. Derfor forudsætter det permanente ændringer i boligudbuddet, hvis der ikke skal skabes balance mellem udbud og efterspørgsel. Det vil tage mange år.

Boligmarkedet har stor betydning for både den finansielle og den makroøkonomiske stabilitet. Et mere stabilt boligmarked vil bidrage til en mere jævn økonomisk udvikling fremadrettet.

Boligpriserne afhænger i høj grad af renterne, og hvis de forbliver lave, kan det give et betragteligt løft i priserne, i hvert fald i visse områder. Hvis renterne efterfølgende stiger i en situation uden stærkere indkomstfremgang, kan det højere niveau for boligpriserne være midlertidigt, hvilket giver husholdningerne betydelige kapitaltab

og øger deres belåningsgrad. Det stiller krav til boligejernes finansielle modstandskraft. På den baggrund er det vigtigt, at boligejerne over tid opbygger friværdis i deres boliger og dermed skaber en vis afstand til belåningsgrænserne.

En nedsættelse af lånegrænsen for afdragsfrie lån kan øge boligejernes finansielle modstandskraft og samtidig være med til at sikre, at realkreditobligationernes sikkerhed bevares, så systemet også er robust i perioder med faldende boligpriser. Beregninger i artiklen viser, at boligpriserne vil stige mindre end ellers, hvis grænsen for afdragsfrihed sættes ned fra 80 til fx 60 pct.

Stabiliteten på boligmarkedet udfordres også af, at de økonomisk-politiske rammevilkår for boligmarkedet på flere områder forhindrer en fri prisdannelse, hvilket fører til vilkårlighed og ineffektivitet på boligmarkedet. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten betyder, at den bidrager til større prisudsving på boliger. En retablering af ejendomsværdiskatten, så den følger boligpriserne, vil bidrage til at stabilisere prisudviklingen og dermed konjunkturerne til gavn for den finansielle stabilitet. Huslejereguleringen på lejemarkedet medvirker formentligt også til at forstærke de konjunkturrelle udsving i ejerboligpriserne. I givet fald vil en deregulering kunne bidrage til en mere jævn prisudvikling for ejerboliger.

Ændringer i kapitalafkastbeskatningen gennem en nedsættelse af skatteværdien af rentefradraget vil ifølge simulationer i artiklen have relativt beskeden effekt på boligpriserne. Det gælder især i den nuværende situation med de meget lave renter, da ændringerne kun i begrænset omfang vil påvirke husholdningernes rentebetalinger efter

skat. En begrænsning af rentefradraget kan give bedre kapitalisering hos husholdningerne til gavn for den finansielle stabilitet.

UDVIKLINGEN PÅ DET DANSKE BOLIGMARKED

Boligpriserne i Danmark har været stigende siden foråret 2012, jf. figur 1 (venstre). Det gælder både for huse og ejerlejligheder, hvis nominelle priser i juni 2014 var steget henholdsvis 1,6 og 10,4 pct. år til år. Stigningerne følger efter en betydelig priskorrektion oven på boligboblen i midt-2000'erne, hvor priserne toppede i 2006-07. I juni 2014 lå de nominelle priser på huse og ejerlejligheder henholdsvis 14 og 8 pct. lavere, end da de toppede. Målt realt lå huspriserne omtrent 25 pct. og ejerlejlighedspriserne ca. 20 pct. lavere end på toppen, men på samme niveau som i begyndelsen af 2005, jf. figur 1 (højre).

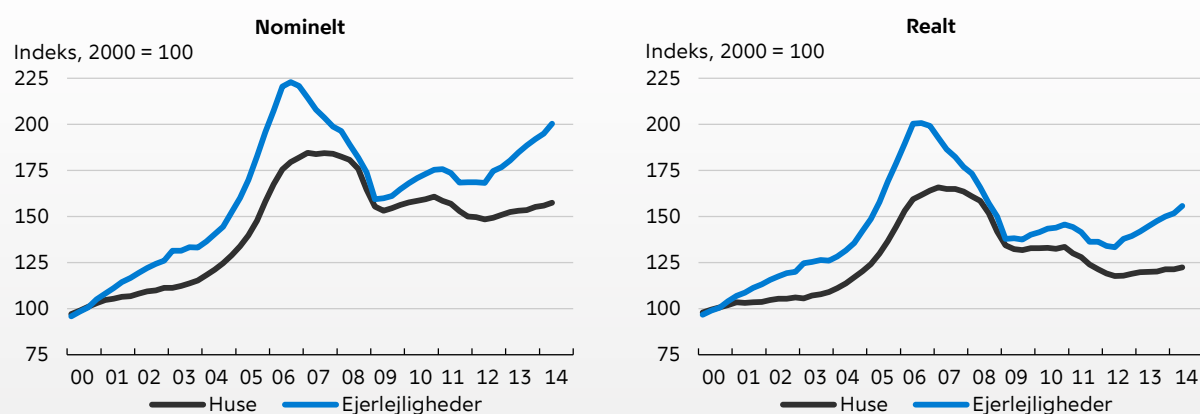
At ejerlejligheder stiger mere i pris end huse, skal ses i lyset af, at størstedelen af ejerlejlighederne ligger i de store byer, hvor fremgangen er stærkest. I de enkelte landsdele er prisstigningerne for huse og ejerlejligheder noget tættere på hinanden, end det er tilfældet på landsplan.

Ud af det samlede antal ejerboliger til helårsbeboelse udgør ejerlejligheder kun ca. 11,5 pct., jf. tabel 1, og ejerlejligheder har dermed kun begrænset betydning for det danske boligmarked som helhed. I det følgende fokuseres der derfor primært på huse. I visse landsdele betyder ejerlejligheder dog en del. Således er knap 45 pct. af ejerboligerne i København by og omegn¹ ejerlejligheder, og i 2011 udgjorde de næsten to tredjedele af den samlede værdi af ejerlejligheder i hele landet.

I Danmark er ca. halvdelen af helårsboligerne huse ejet af privatpersoner. Udviklingen på dette marked afhænger dog også af de øvrige bolig- og ejerformer, da de til en vis grad er alternativer til hinanden. Især i byerne udgør leje- og andelsboliger en stor andel af den samlede boligbestand. Hvis boligefterspørgslen stiger, kan disse boliger absorbere en del heraf, og prisseffekten vil være mindre på ejerboligerne. Det forudsætter dog, at der er ledige boliger. Almene boliger er offentligt støttet, hvilket betyder, at næsten alle lejere i disse betaler en husleje, som er lavere end i en tilsvarende ejerbolig. Det gælder også for de fleste udlejningsboliger, som er underlagt huslejereguleringen. Disse boliger vil derfor ikke være ledige, og den øgede efterspørgsel må derfor i stedet

Boligpriser i Danmark

Figur 1



Anm.: 2. kvartal 2014 er et simpelt gennemsnit af månedsobservationerne. I højre figur er de nominelle priser deflateret med deflatoren for det private forbrug.

Kilde: Danmarks Statistik og egen sæsonkorrektion.

1 Landsdelen København by indeholder kommunerne København, Frederiksberg, Tårnby og Dragør, og landsdelen Københavns omegn dækker kommunerne Albertslund, Ballerup, Brøndby, Gentofte, Gladsaxe, Glostrup, Herlev, Hvidovre, Høje-Taastrup, Ishøj, Lyngby-Taarbæk, Rødovre og Vallensbæk.

Antal helårsboliger og værdi af ejerboliger fordelt på landsdele

Tabel 1

	Antal i 1.000 stk.					Andel af værdi for hele landet, pct.	
	Huse ejet af privatpers.	Ejerlejligheder	Andelsboliger	Lejelejligheder mv.	Huse, øvrige	Enfamiliehuse	Ejerlejligheder
København by	33	63	115	137	3	5,3	49,7
Københavns omegn	84	26	16	93	21	13,8	13,5
Nordsjælland	112	14	7	39	18	14,8	8,1
Bornholm	16	0	1	2	2	0,6	0,0
Østsjælland	60	5	6	23	10	6,2	2,5
Vest- og Sydsjælland	177	8	12	60	26	9,9	2,8
Fyn	138	7	8	57	28	8,2	2,3
Syddjælland	200	9	12	88	37	10,3	3,4
Østjylland	202	25	17	117	32	16,0	11,6
Vestjylland	132	5	5	44	17	6,7	2,0
Nordjylland	174	11	10	68	26	8,2	4,0
Hele landet	1.327	173	209	729	220	100,0	100,0

Anm.: Antal er opgjort pr. 1. januar 2014. Huse dækker parcel-, stue-, række-, kæde- og dobbelthuse, og ejerlejligheder dækker ejerlejligheder i etagebolig ejet af privatpersoner. Ejerlejligheder og huse ejet af privatpersoner betegnes i artiklen som ejerboliger. Kategorien "Lejelejligheder mv." indeholder lejelejligheder, som er givet ved etageboliger fratrasket ejerlejligheder, og kollegie- og døgninstitutionsboliger, der ikke er ejet af en privat andelsboligforening. "Huse, øvrige" indeholder huse ejet af andre end privatpersoner og private andelsforeninger. Boliger med ejerform "Andet eller uoplyst" er for huse, etageboliger, kollegier og døgninstitutioner 80.123 stk. og er ikke inkluderet i tabellen. Værdierne er beregnet ud Skats ejendomsvurdering fra 2011 og følger Skats ejendomsdefinitioner. Den samlede værdi er for hele landet 2.559 mia. kr. for enfamiliehuse og 273 mia. kr. for ejerlejligheder.

Kilde: Danmarks Statistik og Skat.

blive tilfredsstillet på den del af boligmarkedet, hvor der er fri prisdannelse, herunder ejerboligmarkedet. Eksistensen af huslejeregulering kan dermed formentligt også medvirke til at forstærke konjunktursvingene i ejerboligpriserne, jf. Økonomi- og Erhvervsministeriet mfl. (2003).

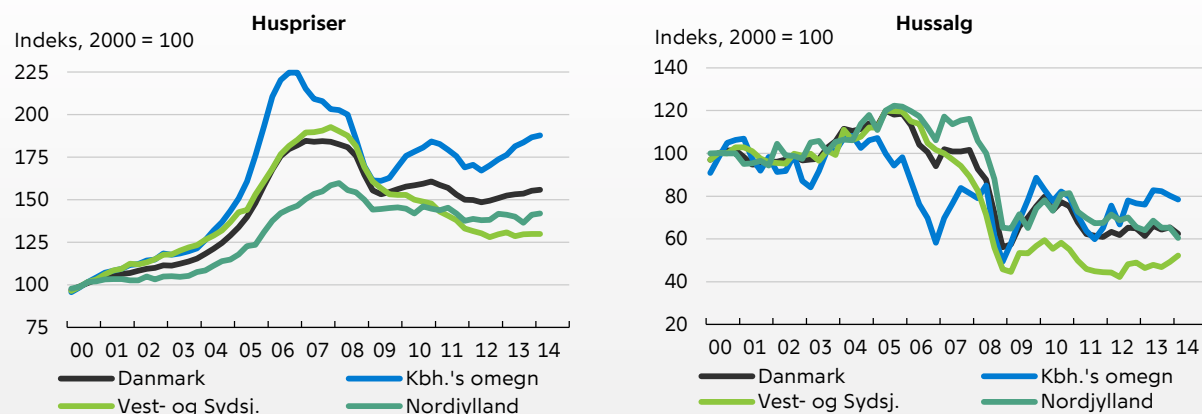
Kun en begrænset del af lejemarkedet har fri prisdannelse. Således var syv ud af otte privatudlejede boliger i 2011 underlagt huslejeregulering, jf. Lejernes Landsorganisation (2011). Dertil kommer den almene sektor, hvor huslejen heller ikke er bestemt af udbud og efterspørgsel. Desuden er andelsboliger underlagt maksimalpriser, som er den øvre grænse, de må sælges for. Hvis maksimalgrænsen binder, er der heller ikke fri prisdannelse her. Disse forhold taler for, at der er potentiale for en mere stabil prisudvikling på ejerboligmarkedet, hvis det samlede boligmarked dereguleres.

Boligmarkedet udvikler sig forskelligt på tværs af landet. I de store byer, især København, stiger priserne kraftigt, mens de er vigende i andre dele af landet, jf. figur 2 (venstre). I København by var den årlige prisstigningstakt i 1. kvartal 2014 således 12 pct. for ejerlejligheder og 9,3 pct. for huse, mens huspriserne i Vest- og Sydsjælland faldt 0,7 pct. I Nordjylland har huspriserne været omtrent uændrede siden begyndelsen af 2009, dog med en svagt faldende tendens.

Forskellene på boligmarkedet viser sig også i handelsaktiviteten, jf. figur 2 (højre). Siden 2011 har hussalget været på ca. 32.500 om året, hvilket kun er ca. to tredjedele af gennemsnittet siden 1995. Det dækker dog over et stigende hussalg i Københavns omegn, som i 2013 kun var lidt under gennemsnittet siden 1995. I Vest- og Sydsjælland var salget i 2013 stort set uændret i forhold til de foregående par år med et niveau på lidt over

Huspriser og hussalg i udvalgte landsdele

Figur 2



Anm.: Sæsonkorrigerede serier. Højre figur: Antal tinglyste salg i almindelig fri handel.
Kilde: Danmarks Statistik og egen sæsonkorrektur.

halvdelen af det gennemsnitlige antal salg siden 1995.

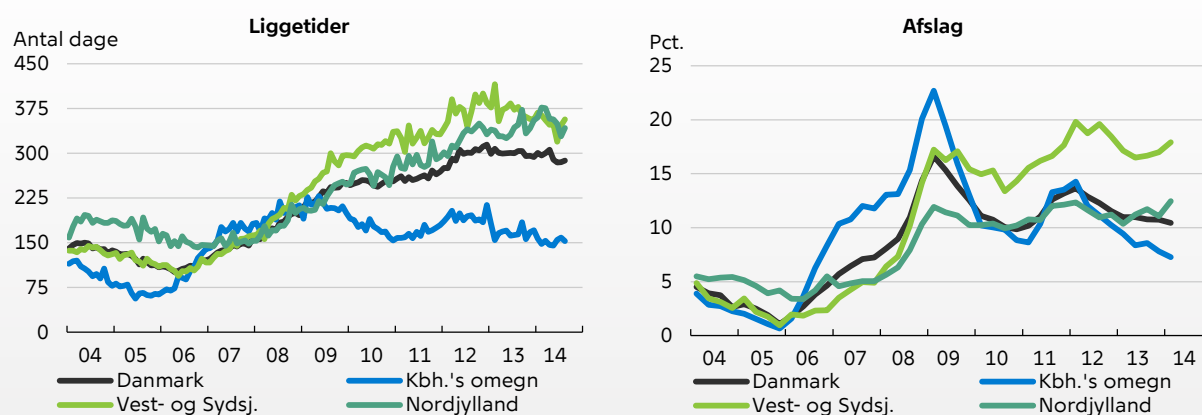
Udbuddet af huse har de seneste par år været godt 40.000. Det høje udbud og den lave omsætning har betydning for liggetiderne, som for huse har været omtrent 300 dage siden begyndelsen af 2012. Det er lang tid og understreger, at hovedparten af boligmarkedet er underdrejet. De regionale forskelle viser sig også her, da liggetiderne i juli 2014 var 345 dage i Vest- og Sydsjælland; mere end dobbelt så lang tid som i Københavns omegn, jf. figur 3 (venstre).

Der er en klar tendens til, at de største afslag gives i de landsdele, hvor boligmarkedet er svagest, jf. figur 3 (højre). Store afslag indikerer, at sælger og køber i udgangspunktet ikke er enige om prisen. Det gør det samtidig mindre sandsynligt, at en handel vil finde sted.

Det sæsonkorrigerede antal tvangsauktioner er stabiliseret på ca. 300 om måneden, om end med en del variation fra måned til måned. Antallet af tvangsauktioner er faldet de sidste to et halvt år fra godt 450 pr. måned. Restancerne er i samme periode også mindsket og har de seneste kvarta-

Liggetider for huse og afslag ved hussalg i udvalgte landsdele

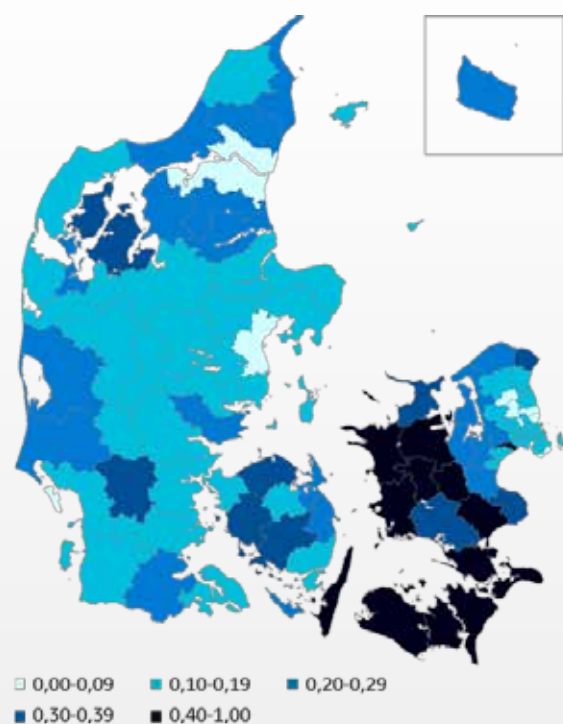
Figur 3



Anm.: Sæsonkorrigerede serier. Højre figur: Afslag er givet som forskellen mellem første udbudte pris og handelsprisen i forhold til handelsprisen.
Kilde: Boligmarkedsstatistikken.

Tvangsauktioner i procent af bestanden af ejerboliger

Figur 4



Anm.: Antal tvangsauktioner fra juli 2013 til juni 2014. Tvangsauktioner og boligbestand er opgjort for alle ejerboliger, inkl. fritidshuse.

Kilde: Realkreditrådet.

ler ligget på ca. 0,25 pct. Restanceprocenten viser, hvor stor andel af de samlede ydelser, der ikke er betalt senest 105 dage efter terminen. Faldet i tvangsauktioner har været jævnt fordelt over regionerne, men der er fortsat betydelige regionale forskelle, jf. figur 4. Særligt kommunerne i Vest- og Sydsjælland har mange tvangsauktioner i forhold til antallet af ejerboliger.

Sammenfattende gælder det, at boligpriserne er stigende på landsplan, men at boligmarkedet som helhed stadig er præget af lav omsætning, et stort boligudbud og lange liggetider. Det dækker dog over betydelige regionale forskelle, hvor bl.a. priserne, omsætningen og udbuddet udvikler sig forskelligt, ligesom deres niveauer varierer betydeligt.

Den uens udvikling afspejler også de selvforstærkende mekanismer på boligmarkedet. Stigende priser kan få husholdninger til at købe bolig i forventning om, at udviklingen vil fortsætte, hvorved de vil opnå en kapitalgevinst ved at eje

en bolig. Det øger efterspørgslen efter boliger og kan give yderligere prisstigninger. Omvendt kan husholdninger være tilbageholdende med at købe bolig, hvis priserne falder, eller de forventer faldende priser. Den udskudte efterspørgsel kan forstærke et igangværende prisfald.

Hertil kommer, at mange tvangsauktioner i et område kan have negativ effekt på boligpriserne, da en bolig på tvangsauktion ofte sælges betydeligt billigere end de øvrige boliger udbudt til salg. Det mindsker desuden sandsynligheden for, at en bolig udbudt i almindelig fri handel sælges. Hvis ejeren har problemer med at betale ydelserne på lånet, øger den længere liggetid risikoen for en tvangsauktion. Lav omsætning øger desuden i sig selv risikoen for, at en bolig ikke kan sælges i fri handel og derfor må afhændes på en tvangsauktion. Samtidig øges usikkerheden om, hvad en bolig bør koste, når der kun er få nylige salg at sammenligne med.

For at forstå årsagerne til de regionale forskelle ses der i det følgende nærmere på de faktorer, som bestemmer boligefterspørgslen og -udbudet.

EFTERSPØRGSEL EFTER BOLIGER

Prisen på en bolig er ligesom for andre varer givet ved udbud og efterspørgsel. Modsat de fleste markeder ændrer prisen sig dog ikke straks, så udbuddet svarer til efterspørgslen. Det bunder i, at boligmarkedet har en række specielle egenskaber, bl.a. er der stor forskel på de enkelte boliger, omfattende søgetid og høje omkostninger ved skift af bolig.

Efterspørgslen efter boliger antages normalt at være bestemt af husholdningernes disponible indkomst og brugerprisen (også kaldet user cost), som er omkostningerne ved at eje en bolig. Brugerprisen består af realrenten efter skat, boligrelaterede skatter, afskrivninger og vedligehold samt den forventede reale kapitalgevinst eller -tab i form af ændrede boligpriser, som ex ante er forbundet med stor usikkerhed.

Desuden tillægger husholdningerne muligvis førsteårsydelsen betydning. Det kan skyldes, at nogle familier foruden den økonomiske brugerpris også lægger vægt på deres likviditetssituation, er begrænset i deres adgang til lån eller bedre kan forholde sig til den ydelse, der skal

lægges nu, end kalkulen bag en boliginvestering over hele dens levetid, jf. diskussionen i Dam mfl. (2011a). Badarinza mfl. (2014) analyserer valget mellem kort og lang rente for husholdningernes realkreditlån på tværs af ni lande (inkl. Danmark) og finder, at husholdningernes valg stemmer med et betydeligt fokus på deres kortsigtede omkostninger og likviditet, når de vælger finansiering.

Ud fra de danske tal kan det ikke afgøres, om førsteårsydelsen har en særskilt effekt på boligpriserne i Danmark. Statistisk opnås hverken en bedre eller en ringere relation ved at inddrage den lavest mulige førsteårsydelse end en relation alene baseret på en ren brugerpris.² De nævnte økonomiske argumenter vurderes dog at være så stærke, at førsteårsydelsen medtages i efterspørgselsrelationen for boliger anvendt i denne artikel, jf. appendiks, hvor modellen anvendt i denne artikel er beskrevet.

Det aktuelle, ekstraordinært lave renteniveau medfører meget lave låneomkostninger, især for boligejere som finansierer sig med kort rente. Det giver alt andet lige et højt rådighedsbeløb til øvrige udgifter. En del af dette rådighedsbeløb spares sandsynligvis op til at honorere renteudgifter i fremtiden, når renten forventeligt bliver højere end nu. Dermed slår de nuværende lave renter næppe fuldt igennem på boligefterspørgslen og priserne. Denne sammenhæng stemmer overens med husholdningernes omfattende opsparing for tiden.

DEMOGRAFI

Boligefterspørgslen er også påvirket af befolkningsudviklingen. Stigende befolkning øger efterspørgslen, og alderssammensætningen har betydning for, hvilken slags boliger der efterspørges. Danmark oplever i disse år en befolkningstilvækst i størrelsesordenen 30.000 personer om året, hovedsageligt som følge af nettoindvandring. Det øger den samlede boligefterspørgsel.

I de senere år har der været en tydelig vanding fra land til by. Eksempelvis er København og Frederiksberg kommuner siden begyndelsen af 2009 tilsammen vokset med over 60.000 indbyggere, svarende til 10 pct., mens antallet af indbyggere i Lolland kommune er reduceret med 4.400

indbyggere, svarende til et fald på mere end 9 pct., jf. figur 5.

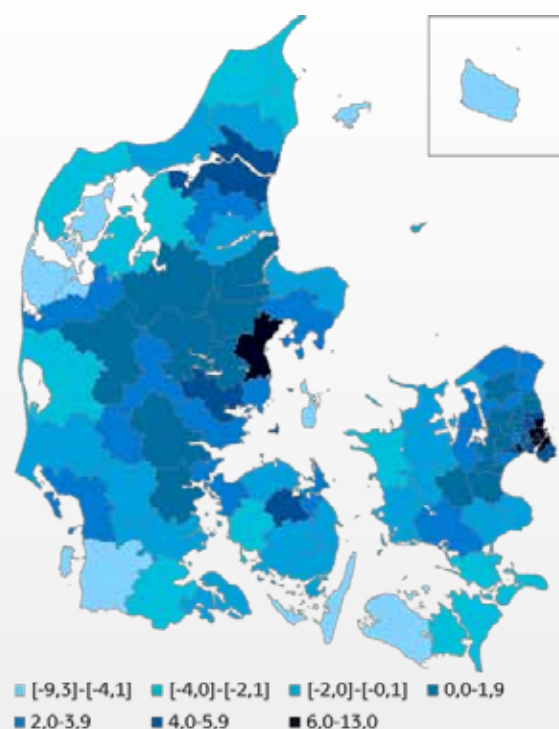
Ifølge den seneste befolkningsprognose fra Danmarks Statistik ventes befolkningen fortsat at stige i byerne og falde på landet. Det vil i fremtiden være med til at øge behovet for boliger i byerne og omvendt mindske behovet i yderområderne. Det gælder især, når der tages højde for demografiske faktorer som alder, uddannelse og samlivsmønster, jf. Hansen mfl. (2013).

Befolkningsudviklingen bør dog ses i sammenhæng med priserne. At folketallet stiger i byerne, kan skyldes, at forskellen i summen af finansieringsydelse og skattebetalingerne mellem København og de omkringliggende landsdele er lavere end i midten af 2000'erne, jf. boks 1.

Omkring 60 pct. af befolkningsfremgangen i Københavns kommune består af personer under 30 år. Det afspejler hovedsageligt, at flere unge har søgt mod byerne, ofte for at studere, og at en stigende andel er blevet i eller omkring byen efter endt uddannelse. De har efterfølgende stiftet familie, og antallet af børn er derfor steget i Kø-

Procentvis ændring i antal indbyggere fra 1. januar 2009 til 1. juli 2014

Figur 5



Kilde: Danmarks Statistik.

² Det forudsætter, at inflationsforventningerne er nedvægtede i realrenteuttrykket.

benhavn. Børnefamilier efterspørger typisk større boliger, hvilket i København ofte er ejerboliger. Studerende har typisk lav indkomst og er lejere. Flere studerende øger dermed presset på lejemarkedet, men det resulterer også i forældre køb, hvilket øger efterspørgslen efter ejerboliger.

Befolkningsfremgangen i København har været bredt funderet på aldersgrupperne under 60 år, mens antallet af personer i begyndelsen af 60'erne og over 75 år er faldet. Faldet er dog af begrænset omfang og har kun frigivet relativt få boliger.

Samspil mellem de regionale boligmarkeder

Boks 1

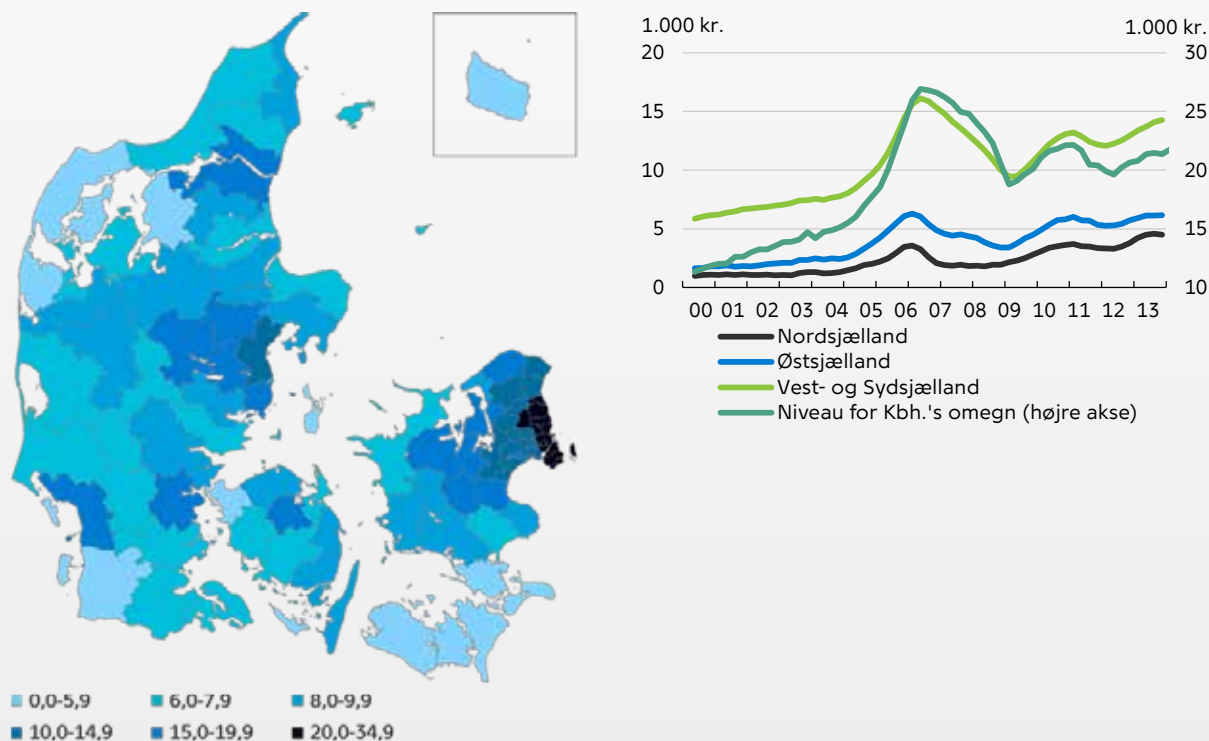
De regionale boligmarkeder påvirker hinanden, jf. Meen (1999 og 2001). Det sker gennem flere kanaler, men den vigtigste synes at være gennem prisen. En stigende prisforskel mellem to områder vil betyde, at en større del af efterspørgslen rettes mod stedet med den laveste pris. Det bidrager til en vis geografisk udligning, både med hensyn til pris og aktivitet. Prisforskellene skal dog ses i forhold til afstandene. Des tættere to områder ligger på hinanden, des nærmere substitutter vil boligernes generelle beliggenhed være. I overensstemmelse hermed ses det i Danmark, at huspriserne generelt er lavere i takt med, at husene ligger længere væk fra det nærmeste større byområde, hvor priserne er høje, jf. figur nedenfor (venstre). I overensstemmelse hermed finder Heebøll (2014) indikationer på, at prisudviklingen i København er ledende i forhold til prisudviklingen i resten af landet.

I midten af 2000'erne bevirkede de kraftigt stigende priser i København, at prisforskellen mellem København

og de øvrige sjællandske landsdele øgedes. Det havde en afsmittende virkning fra København på de omkringliggende landsdele. I den periode var befolkningstallet stort set uændret i København, mens det steg i oplandet til København. Da priserne efterfølgende faldt i København, og prisforskellen blev mindre, begyndte folketallet at stige kraftigt i København. I de seneste år er priserne steget betydeligt i København, og prisforskellene er øget samtidig med, at folketallet fortsat stiger i København, bl.a. afledt af, at folk ikke i samme omfang som i første halvdel af 2000'erne er flyttet væk.

I 2012 og 2013 flyttede lidt flere 25-39-årige dog fra København end i de foregående år. Størstedelen flyttede til de øst- og nordsjællandske kommuner. Samtidig synes de stigende priser i København at være ved at sprede sig til Østsjælland. Denne gang sker det imidlertid først ved en større prisforskel pr. kvadratmeter hus end i 2000'erne, jf. figur nedenfor (højre).

Gennemsnitlig pris i 1.000 kr. pr. kvadratmeter hus 2013/14 (venstre) og merpris pr. kvadratmeter hus i Københavns omegn i forhold til nærmest beliggende landsdele (højre)



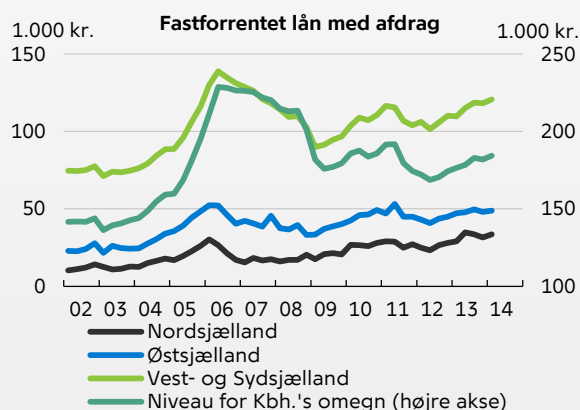
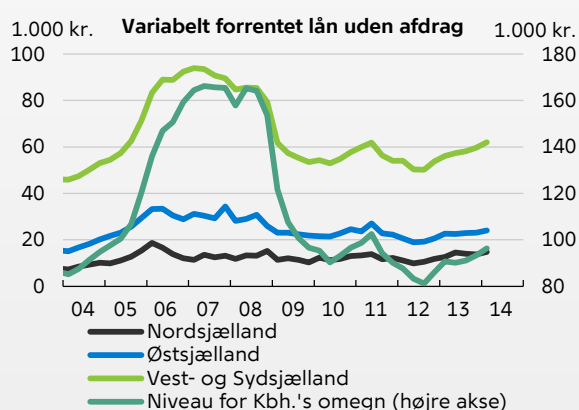
Anm.: Venstre figur: Gennemsnitlig handelspris i perioden 2. kvartal 2013 til 1. kvartal 2014. Priserne er ikke korregeret for, at der kan være kvalitetsforskelle mellem de solgte huse. Højre figur: Sæsonkorregeret data. 3 kvartalers glidende gennemsnit.
Kilde: Boligmarkedsstatistikken.

At de højere priser i København denne gang spreder sig senere, kan skyldes, at forskellen mellem finansieringsomkostningerne og boligskatte ved at bo i København og omegn i forhold til de øvrige landsdele ikke er steget tilsvarende, da renterne er faldet. Det gælder især, hvis finansieringen sker med et lån med variabel rente og uden afdrag. Ved denne finansieringsform var forskellen mellem finansieringsomkostningerne og skattebetalingerne for et hus i Københavns omegn og de andre sjællandske landsdele i 1. kvartal 2014 generelt mindre end i perioden 2. halvår 2005 til 2008, jf. figur nedenfor (venstre), selv om forskellen i kvadratmeterpriserne dengang var mindre. Vælges det i stedet at finansiere huskøbet med et lån med fast rente og afdrag, var forskelle-

ne i 1. kvartal 2014 på de samme niveauer som i 2006, hvor de toppede, jf. figur nedenfor (højre).

Forventningerne til den fremtidige brugerpris kan også være med til at forklare stigende prisforskelle. Det er tilfældet, hvis folk baserer deres forventninger til prisudviklingen på baggrund af den historiske udvikling. Hvis priserne er steget i en periode, som det fx er tilfældet i København, er det tænkeligt, at de også venter kapitalgevinster ved at eje en bolig. I givet fald reducerer det den forventede brugerpris og øger dermed boligefterspørgslen. Omvendt kan faldende priser, som i fx Vest- og Sydsjælland, bevirke, at de venter kapitaltab. Det vil øge brugerprisen, hvilket mindsker boligefterspørgslen.

Besparelse i årlige finansieringsomkostninger og skattebetalinger ved at eje hus i udvalgte landsdele i stedet for Københavns omegn



Anm.: Serierne angiver de stiliserede finansieringsomkostninger inkl. bidragssatser, kursskæringer og boligskatte ved køb af et enfamiliehus på 140 kvadratmeter.

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

DISPONIBEL INDKOMST

Ændringerne i de demografiske mønstre skal ses i sammenhæng med, at den økonomiske vækst siden 2008 har været ujævnt fordelt i Danmark. Fremgangen har primært fundet sted i de store byer, især hovedstaden, hvor beskæftigelsen også har udviklet sig stærkest. I sammenhæng hermed er arbejdsstyrken i de senere år øget i København, mens den er faldet i resten af landet. Det afspejler bl.a., at folk med job flytter til byerne, mens ledige og pensionister i stigende grad flytter til de øvrige dele af landet. Samtidig er de gennemsnitlige indkomster øget mere i København end i resten af landet, bl.a. som følge af en stigning i det gennemsnitlige uddannelsesniveau. Samme billede er gældende for de øvrige store byer i Danmark. Disse forhold betyder, at det i

stigende grad er folk, som har råd til at besidde en ejerbolig, der bor i byerne. Det øger efterspørgslen. Da boligudbuddet i København ikke er steget i samme omfang som efterspørgslen, har det bidraget til højere priser.

Boligpriserne niveau kan ses i forhold til husholdningernes disponible indkomst, som er det, der i hovedreglen skal finansiere boligkøbet. Prisen for et gennemsnitshus er i de seneste par år steget i samme takt som den gennemsnitlige disponible indkomst pr. husstand, og forholdet mellem de to er omtrent det samme som i 2004, før boligpriserne steg kraftigt, jf. figur 6.

Kontantpris for gennemsnitshus i forhold til gennemsnitlig disponibel indkomst pr. husstand

Figur 6



Anm.: Husholdningernes disponible indkomst ekskl. opsparing i pensionsordninger delt med antallet af husstande i Danmark, dvs. både ejere og lejere. Et gennemsnitshus er på 140 kvadratmeter.

Kilde: Danmarks Statistik og Boligmarkedsstatistikken.

RENTE OG SKATTER

Prisen for et gennemsnitshus i forhold til den gennemsnitlige disponible husstandsindkomst er en forsimplet måde at betragte huspriserne niveau på, da der ikke tages højde for udviklingen i bl.a. rente og skatter. De har ellers stor betydning for de løbende udgifter til at finansiere egen bolig.

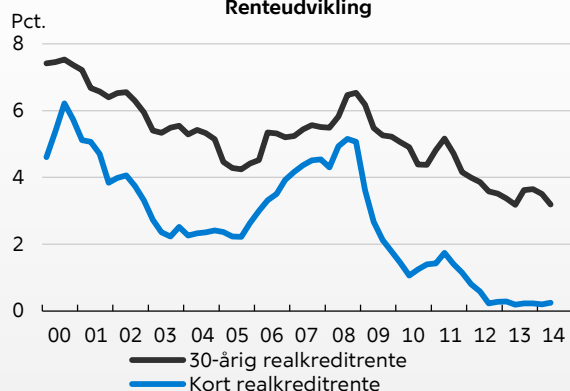
I de senere år er renterne faldet betragteligt til et meget lavt niveau, jf. figur 7 (venstre). Det gælder både den korte og lange rente. De lave renter gør det billigere at finansiere et boliglån og er dermed med til at understøtte boligmarkedet. En mindre del af rentefaldet er dog blevet modvirket af, at bidragssatserne og kursskæringerne er øget, især for de mest risikable lån, dvs. lån med variabel rente og lån uden afdrag.

Boligskatterne er målt i kroner relativt stabile over tid, bl.a. som følge af at ejendomsværdiskatten fra 2002 blev fastfrosset nominelt, dog således at den følger med ned, hvis ejendomsværdien kommer under 2002-niveau. Desuden er der for ejendomsskatten – også kaldet grundskyld – fastsat en øvre grænse i form af en reguleringsprocent for, hvor meget den må stige fra år til år. Reglerne bevirker, at den effektive skattesats ikke er ens i hele landet. I områder, hvor boligpriserne er steget siden 2002, er skattebetalingerne ikke fulgt med op, og de udgør dermed en lavere andel af boligens værdi. Omvendt vil områder, hvor boligpriserne er på omtrent samme niveau som i 2002, ikke have fået en lavere effektiv skattesats. I praksis betyder det, at den effektive skattesats på boliger er lavere i København end i store dele af provinsen, fx Vest- og Sydsjælland. Den lavere skattesats i København øger efterspørgslen og dermed også boligpriserne, hvormed den bliver til kapitalgevinster for de nuværende boligejere.

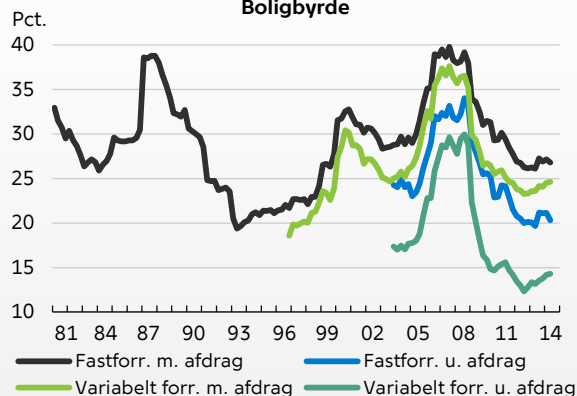
Renteudvikling og boligbyrde

Figur 7

Renteudvikling



Boligbyrde



Anm.: Boligbyrden for 2. kvartal 2014 er baseret på den forventede udvikling i huspriserne og husstandenes disponible indkomst i prognosen beskrevet i denne Kvartaloversigt. Boligbyrden angiver de stiliserede finansieringsomkostninger inkl. bidragssatser, kursskæringer og boligskatter ved køb af et enfamiliehus på 140 kvadratmeter som andel af den gennemsnitlige indkomst. Se Dam mfl. (2011a) for en nærmere beskrivelse.

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

Samlet set er de løbende udgifter til finansiering af egen bolig i forhold til den gennemsnitlige disponible husstandsindkomst faldet betydeligt på landsplan de seneste år. Det ses ved hjælp af udviklingen i boligbyrden, jf. figur 7 (højre). Finansieringsomkostningerne varierer naturligvis med valget af låntype, men som følge af det meget lave renteniveau gælder det, at boligbyrden – uanset valg af låntype – er lavere end i begyndelsen af 2000'erne, før de kraftige prisstigninger satte ind.

Hvis boligkøbet finansieres med et fastforrentet lån med afdrag, var boligbyrden i 2. kvartal 2014 27 pct., godt 2 procentpoint lavere end gennemsnittet siden 1981. Vælges en af de andre låntyper, var boligbyrden betydeligt lavere.

UDBUD OG GRUNDPRISER

Boligmarkedet adskiller sig fra mange andre markeder ved, at udbuddet reagerer med en betydelig forsinkelse på ændringer i efterspørgslen. Det skyldes, at det tager tid at planlægge og gennemføre nyt byggeri, hvis udbuddet skal op, ligesom boliger forfalder langsomt og dermed først efter meget lang tid falder ud af boligbestanden, hvis udbuddet skal ned. Udbuddet er dermed på kort sigt fast, hvilket betyder, at prisen bestemmes af efterspørgslen.

Værdien af en bolig består dels af boligens fysiske værdi, dels af beliggenheden. Den fysiske værdi må ventes at være givet ved byggeomkostningerne, i hvert fald på mellemlangt sigt, da boligerne med en vis forsinkelse kan bygges i det efterspurgte antal. Hvis den fysiske værdi på eksisterende boliger er højere end omkostningerne ved at bygge nyt, vil det være økonomisk attraktivt at igangsætte nyt byggeri. Det fortsætter, indtil udbuddet er øget så meget, at prisen på selve boligen er faldet til samme niveau som byggeomkostningerne. Hvis denne forankring for boligpriserne er almindelig kendt og forstået i markedet, vil det også dæmpe spekulationselementet, så de uholdbare prisstigninger herfra begrænses.

Hvis den stigende boligefterspørgsel viser sig at være af forbigående karakter (et såkaldt midlertidigt efterspørgselsstød), vil den igangsatte tilpasning af boligudbuddet omvendt bevirke, at det efterfølgende prisfald bliver større end ellers. Det skyldes, at der er flere boliger på markedet

end før, potentielt i form af kommende boliger, da en stor del af boligbyggeriet kan være planlagt og igangsat inden vendingen og derfor umiddelbart ikke er givtigt at annullere.

Det synes at have været tilfældet visse steder i Danmark, da der her var et betydeligt boligbyggeri i 2007, jf. figur 8 (venstre), selv om efterspørgslen allerede på det tidspunkt var vigende, og priserne begyndt at falde mere, end det højere udbud kunne berettige. Efterfølgende har boligbyggeriet været yderst begrænset, hvilket indikerer overudbud. Det har altså ikke været nødvendigt at bygge yderligere, jf. figur 8 (højre), bl.a. fordi efterspørgslen er eller har været faldende som følge af fraflytning. Et overudbud af boliger har en række negative virkninger på boligmarkedet, jf. boks 2.

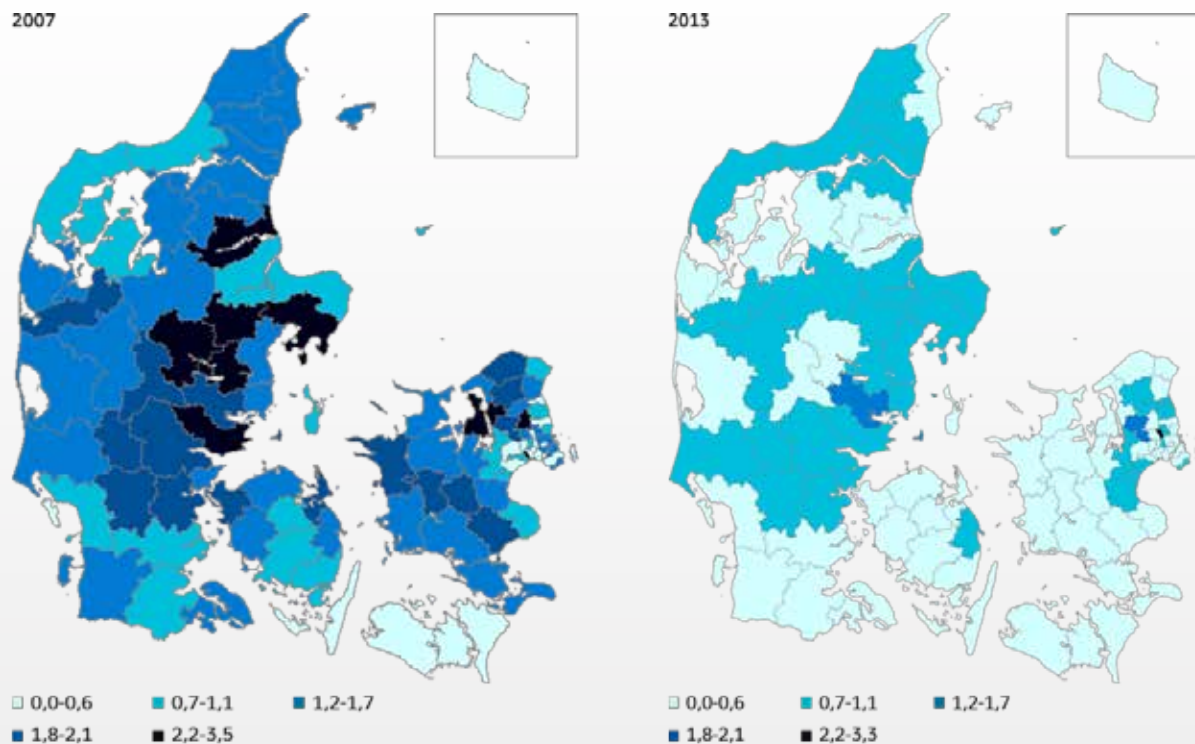
En boligs beliggenhed kan – modsat selve boligen – ikke produceres i et ubegrænset antal. Der er betydelige geografiske forskelle på, om der er knaphed på jord. På landet er der rigeligt med jord, mens den er en mangelvare i de større byer. Det giver sig udslag i store forskelle i grundpriserne på tværs af landet, jf. figur 9 (venstre). På landet afspejler prisen, hvad jorden alternativt kan anvendes til, typisk skov- og landbrug, samt omkostningerne ved byggemodning. I byerne vil udbuddet på et tidspunkt ikke kunne stige mere. Alternativt vil det være besværligt og dyrt at øge arealet til byggegrunde, fx hvis forurenede områder skal renses, eller der skal bygges ud i vandet. Jordpriserne vil dermed stige, indtil efterspørgslen er bragt i overensstemmelse med udbuddet.

Jo knappere jorden er, desto mere vil grundpriserne skulle svinge for at sikre, at ændringer i efterspørgslen tilpasses det stort set faste udbud. Mens byggeomkostningerne har et vist konjunkturlement, ikke mindst som følge af lønudviklingen i byggeriet, tenderer grundpriserne at svinge mere, jf. figur 9 (højre). Idet jordpriserne udgør en langt større del af de samlede boligpriser i de større byer, vil prisudsvingene derfor være større her end i landområderne.

En grunds pris afhænger ikke kun af den tilbagediskonterede værdi af fremtidige afkast i form af fx boligbenyttelse, hvis grunden bebygges, men også af, at jorden i fremtiden kan blive mere værdifuld, jf. Titman (1985). Hvis det forventes, at prisen på grunden vil stige, vil man derfor kun afhænde grunden til en pris, som er tilstrækkelig høj til at kompensere for, at man ikke senere kan

Fuldført byggeri til helårsbeboelse i procent af eksisterende boligmasse i 2007 og 2013

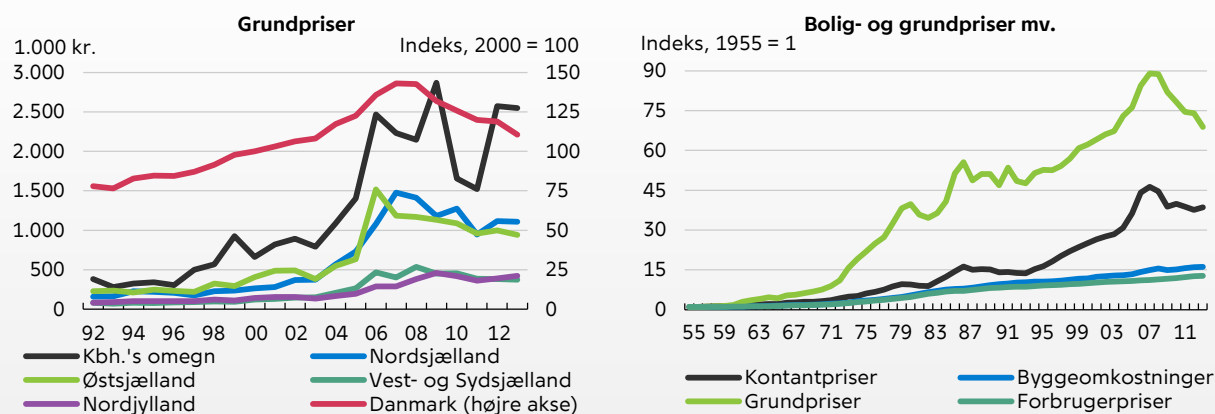
Figur 8



Anm.: Fuldført byggeri i kvadratmeter som andel af det samlede etageareal. Begge med helårsbeboelse som formål.
Kilde: Danmarks Statistik.

Grundpriser i udvalgte landsdele og udvikling i boligpriser, byggeomkostninger, grundpriser og forbrugerpriser

Figur 9



Anm.: Venstre figur: Simpelt gennemsnit af priserne for solgte grunde under 2.000 kvadratmeter for landsdele. For serien "Danmark" er vist prisindeks, hvor Danmarks Statistik har kvalitetskorrigeret data, bl.a. ud fra den offentlige ejendomsvurdering. Højre figur: Alle indeks angiver udviklingen i de nominelle priser og omkostninger.
Kilde: Danmarks Statistik.

Der er betydelige geografiske forskelle med hensyn til, hvor mange boliger der er til salg, og hvor mange der står tomme, jf. figur nedenfor (venstre). En del er kortvarigt tomme i forbindelse med flytning, så andelen af ubeboede boliger vil aldrig være nul. Desuden står en del huse tomme, da de bruges som fritidsbolig, mens resten er reelt ubeboede.

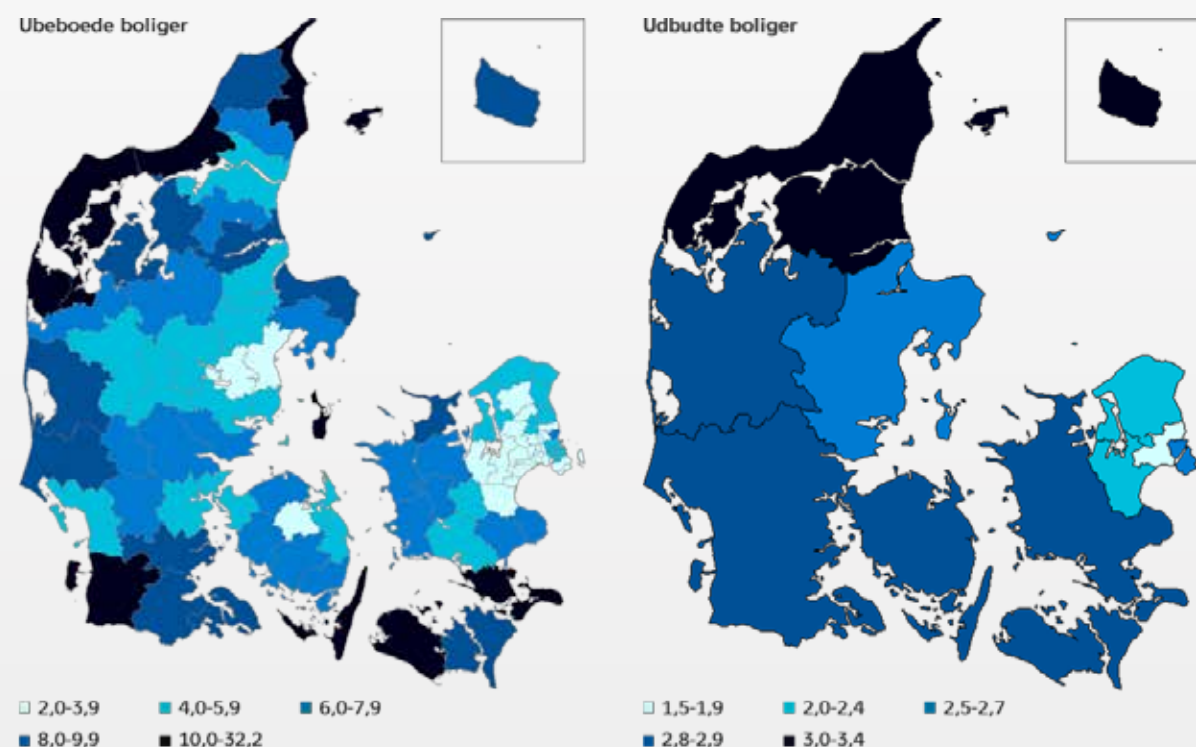
I visse dele af Danmark indikerer den høje andel af udbudte og tomme boliger, at udbuddet overstiger efterspørgslen. Det vil mindske priserne, hvilket erfaringsmæssigt sker med en vis træghed, fx fordi ejerne ofte ikke umiddelbart er villige til at indkassere et tab på boligen eller har gæld, der overstiger den pris, som ville sikre et salg. Den første udbudte pris vil derfor ofte ligge over handelsprisen, især hvis boligen kommer til at ligge et stykke tid, mens priserne er faldende. Desuden vil køberne være mere tilbageholdende, hvis de forudser prisfald, da de så forventer at kunne erhverve en bolig senere til en lavere pris. Konsekvensen bliver lav omsætning og lange liggetider i områder med overudbud.

I størstedelen af de områder, hvor der er et højt udbud, skyldes den faldende efterspørgsel demografiske ændringer, herunder vandring fra land til by. Da der ikke er udsigt til, at den proces umiddelbart ophører, forudsætter det

permanente ændringer i boligudbuddet, hvis der atter skal skabes balance mellem udbud og efterspørgsel. Det vil tage mange år, da boligerne kun langsomt bliver mindre brugbare og derfor længe vil indgå i udbuddet, selv hvis de ikke vedligeholdes. Når overudbuddet på langt sigt er væk, vil prisen atter være givet ved byggeomkostningerne tillagt grundpriserne.

I praksis vil udbuddet falde ved, at husene rives ned, eller ved at de forfalder så meget, at de bliver ubeboelige. Et ubeboeligt hus skyldes typisk, at det ikke er blevet vedligeholdt i mange år. Det kan forekomme, hvis boligpriserne er lave, da det mindsker tilskyndelsen til at vedligeholde boligen, i og med omkostningerne ikke kan dækkes ved et eventuelt salg. Der er omkostninger forbundet med nedrivning, og omlægning til fx landbrug kan være urentabelt. Det kan derfor være økonomisk fordelagtigt i stedet at lade huset forfalde og betale de skyldige skatter. Tilskud til nedrivning, som det er aftalt i vækstpakken fra juni 2014, kan derfor være med til at øge hastigheden, hvormed boligudbuddet tilpasser sig i udvalgte dele af landet. Alternativt kan efterspørgslen her potentielt øges ved at forbedre pendlersfradrag eller ved i højere grad at dispensere for bopælspligt, så helårsboliger kan benyttes som fritidsboliger.

Ubeboede og udbudte boliger i procent af det samlede antal helårsboliger



Anm.: Venstre figur: Antal boliger uden tilmeldte beboere pr. 1. januar 2014 i forhold til det samlede antal helårsboliger i kommunen. En del af helårsboligerne uden tilmeldte beboere bruges som fritidsbolig. De kan ikke identificeres af Danmarks Statistik og er derfor indeholdt i statistikken. Højre figur: Sæsonkorrigeret antal udbudte boliger i juli 2014 i forhold til antal stue-, parcel-, række-, kæde- og dobbelthuse samt ejerlejligheder i landsdelen pr. 1. januar 2014.

Kilde: Danmarks Statistik og Boligmarkedsstatistikken.

få den forventede højere pris. Det kan forklare, hvorfor udbuddet og omsætningen af nye byggegrunde begrænses stærkt i perioder med lave eller faldende priser. Det bidrager til at stabilisere boligpriserne ved at begrænse udbuddet af nye boliger, når markedet er svagt.

Hvis fremgang på boligmarkedet giver forventninger om, at priserne vil fortsætte med at stige i en længere periode – som det fx er tilfældet under en boligboble – kan jordens skønnede optionsværdi imidlertid bidrage til at forstærke opsvinget. Det sker, når grundejerne holder deres grunde tilbage i forventning om at kunne sælge endnu dyrere i fremtiden. Dermed begrænses udbuddet på et tidspunkt med høj efterspørgsel, og prispresset tiltager. Disse sammenhænge understreger, at grunde og huse også er investeringsobjekter, og at forventningerne til den fremtidige prisudvikling kan have endog ganske stor betydning for den aktuelle udvikling i priserne.

Optionsværdien af en grund er størst i og omkring byerne. Det afspejler, at jordpriserne her er både højere og mere volatile. Desuden kan der være en forventning om, at boligefterspørgslen i fremtiden koncentrerer sig om byerne, da der ikke umiddelbart er udsigt til, at urbaniseringen ophører. Højere befolkningstæthed i byen vil øge grundværdierne her, og hvis beboelsesområdet breder sig, vil det øge værdien af grunde i udkanterne af byen, da den alternative anvendelse skifter fra landbrug til beboelse.

JORDPRISER I EN BOLIGPRISMODEL

Grundpriserne har haft en tydelig langsigtet tendens til at stige, jf. figur 9 (højre). Det afspejler, at den økonomiske vækst har øget efterspørgslen efter jord, bl.a. til bolig, men også til andre formål, fx landbrug.

Det er således relevant at inkludere jordpriserne i en model for boligpriserne. I modellen anvendt i denne artikel er det derfor valgt at antage, at kontantprisen på en bolig består af to dele, nemlig prisen på selve huset og prisen på jord. Hvor stor vægt der lægges på hver af dem, afhænger af knapheden på jord, som varierer på tværs af landet.

I modellen reagerer boligbyggeriet, når prisen på selve huset afviger fra byggeomkostningerne, mens grundpriserne ikke har nogen betydning. I mangel af tilstrækkelig brugbare og troværdige data for grundpriserne, jf. boks 3, forudsættes

det, at jordpriserne vokser i takt med husholdningernes disponible indkomst. Det antages dermed indirekte, at efterspørgslen efter den knappe jord stiger i takt med husholdningernes disponible indkomst. Den modellerede sammenhæng skal fange den langsigtede tendens til stigende reale boligpriser som følge af stadig mere knap jord i de større byer, mens de kortsigtede udsving i jordpriserne ikke er modelleret.

Der er således permanente effekter på boligpriserne af varige indkomststød, ligesom det på langt sigt antages, at boligefterspørgslens indkomstelasticitet er én. Sidstnævnte skal ses i lyset af, at boligforbruget ikke kan overstige indkomsten, og at et mætningspunkt vil indtræffe noget før, jf. Dam mfl. (2011a). Desuden er der forskel i landet på, hvor meget boligudgifterne udgør af den disponible indkomst. I byerne, hvor jorden er knap og priserne derfor høje, er andelen højere end i provinsen, hvor priserne er lave. I takt med at flere bosætter sig i byerne, sker der en forskydning mod, at flere har høje boligudgifter i forhold til indkomsten. Så længe denne tilpasning foregår, kommer boligudgifterne til at lægge beslag på en større andel af husholdningernes indkomst. Boligudgifternes stigende budgetandel på aggregeret niveau i de senere årtier skal derfor ses i det

Statistik for pris på byggegrunde

Boks 3

Danmarks Statistik beregner et prisindeks samt kvadratmeterpris og gennemsnitspris for grunde på under 2.000 kvadratmeter. Statistikken giver et bud på prisen på byggegrunde, selv om kategorien ikke skelner mellem grundens formål, fx om det er til bolig, fritidsbrug eller erhverv.

Priserne i statistikken svinger nogle gange betragteligt, især i visse perioder og landsdele, jf. figur 9 (venstre), da statistikken til tider er baseret på meget få observationer. Det skyldes dels, at hvis der ikke er ret mange handler, kan det give tilfældige udsving, dels at Danmarks Statistik i sin kvalitetskorrektur sorterer mange observationer fra.

Mere fundamentalt har en boligprismodel også brug for priserne på allerede bebyggede grunde. Statistikken indeholder imidlertid kun observationer for salgspriserne på ubebyggede grunde. Det gør næppe den store forskel på landet, men i byerne ligger disse grunde ofte i udkanten, og beliggenheden kan ikke sammenlignes med de bebyggede grunde midt i byen. Der er dermed ikke tilgængelige priser for grunde, som ligger dér, hvor der er knaphed på jord. Det er de grunde, hvor priserne er højest og nok også svinger mest, da et øget udbud ikke kan dæmpe prisstigningerne.

lys. Når forskydningen i bosættelsesmønstret op-
hører, kan det tale for, at boligudgifternes andel af
husholdningernes indkomst atter vil stabiliseres.

MODELSIMULATIONER

Boligpriserne påvirkes af en række forhold, her-
under konjunkturudviklingen, den økonomiske
politik og de finansielle forhold. Politisk besluttet
det, hvordan og hvor meget boliger beskattes,
herunder skatteværdien af fradrag på renteudgif-
ter til boliglån. Samtidig påvirker pengepolitikken
boligmarkedet gennem renterne. Også institutio-
nelle forhold, såsom højest tilladte belåningsgrad
eller den maksimale grænse for afdragsfrihed på
realkreditlån, kan have betydning.

I det følgende kvantificeres effekten af en
række af disse faktorer ved hjælp af boligpris-
modellen, som er beskrevet ovenfor og i appen-
diks. Her simuleres virkningerne på udviklingen i
boligpriserne af henholdsvis ændringer i renterne,
afdragsfrihed og rentefradrag.

RENTEÆNDRINGER OG RENTEFORVENTNINGER

Renten er vigtig for boligefterspørgslen og der-
med boligpriserne. Virkningen går gennem bru-
gerprisen, hvor realrenten efter skat er en central
del af omkostningerne ved at eje en bolig. Herud-
over indgår den korte rente i førsteårsydelsen.

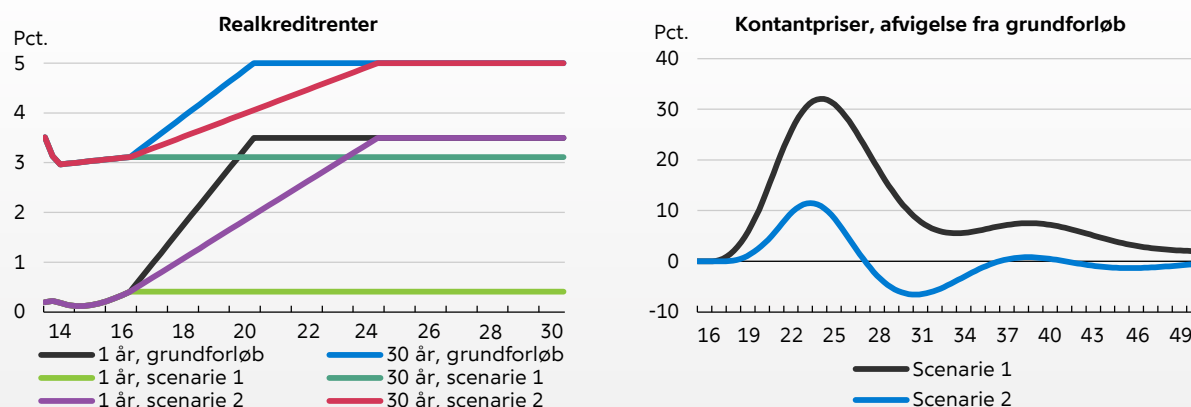
Til at illustrere betydningen af renteændringer
anvendes simulationer på boligprismodellen.
Simulationerne sker med udgangspunkt i Na-
tionalbankens prognose præsenteret i denne
Kvartalsoversigt, som udvides med en teknisk
fremskrivning fra 2017 og frem. Fremskrivningen
indebærer bl.a. et gradvist løft i renteniveauet til
langsigtede niveauer, der er fastlagt med ud-
gangspunkt i renterne gennem de seneste årtier.
Renten på 1-årige rentetilpasningslån øges såle-
des til 3,5 pct. og den 30-årige rente til 5 pct., jf.
grundforløbet i figur 10 (venstre). I simulationerne
sammenlignes grundforløbet med to forskellige
scenarier. I alle simulationerne forudsættes inflati-
onen at være knap 2 pct. om året.

I scenarie 1 holdes såvel den 1-årige som
30-årige rente fast på det lave niveau, som pro-
gnosen præsenteret i denne Kvartalsoversigt
indebærer for 2016. Den korte rente indgår i
førsteårsydelsen, mens den lange rente indgår i
brugerprisen. Det giver en markant prisreaktion,
da modellen forudsiger, at priserne i 2024 vil være
32 pct. højere end i grundforløbet, hvorefter de
langsomt vil falde tilbage igen, jf. figur 10 (højre).

I scenarie 2 antages det, at de faktiske renter
øges langsommere mod deres langsigtede ni-
veau, end det sker i grundforløbet. Igen med-
fører de lavere renter en stærkere prisudvikling,
som i 2023 er 11 pct. højere end i grundforløbet.
Prisudviklingen fører til øget boligbyggeri. Det

Huspriser under forskellige antagelser om renteudviklingen

Figur 10



Anm.: Venstre figur: "1 år" angiver renten for et variabelt forrentet lån med en løbetid på 1 år. "30 år" angiver renten på et 30-årigt fastforrentet lån. I grundforløbet antages en gradvis normalisering af renterne frem til 2020. I scenarie 1 fastholdes renterne på et lavt niveau fra slutningen 2016 og frem. Scenarie 2 indebærer, at normaliseringen af renterne sker langsommere, og først er fuldt indtruffet i 2024.

Kilde: Egne beregninger.

større udbud gør sammen med husholdningernes adaptive forventninger til deres kapitalgevinster på boliger, at når først prisstigningerne har top-
pet, falder de ret hurtigt til omkring nul, inden de
gradvist begynder at falde til ro.

Simulationerne illustrerer, at boligpriserne er
meget følsomme over for renteutviklingen. På
den baggrund kan en udbredt forventning om,
at de nuværende lave renter vil fortsætte i en
længere årrække, indebære en væsentlig risiko
for, at kontantpriserne stiger betydeligt på kort til
mellemlangt sigt.

AFDRAGSFRIHED

Under den seneste højkonjunktur steg hushold-
ningernes låntagning kraftigt. Da boligpriserne
efterfølgende begyndte at falde, steg belånings-
graderne betydeligt. Analyser viser, at den høje
bruttogæld ikke er en alvorlig trussel mod den
finansielle stabilitet, jf. Andersen (2012). Omvendt
kan der være indirekte effekter, da de høje belå-
ningsgrader forstærker konjunkturbevægelserne i
dansk økonomi, jf. Andersen mfl. (2014). En lavere
grænse for afdragsfrihed vil kunne reducere belå-
ningsgraderne i opgangstider og dermed forhindre,
at de bliver meget høje i nedgangstider.

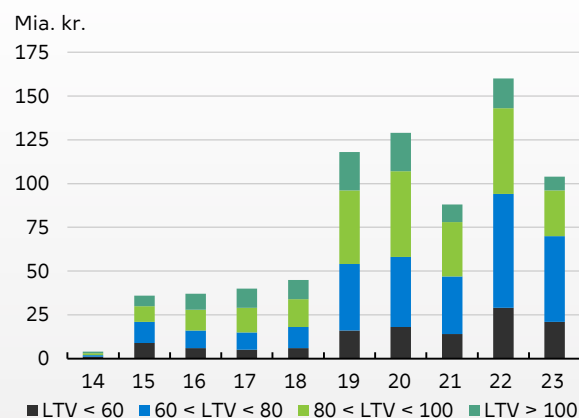
Udbredelsen af afdragsfrie realkreditlån til
ejerboliger og fritidshuse steg kraftigt fra intro-
duktionen i 2003 frem til finanskrisens udbrud og
udgjorde knap halvdelen af det samlede realkre-
ditlån i slutningen af 2008. Siden er andelen
steget til mere end 55 pct. Omkring halvdelen
af lånemassen af de afdragsfrie lån har en belå-
ningsgrad over 80 pct., og langt størstedelen en
belåningsgrad over 60 pct., jf. figur 11. Det gør
husholdningerne sårbare over for selv mindre
boligprisfald, og realkreditinstitutterne risikerer
at skulle finansiere supplerende sikkerhed for obli-
gationerne.

En ændring af grænsen for afdragsfrihed på-
virker ikke brugerprisen, og der er blot tale om
at udsætte, hvornår lånet betales tilbage. Det har
dog en umiddelbar likviditetseffekt gennem før-
steårsydelsen. Beregninger viser således, at ved et
fuldt lånefinansieret boligkøb af et gennemsnitligt
hus, hvor realkreditlånet er fastforrentet, ville den
månedlige ydelse i 2. kvartal 2014 fx have været
knap 850 kr. højere med en afdragsgrænse på 60
pct. i stedet for 80 pct.

Som diskuteret ovenfor er der vægtige øko-
nomiske argumenter for, at førsteårsydelsen har

Udløb af afdragsfrihed

Figur 11



Anm.: LTV er forkortelse for loan-to-value, som udtrykker forholdet mellem lån og boligens værdi.

Kilde: Realkreditinstitutterne, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

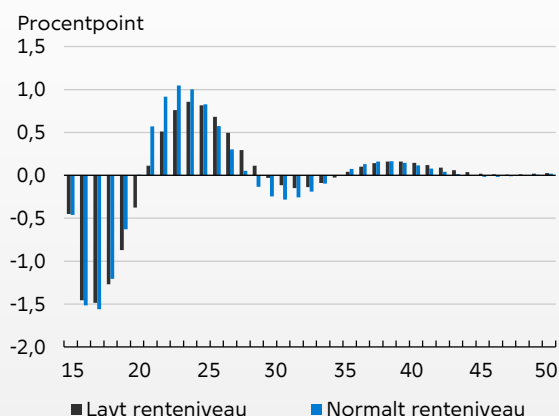
betydning for boligefterspørgslen. Men da det
ikke kan afgøres ud fra statistiske kriterier, om
førsteårsydelsen har en særskilt effekt på bolig-
priserne i Danmark, kan det heller ikke afvises, at
ændringer i adgangen til lån med afdragsfrihed
kun har beskeden effekt på boligpriserne. De
rapporterede resultater skal derfor opfattes som
overkantsskøn.

Til illustration af betydningen af afdragsfrihed
for boligpriserne foretages en simulation, hvor
muligheden for at optage et afdragsfrit realkre-
ditlån begrænses fra 80 til 60 pct. af boligens
samlede værdi. Der tages udgangspunkt i den
samme tekniske fremskrivning af dansk økono-
mi som ovenfor, hvor begrænsningen indtræffer
fra årsskiftet 2014/15. De højere afdrag øger
førsteårsydelsen, hvilket får priserne til at stige
mindre end ellers, jf. figur 12. De nominelle årlige
vækstrater dæmpes med op til 1,5 procentpoint;
dermed forbliver prisstigningerne positive over
hele perioden. Over tid dør prisseffekten af æn-
drede regler for afdragsfrihed ud, og priserne vil
på langt sigt være omtrent på samme niveau som
uden en ændring.

Som illustreret ved modelberegningen kan en
begrænsning af afdragsfriheden have negative
konsekvenser på boligpriserne, men effekten af at
nedsætte grænsen fra 80 til 60 pct. er beskeden.
Der synes derfor ikke at være et stærkt argument
for at vente, især ikke da lån med afdragsfrihed

Effekt på årlig prisstigningstakt for kontantpriser, hvis grænsen for afdragsfrie realkreditlån sættes ned fra 80 til 60 pct.

Figur 12



Anm.: Afvigelse i årlig prisstigningstakt i forhold til grundforløbet. For serierne "Lavt renteniveau" henholdsvis "Normalt renteniveau" er renterne som beskrevet i henholdsvis scenarie 1 og 2 i figur 10 (venstre).

Kilde: Egne beregninger.

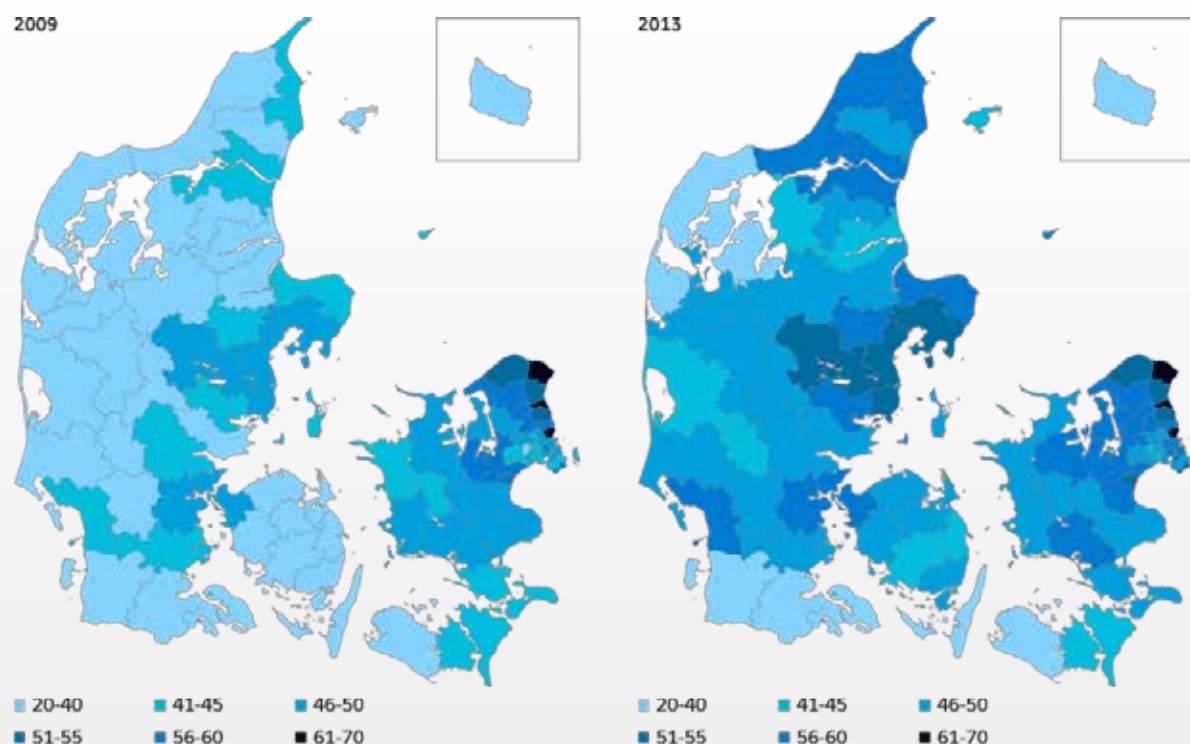
anvendes mest i de områder, hvor boligmarkedet er stærkest, dvs. specielt i og omkring hovedstaden og Aarhus, jf. figur 13. Disse områder vil antagelig bedst kunne holde til skærpede krav til afdrag. I de senere år er afdragsfrihed dog også blevet mere udbredt i andre dele af landet, men andelen er her fortsat under niveauet i hovedstaden. En begrænsning af afdragsfriheden vil desuden være hensigtsmæssig som følge af risikoen for, at boligpriserne snart stiger kraftigt, i hvert fald i visse områder. Hvis renterne efterfølgende stiger, kan de højere priser være midlertidige, hvilket øger risikoen for, at visse husholdninger efterfølgende vil få en meget høj belåningsgrad.

RENTEFRADrag

Rentefradraget har betydning for både brugerprisen og førsteårsydelsen, da begge afhænger af den rente, boligejerne reelt betaler, det vil sige renten efter skat. Boligefterspørgslen påvirkes derfor af ændringer i skatteværdien af rentefra-

Realkreditkunder, der har afdragsfrihed på minimum ét lån i 2009 henholdsvis 2013, i procent af det samlede antal realkreditkunder

Figur 13



Kilde: Realkreditinstitutterne, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

draget. Konsekvenserne på priserne af et lavere skattefradrag på renteudgifter kan ligeledes belyses ved beregninger på boligprismodellen anvendt i denne artikel.

I simulationen nedsættes skatteværdien af rentefradraget³ med 2 procentpoint hvert år i perioden 2020-24, altså et samlet fald på 10 procentpoint. Det dæmper prisstigningerne, men effekten er beskeden, og stigningstakterne forbliver positive. Ved et lavt renteniveau som beskrevet i scenarie 1 mindsker det den årlige prisstigningstakt med 0,6 procentpoint i 2024, hvor effekten er størst, jf. figur 14. Ved et normalt renteniveau som beskrevet i scenarie 2 er effekten størst i 2025, hvor prisstigningerne år til år er 1,3 procentpoint lavere end ved uændret rentefradrag. Herefter nærmer boligpriserne sig gradvist grundforløbet i takt med, at boligbeholdningen tilpasser sig den nye, lavere efterspørgsel.

En lavere skatteværdi af rentefradraget øger finansieringsomkostningerne for et givet lånebe-

løb, hvilket mindsker incitamentet for personer med negativ kapitalindkomst til at stifte yderligere gæld. Desuden vil det øge virkningen af renteudgifterne på brugerprisen, hvis rentefradraget nedsættes. Det dæmper udsvingene i boligpriserne, hvis de udsættes for et stød.

En begrænsning af rentefradraget kan give bedre kapitalisering hos husholdningerne til gavn for den finansielle stabilitet. Ændringer i kapitalafkastbeskatningen gennem en nedsættelse af rentefradraget vil have en relativt beskeden effekt på boligpriserne. Det gælder især i den nuværende situation med de meget lave renter, da ændringerne kun i begrænset omfang vil påvirke husholdningernes rentebetalinger efter skat.

EJENDOMSVÆRDISKAT

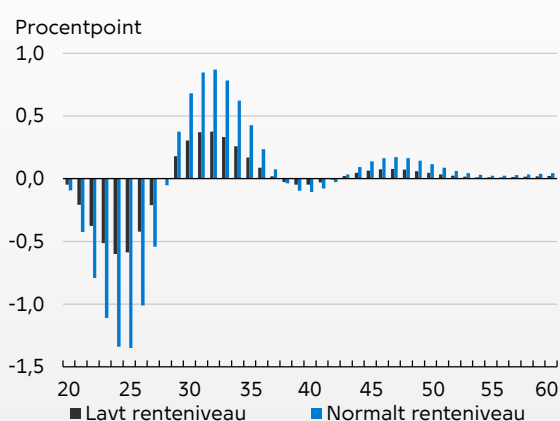
Boligskatter i form af ejendomsværdiskat og ejendomsskat indgår direkte i såvel brugerprisen som førsteårsydelsen. Den nominelle fastfrysning af ejendomsværdiskatten, som blev indført med skattestoppet i 2001, har medført, at den effektive sats for ejendomsværdiskatten udhules i takt med, at boligpriserne stiger. Ejendomsværdiskatten er dermed konjunkturmedløbende, hvilket bidrager til at øge udsvingene i boligpriserne.

Beregninger viser, at udsvingene i boligpriserne er steget omkring en fjerdedel som følge af fastfrysningen af ejendomsværdiskatten, jf. Dam mfl. (2011b). Senest har også Heebøl (2014) i en økonometrisk analyse vist, at fastfrysningen destabiliserer boligmarkedet.

En genkobling af ejendomsværdiskatten til udviklingen i boligpriserne vil derfor bidrage til at øge stabiliteten på boligmarkedet. I praksis vil det medføre, at den effektive sats for ejendomsværdiskatten låses fast i stedet for at falde i takt med prisstigningerne.

Et regneeksempel viser, at fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har haft vidt forskellige konsekvenser på tværs af landet. I Morsø kommune gav fastfrysningen i 2013 en lavere ejendomsværdiskat på ca. 2.000 kr. for et gennemsnitshus. Det beskedne beløb afspejler, at huspriserne på Mors kun er steget ganske beskedent siden 2001. Omvendt var huspriserne i Københavns kommune betragteligt højere i 2013 end i 2001, og fastfrysningen betød her i 2013 en lavere ejendomsskat for et gennemsnitshus på ca. 14.500 kr. i 2013. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har dermed bevirket betydeligt lavere skattebetalinger i

Effekt på årlig prisstigningstakt for kontantpriser, hvis skatteværdien af rentefradraget sættes ned med 2 procentpoint om året i 2020-24 Figur 14



Anm.: Afvigelse i årlig prisstigningstakt i forhold til grundforløbet. For serierne "Lavt renteniveau" henholdsvis "Normalt renteniveau" er renterne som beskrevet i henholdsvis scenarie 1 og 2 i figur 10 (venstre).

Kilde: Egne beregninger.

3 For personer med negativ nettokapitalindkomst er skatteværdien af rentefradraget i dag 33,6 pct. i en gennemsnitskommune. Skatteværdien for negativ kapitalindkomst over 50.000 kr. pr. person nedsættes gradvist med 1 procentpoint årligt frem til 2019, hvorefter satsen bliver 25,6 pct.

de områder, hvor priserne er steget mest, mens virkningen er beskeden i de områder, hvor prisudviklingen har været mere afdæmpet.

LITTERATUR

Andersen, Asger Lau, Anders Møller Christensen, Charlotte Duus og Ri Kaarup (2012), Familiernes økonomiske robusthed, variabel rente og afdragsfrihed, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, del 2.

Andersen, Asger Lau, Charlotte Duus og Thais Lærkholm Jensen (2014), Husholdningernes gæld og forbrug under finanskrisen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Badarinza, Cristian, John Y. Campbell og Tarun Ramadorai (2014), *What calls to ARMs? International evidence on interest rates and the choice of adjustable-rate mortgages*, upubliceret manuskript.

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 Hougaard Thamsborg (2011a), Udviklingen på ejerboligmarkedet i de senere år – Kan boligpriserne forklares?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, del 2.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl og Peter Birch Sørensen (2011b), Kan udsvingene i boligpriserne dæmpes?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, del 2.

Hansen, Jonas Zangenberg, Joachim Borg Kristensen og Peter Stephensen (2013), *Fremskrivning af den danske boligefterspørgsel*, DREAM.

Heebøll, Christian (2014), *Regional Danish housing booms and the effects of financial deregulation and expansionary economic policy*, Kraka – finanskrisekommissionen.

Meen, Geoffrey (1999), Regional house prices and the ripple effect: A new interpretation, *Housing Studies*, vol. 14, nr. 6.

Meen, Geoffrey (2001), *Modelling spatial housing markets: Theory, analysis, and policy*, Kluwer Academic Publishers.

Lejernes Landsorganisation (2011), *Fakta om huslejerreguleringen*, pressemeddelelse.

Titman, Sheridan (1985), Urban landprices under uncertainty, *American Economic Review*, vol. 75, nr. 3.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Indenrigs- og Sundhedsministeriet, Justitsministeriet, Ministeriet for Flygtninge, Indvandrere og Integration, Skatteministeriet og Socialministeriet (2003), *Ejer, andelshaver eller lejer?*

APPENDIKS

Simulationerne af udviklingen på boligmarkedet under de forskellige scenarier i artiklen er foretaget på en justeret og udvidet udgave af Nationalbankens model for boligmarkedet, som blev præsenteret i Dam mfl. (2011a).

Boligefterspørgslen er således modelleret implicit ved en relation for udviklingen i kontantprisen på enfamiliehuse. Prisrelationen fra 2011 er reestimeret med data løbende frem til 2. kvartal 2013, og der er foretaget enkelte metodiske ændringer, jf. tabel 2. Hertil hører, at de relevante bidragssatser til realkreditinstituttet nu er medtaget i henholdsvis brugerprisen og førsteårsydelsen, ligesom den 30-årige realkreditrente, der indgår i brugerprisen, nu er baseret på den lange obligationsrente, som opgøres af Realkreditrådet. Reestimationen førte også til, at ændringer i husholdningernes disponible indkomst blev inddraget i kortsigtdynamikken, selv om effekten knap er signifikant ud fra almindelige kriterier. Det er

imidlertid vurderingen, at dette under ét giver en bedre relation for udviklingen i kontantpriserne.

En anden væsentlig ændring er, at modelleringen af boligskatterne er forfinet, og datagrundlaget er styrket. Det indebærer, at den effektive, imputerede skattesats nu afspejler den løbende udvikling i provenuerne for henholdsvis ejendomsskat (grundskyld) og ejendomsværdiskat, som de bestemmes i modellen.

Det er ikke forsøgt at inddrage grundpriser i den estimerede kontantprisrelation, hvilket følger af udfordringerne med at finde en tidsserie herfor af tilstrækkelig kvalitet, jf. boks 3 ovenfor. I stedet er modellen udvidet med en antagelse om, at den estimerede pris kan opdeles i to dele:

- Prisen på selve huset, kaldet *kph*. Boliginvesteringerne (jf. nedenfor) reagerer nu, når denne pris afviger fra byggeomkostningerne.
- Prisen på jorden, kaldet *kpg*. Denne antages at vokse i takt med husholdningernes disponible indkomst. Den implicitte antagelse er med andre ord, at efterspørgslen efter den knappe

Relation for den reale huspris

Tabel 2

Variabel	Navn	Koefficient	t-værdi
Huspris, real, ændring	Dlog(kp/pcp)		
Huspris, real, lagget ændring	Dlog(kp/pcp) ₋₁	0,361	6,1
Rente og skattesats, ændring ¹	Diff(rente + ssats + bidrag).db98k4	-4,115	11,0
Disp. indkomst, real, ændring	Dlog(ydph/pcp)	0,099	1,6
Huspris, real	log(kp/pcp) ₋₁	-0,045	4,8
Brugerpris	(1-t)·(rente _{30,-1} + bidrag ₋₁) + ssats ₋₁ - dpcpe ₋₁	-0,180	2,3
Førsteårsydelse	(1-t)·(rentemin ₋₁ + bidrag ₋₁) + ssats ₋₁ + afdrag ₋₁	-0,383	3,0
Forventet ændring i huspris	drkpe ₋₁	0,119	4,3
Disp. realindkomst/boligbeholdning	log(ydph/pcp) ₋₁ - log(fkbh ₋₁)	0,070	1,6
Konstant		0,085	2,1

Misspecifikationstest

T = 1973k2-2013k2	DW = 1,940	AR(1) = 0,313	SE = 0,016
R ² = 0,689	JB = 1,699	AR(4) = 9,209	

Anm.: Navnene refererer delvis til nomenklaturen i Danmarks Nationalbanks makroøkonomiske model MONA.

¹Ændring i summen af den imputerede boligskattesats og obligationsrenten efter skat før 4. kvartal 1998.

Kilde: Egne beregninger.

jord stiger i takt med husholdningernes indkomst, hvilket slår fuldt igennem på prisen på langt sigt.

Det antages nu, at den handlede kontantpris på huse findes som en vægtet kombination af de to priser:

$$\log kp = \gamma \cdot \log kpg + (1-\gamma) \cdot \log kph,$$

hvor parameteren γ styrer, hvor meget jordprisen udgør af den samlede kontantpris. Den hidtidige boligmodel i MONA og i Nationalbankens analyse fra 2011 fremkommer dermed ved hjørneløsningen $\gamma=0$. I simulationerne i denne artikel antages jordprisen at udgøre 20 pct. ($\gamma=0,2$).

På udbudssiden tages også udgangspunkt i investeringsrelationen fra analysen i 2011. Denne er blevet reestimeret, og i den forbindelse er det valgt at binde koefficienten til det laggede investeringsomfang til 2/3. Der sker for at dæmpe den betydelige træghed i den frit estimerede investeringsrelation, som medførte, at boligbyggeriet kun reagerede meget langsomt på ændringer i kontantpriserne.

Den nye udgave af boligprismodellen indeholder desuden relationer for husholdningernes formue, som er baseret på analysen i Bang-Andersen mfl. (2013). Det medfører, at renteudgifterne knyttet til boligfinansieringen påvirker husholdningernes disponible indkomst via deres nettorenteindtægter, ligesom ændringer i boligpriserne eller boligbeholdningen påvirker såvel husholdningernes formue som deres nettorenteindtægter. Endelig slår også ændringer i boligskatterne igennem på husholdningernes disponible indkomst, som i øvrigt udvikler sig eksogent.

PENGE, KREDIT OG BANKVÆSEN

Af Jens Bang-Andersen, Lars Risbjerg og Morten Spange, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Penge er en integreret del af ethvert moderne samfund. Det skyldes ikke mindst deres rolle i forbindelse med de mangeartede transaktioner, som husholdninger og virksomheder foretager hver dag. Transaktionerne spænder fra små dagligdags indkøb til store finansielle handler. På den baggrund påkalder pengemængden, dvs. husholdninger og virksomheders beholdning af penge, sig interesse. I artiklen belyses, hvad penge er, og hvad der bestemmer udviklingen i pengemængden. Udviklingen i pengemængden er tæt forbundet med bankernes og realkreditinstitutternes udlån, som også inddrages.¹

Grundlæggende er penge likvide og værdifaste fordringer, der samtidig kan bruges som måleenhed for priser. Ud over kontanter, dvs. sedler og mønt, inkluderer de gængse definitioner af pengemængden andre likvide fordringer som fx indskud i bankerne. Det afspejler, at indskud kan bruges som betalingsmiddel på lige fod med kontanter. I praksis er der ikke et enkelt pengemængdebegreb, ligesom den relevante definition af pengemængden er ændret over tid. Før man i sidste århundrede begyndte at bruge bankindskud og betaling via check stadig mere, bestod det gængse pengemængdebegreb således kun af kontanter.

Mens sedler og mønt er udstedt af Nationalbanken, er den resterende del af pengemængden resultatet af transaktioner mellem aktører i den

private sektor. Eksempelvis vil en transaktion, hvor en husholdning eller en virksomhed optager et lån i en bank, ofte i første omgang føre til, at indlånet i banken og dermed pengemængden stiger. Det betyder dog ikke, at der er en en-til-en-sammenhæng mellem bankernes ind- og udlån. Andre kunder kan fx øge deres indlån i forbindelse med salg af værdipapirer til bankerne, og banker kan finansiere deres udlån på andre måder end via indlån. Bankernes sammensætning af deres finansiering afhænger bl.a. af omkostninger og risici.

Udviklingen i pengemængde og kreditgivning påvirkes af en række forhold, herunder efterspørgslen fra husholdninger og virksomheder, markedsforholdene, de reguleringsmæssige rammer for den finansielle sektor samt Nationalbankens pengepolitik. En velfungerende finansiell sektor er afgørende for, at pengemængden og kreditgivningen kan tilpasse sig efterspørgslen fra husholdninger og virksomheder. I artiklen anvender vi simple empiriske modeller til at illustrere nogle af de forhold, der bestemmer pengemængde og kreditgivning i Danmark.

Behovet for både penge og kredit er tæt knyttet til de transaktioner, som husholdninger og virksomheder foretager. Derfor er det ikke overraskende, at den indenlandske efterspørgsel, som afspejler transaktionsbehovet, kan bidrage til at forklare udviklingen i både pengemængden og udlånet. Desuden spiller ejendomspriserne en rolle for efterspørgslen efter og muligheden for at få bevilget penge og kredit, og det gør renterne også.

Overordnet fastsætter bankerne renterne og de øvrige vilkår på deres indlån med henblik på at

¹ Se også McLeay m.fl. (2014a og 2014b) for en grundig indføring i penge og bankvæsen i en moderne økonomi.

opnå det størst mulige afkast under hensyntagen til risikoen. I sidste ende er det den førte pengepolitik, der afgør, hvor mange penge den private sektor efterspørger. Det skyldes, at pengepolitikken afgør renteniveauet, som direkte påvirker omkostningen ved at optage et lån. Pengepolitikken påvirker også aktiviteten i samfundet og dermed husholdningernes og virksomhedernes transaktionsbehov, som er afgørende for efterspørgslen efter penge og kredit.

PENGE

Penge er grundlæggende likvide fordringer. Den snævrere definition omfatter de sedler og mønter, der er i omløb. Engang var det almindeligt, at sedler og mønt kunne omveksles til guld i centralbanken, men i dag er penge, herunder danske kroner, ikke understøttet af bagvedliggende fysiske aktiver. Deres værdi er udelukkende baseret på tillid til pengevæsenet. Husholdninger og virksomheder er villige til at modtage penge som betaling, fordi de har tillid til, at penge er værdifaste, og at de selv efterfølgende kan bruge dem som betalingsmiddel.

Danskernes beholdning af penge er i dag langt større end for 100 år siden, jf. figur 1. Det afspejler bl.a., at antallet af transaktioner, som involverer brug af penge, er større, og at priserne på varer og tjenester er steget. Samtidig har udviklingen i det monetære og finansielle system haft en væsentlig betydning.

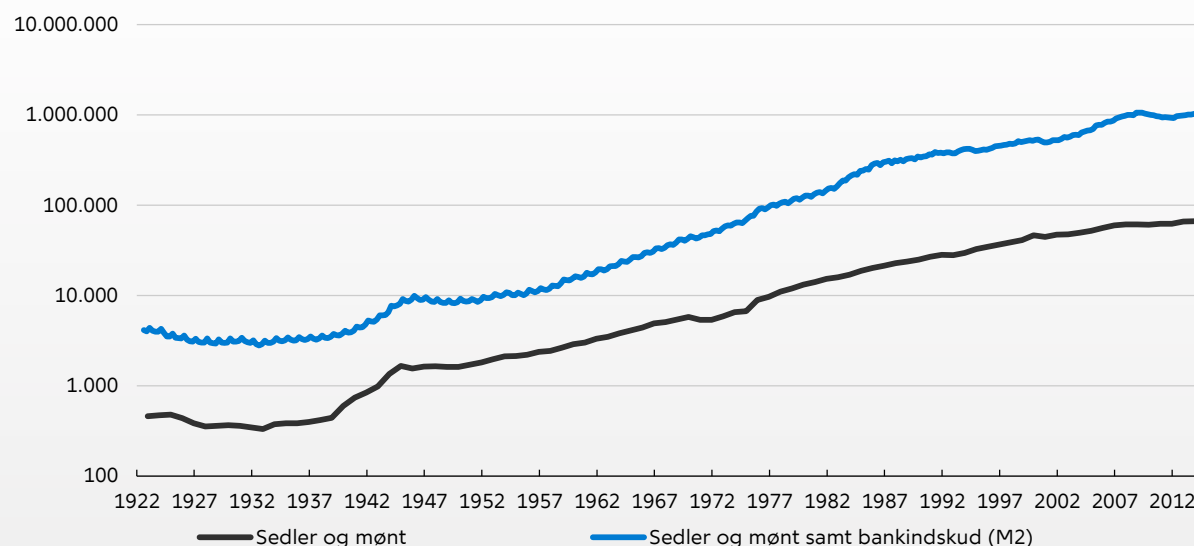
Husholdningers og virksomheders tilskyndelse til at holde penge afspejler, at penge har tre grundlæggende egenskaber. Den første er, at de kan bruges til at opbevare værdi. Hvis en husholdning eller en virksomhed ønsker at spare op for at gemme værdier over tid, kan det gøres ved at holde penge. Derfor er det afgørende, at pengenes værdi eller købekraft er stabil. Det betyder, at fx aktier og lange obligationer i de officielle statistikker ikke regnes som penge, da deres værdi svinger over tid i takt med, at renteniveauet og konjunktursituationen ændrer sig.

Den anden egenskab er, at penge skal kunne bruges som måleenhed for priser. I Danmark måles priserne eksempelvis i kroner. Den tredje er, at penge skal være likvide og kunne bruges som betalingsmiddel. Kroner er såkaldt lovligt betalingsmiddel i Danmark i henhold til nationalbankloven og møntloven. Det betyder, at en debitor – bort-

Pengemængden i Danmark siden 1922

Figur 1

Mio. kr. (logaritmisk skala)



Anm.: Kurven for sedler og mønt inkluderer også bankers, realkreditinstitutters og statens beholdning, som ikke indgår i de officielle definitioner af pengemængden. Data for sedler og mønt er på årsfrekvens, mens M2 er opgjort kvartalsvist.
Kilde: Abildgren (2006 og 2012) og Danmarks Nationalbank.

set fra nogle særlige tilfælde, der fremgår af loven – altid kan indfri sin gæld ved at anvende danske kroner. En kreditor er derimod ikke forpligtet til fx at modtage varer og tjenesteydelser eller udenlandske penge.

I princippet kunne handler foretages ved, at parterne bytter varer og tjenester mellem sig. Eksempelvis kan en landmand, der ønsker at blive klippet, betale frisøren med mælk eller kød. Byttehandler kan fungere i primitive samfund, hvor der kun er et mindre antal varer og tjenester, som i et vist omfang efterspørges af alle. Men et moderne samfund er afhængigt af, at der findes et betalingsmiddel, som alle er enige om at anvende. Penge er et sådant betalingsmiddel.

Tilliden til danske kroner afspejler, at der er tillid til Nationalbanken. Befolkningen forventer, at Nationalbanken via pengepolitikken sikrer, at kronens værdi er stabil over tid. Inflationen har ligget meget stabilt gennem en lang periode, jf. figur 2. Det er opnået ved at holde en fast kronekurs over for først D-mark og siden euro. Den Europæiske Centralbank, ECB, tilrettelægger pengepolitikken med henblik på stabile priser i euroområdet, og dermed vil priserne også herhjemme udvikle sig stabilt.

PENGEMÆNGDEN

Pengemængden er et mål for husholdningernes og virksomhedernes beholdning af likvide fordringer. I praksis er der ikke et enkelt pengemængdebegreb, der giver et entydigt billede af likviditetsforholdene i samfundet. Det er vanskeligt at afgrænse de egenskaber, der adskiller penge fra andre finansielle aktiver, da der er en glidende overgang i likviditet, værdifasthed og forrentning fra kontanter over obligationer til eksempelvis aktier.

Likviditeten af de enkelte fordringer og dermed afgrænsningen af, hvad der kan karakteriseres som penge, afgøres af husholdningerne og virksomhederne via deres transaktionsmønster. Det betyder, at den relevante definition af pengemængden har udviklet sig over tid. Den øgede anvendelse af bankindsud og betaling med check i sidste århundrede førte fx til en udvidelse af det gængse pengemængdebegreb, der hidtil kun havde bestået af kontanter. I dag betaler husholdningerne hyppigst ved kontooverførsel fra købers bank til sælgers bank, fx via dankort, og anfordringsindsud i bankerne besidder de tre grundlæggende egenskaber ved penge på samme måde som kontanter.

Forbrugerprisstigninger i Danmark

Figur 2



Anm.: Årsstigningstakter i forbrugerprisindekset, CPI.
Kilde: Danmarks Statistik.

Fremadrettet kan den relevante definition af pengemængden udvikle sig yderligere i takt med innovationer i den finansielle sektor. Det afgørende er, at sektorens rammevilkår gør det muligt for husholdninger og virksomheder at sammensætte deres finansielle aktiver og passiver hensigtsmæssigt under hensyntagen til likviditet, afkast og risiko.

I statistiksammenhæng opereres der normalt med tre definitioner af pengemængden. M1, der

ud over seddel- og møntomløbet indeholder bankindsud på anfordring. M2, som desuden indeholder tidsindsud med en oprindelig løbetid på op til og med 2 år samt indlån med opsigelsesvarsel på op til og med 3 måneder. Endelig er der M3, som derudover indeholder indlån fra genkøbsforretninger² og obligationer udstedt af MFI-sektoren med en oprindelig løbetid på op til

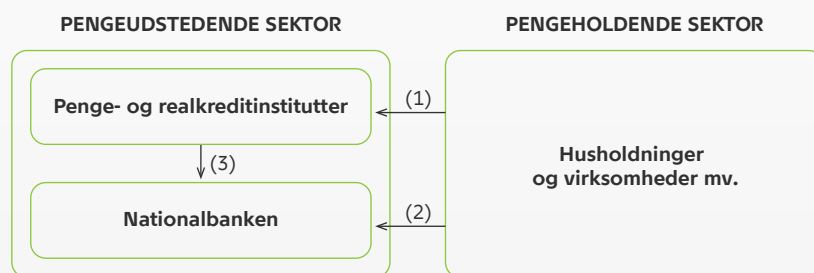
Afgrænsning af pengemængdebegreber

Boks 1

Finansielle fordringer kan opstilles i et hierarki på baggrund af deres likviditet og værdifasthed. Penge er karakteriseret ved en høj grad af likviditet og værdifasthed, og jo højere likviditet og værdifasthed, desto snævrere pengemængdebegreb. Pengemængden afgrænses også af, hvilken sektor der udsteder fordringen (den pengeudstedende sektor), og hvilken sektor der ejer fordringen (den pengeholdende sektor). Den pengeudstedende sektor omfatter de finansielle

institutioner, hvis likvide passiver indgår i opgørelsen af pengemængden. Det drejer sig om penge- og realkreditinstitutterne samt Nationalbanken, der samlet betegnes MFI-sektoren. Den pengeholdende sektor er danske husholdninger og virksomheder (ekskl. penge- og realkreditinstitutter) samt kommuner og regioner, jf. figuren nedenfor. Staten betragtes som pengeneutral.

Finansielle fordringer mellem sektorer



Anm.: Pilen peger på den sektor, som pengene repræsenterer en fordring på.

Tabellen nedenfor angiver, hvilke fordringer der indgår i de forskellige pengemængdebegreber, og giver eksempler på fordringer, der ikke indgår i pengemængden. Sidste kolonne i tabellen angiver, hvor fordringen optræder i figuren. M1, M2 og M3 består af den pengeholdende sektors fordringer på den pengeudstedende sektor, jf. (1) og (2) i figuren.

Pengemængden fastlægges på baggrund af MFI-sektorens konsoliderede balance. Heri er mellemværender mellem MFI'erne udeladt. Da realkreditinstitutterne er en del af den pengeudstedende sektor, indgår korte realkreditobligationer, der ejes af den pengeholdende sektor, i M3. Realkreditinstitutternes status som en del af den pengeudstedende sektor betyder også, at pengeinstitutters køb af realkreditobligationer fra realkreditinstitutterne ikke påvirker pengemængden. Obligationerne udstedt af realkreditinstitutterne modsvares af pengeinstitutternes beholdning af obligationerne. Tilsvarende er der ikke nogen påvirkning

af den konsoliderede balance fra betalingen for obligationerne, der indebærer, at pengeinstituttets foliokonto i Nationalbanken debiteres, mens realkreditinstituttets konto krediteres.

Andre finansielle enheder end penge- og realkreditinstitutter, fx pensionsselskaber, indgår ikke i den pengeudstedende sektor. De er i stedet en del af den pengeholdende sektor. Husholdningernes pensionsopsparing modsvares af pensionsselskabernes pensionsforpligtelser og påvirker ikke pengemængden.

Modposterne til pengemængden er alle de poster på MFI-sektorens konsoliderede balance, som ikke indgår i pengemængden. Det drejer sig fx om penge- og realkreditinstitutternes udlån til ikke-MFI'er, pengeinstitutternes beholdning af værdipapirer og deres udlandsstilling. En ændring i pengemængden vil pr. definition afspejle sig i modposterne til pengemængden.

2 I en genkøbsforretning sælges værdipapirer kontant samtidig med, at der indgås aftale om tilbagekøb fra modparten til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden.

Finansielle fordringer og pengemængde

Boks 1 fortsat

	M1	M2	M3	Angivet ved pil i figur
Seddel- og møntomløb	X	X	X	(2)
Anfordringsindskud i pengeinstitutter	X	X	X	(1)
Tidsindskud i pengeinstitutter		X	X	(1)
Indlån i pengeinstitutter med opsigelsesvarsel		X	X	(1)
Indlån i pengeinstitutter fra genkøbsforretninger			X	(1)
Korte obligationer udstedt af penge- og realkreditinstitutter			X	(1)
Øvrige obligationer				
Aktier				
Pensionsopsparing				

I pengebasen begrænses den pengeudstedende sektor til Nationalbanken. Pengebasen består af penge- og realkreditinstitutternes likvide fordringer på Nationalbanken i form af indskud på foliokonti og beholdning af indskudsbeviser

samt sedler og mønter, jf. (3) i figuren. Herudover indgår den pengeholdende sektors beholdning af sedler og mønter i pengebasen, jf. (2) i figuren.

og med 2 år.³ Boks 1 belyser opdelingen i penge og øvrige fordringer samt de sektorer, der er vigtigst for udviklingen i pengemængden.

I Danmark udgjorde M3 ca. 1.250 mia. kr. i juli 2014. Heraf var de 56 mia. kr. sedler og mønt udstedt af Nationalbanken, mens de resterende omtrent 1.200 mia. kr. var indskud i banker mv., jf. figur 3. Langt den største del af pengemængden er dermed et resultat af transaktioner mellem aktører i den private sektor uden Nationalbankens medvirken.

Mens sedler og mønt er fordringer på Nationalbanken, repræsenterer husholdningers og virksomheders indeståender i banker fordringer på den private finansielle sektor. Her er indskyderne afhængige af, at bankerne kan og vil leve op til deres forpligtelser. I praksis opfattes indskud i banker som lige så sikre som kontanter. Det afspejler bl.a., at Indskydergarantifonden garanterer indskud for op til 100.000 euro, svarende til omtrent 750.000 kr.

Husholdninger og virksomheder afvejer løbende, hvordan de vil sammensætte deres finansielle aktiver på tværs af kontanter, indskud i banker og investeringer i finansielle fordringer. Husholdningernes beholdning af kontanter og indskud i banker udgør omtrent 17 pct. af deres finansielle aktiver, jf. figur 4. De største poster er aktie- og pensionsbeholdninger.

Pengemængden er dermed kun en delkomponent af husholdningernes samlede finansielle formue. Det er et empirisk spørgsmål, i hvilket omfang denne komponent har en særlig funktion i samfundet i kraft af sin likviditet. Aktier kan fx også normalt let omsættes, hvis en husholdning får brug for likviditet. Ud over den finansielle formue råder husholdningerne over en betydelig boligformue. Deres passiver udgøres primært af lån i banker og realkreditinstitutter.

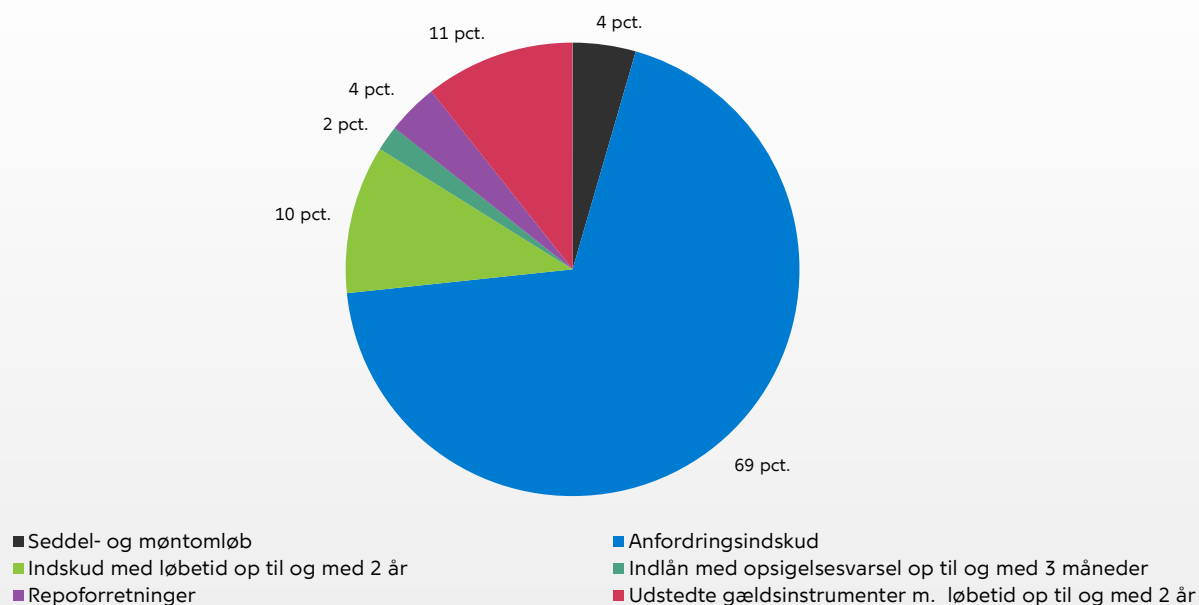
PENGEBASEN

En diskussion af pengemængden er ikke komplet uden at nævne pengebasen. Den betegnes ofte M0 og består af kontanter og bankernes likvide indestående i centralbanken. I dansk sammenhæng udgøres sidstnævnte af bankernes indestående på foliokonti, der er begrænset af foliorammerne. Man kan dog argumentere for, at de pengepolitiske modparters beholdning af

³ MFI-sektoren er en samlet betegnelse for penge- og realkreditinstitutterne samt Nationalbanken. Udviklingen i M3 er påvirket af udstedelsen af korte obligationer til finansiering af rentetilpasningslån. Det kan give anledning til store udsving. For Danmarks vedkommende er informationsindholdet i M3 derfor ofte beskedent.

Sammensætning af M3, juli 2014

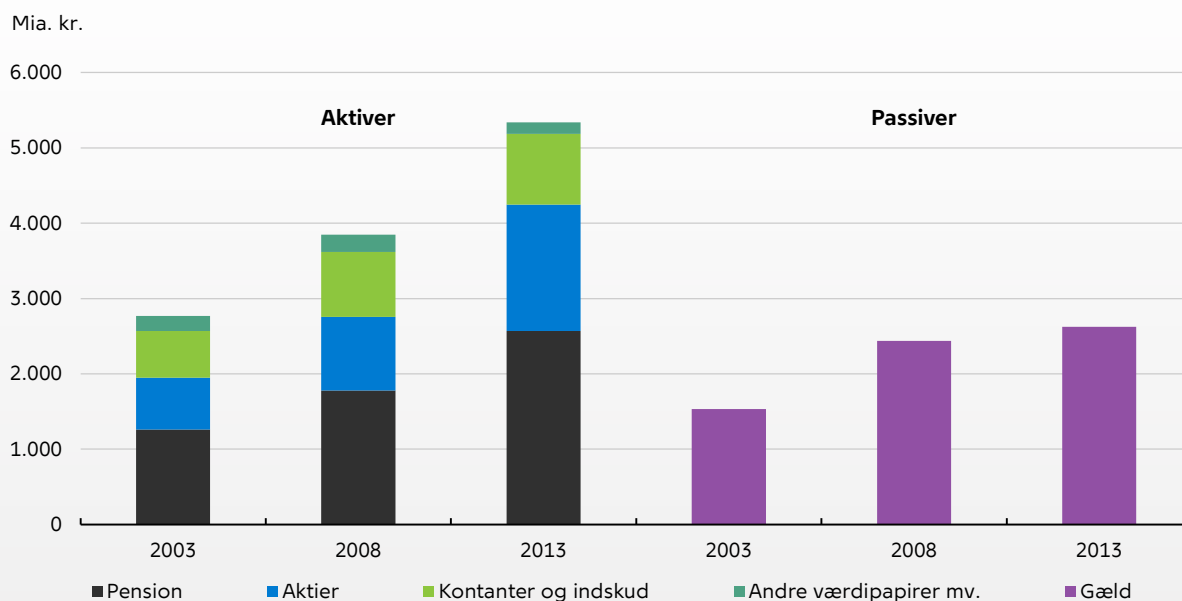
Figur 3



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Husholdningernes finansielle aktiver og passiver

Figur 4

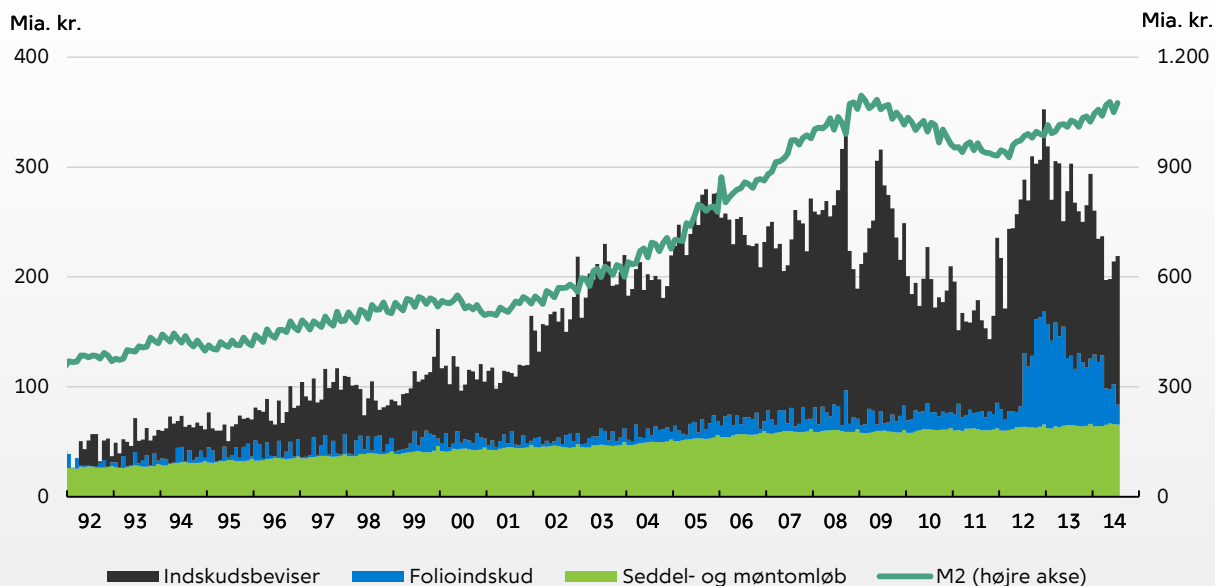


Anm.: Pensionsbeholdningen er opgjort før skat. Andre værdipapirer mv. omfatter bl.a. obligationer og forfaldne ikke-betalte mellemværender. Gæld omfatter alle husholdningernes passiver. Data er ultimo værdier og sæsonkorrigeret. Som følge af overgangen til en ny MFI-statistik er der brud i data i 2013.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Pengebasen og pengemængden i Danmark

Figur 5



Anm.: Månedsobservationer.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

indskudsbeviser også bør regnes med i pengebasen. Det skyldes, at Nationalbanken vil tilbagekøbe indskudsbeviser, hvis foliolikviditeten bliver for lav.⁴

Pengebasen og centralbankernes balance

Pengebasen steg kraftigt i en række lande i 2008 i forbindelse med finanskrisen.⁵ Stigningen i pengebasen i euroområdet afspejlede primært, at ECB forbedrede bankernes muligheder for at låne i ECB. Det øgede de pengepolitiske udlån. I Danmark steg bankernes indlån i Nationalbanken betydeligt, fra den finansielle uro brød ud i sommeren 2007 til efteråret 2008, jf. figur 5, samtidig med at de pengepolitiske udlån steg. Stigningen i pengepolitiske ud- og indlån skyldtes, at likviditetsberedskabet blev øget i form af indskudsbeviser, som bankerne kan anvende til at skaffe likviditet ved Nationalbankens markedsoperationer.

Hvis pengebasen ændrer sig, afspejler det sig i ændringer i andre poster på centralbankens balance. Øgede pengepolitiske udlån vil pr. defi-

nition vise sig som øgede indlån i centralbanken, hvis de øvrige poster er uændrede. Centralbanken kan dermed ikke nettofinansiere bankerne under ét ved at øge sine udlån. Enkeltbanker kan øge nettolåntagningen i centralbanken, men det vil modsvares af, at andre banker reducerer deres nettolån i centralbanken.

En forbedring af adgangen til pengepolitiske lån, der resulterer i, at centralbankens ud- og indlån forøges, kan dog understøtte bankernes udlån til husholdninger og virksomheder. Det sker dels ved at give bankerne større sikkerhed om deres likviditetssituation, dels ved at give banker, som har vanskeligt ved at låne i markedet, adgang til finansiering.

En stigning i pengebasen kan også afspejle ændringer i andre poster på centralbankens balance end pengepolitiske udlån. Andre poster end pengepolitiske ud- og indlån betegnes de autonome poster. På aktivsiden er det fx valuta-reserven og centralbankens beholdning af indenlandske værdipapirer. På passivsiden er det fx statens konto i centralbanken. Eksempelvis kan stigningen i pengebasen i USA især tilskrives den amerikanske centralbank, Federal Reserve, store opkøb af værdipapirer. Den køber værdipapirerne af bankerne, hvis indlån i Federal Reserve stiger i den forbindelse.

⁴ Se Spange og Toftdahl (2014) for en introduktion til Nationalbankens implementering af pengepolitikken.

⁵ For en beskrivelse af udviklingen i pengebasen i en række lande i forbindelse med finanskrisen, se Anderson mfl. (2010).

Udsvingene i pengebasen i Danmark, siden finanskrisen brød ud, har i høj grad været knyttet til udviklingen i valutareserven, jf. Dam og Risbjerg (2009). Pengebasen faldt kraftigt i slutningen af 2008 i forbindelse med et betydeligt interventionsalg af valuta i oktober.⁶ Efterfølgende steg den, da valutareserven blev øget. Når Nationalbanken køber valuta af bankerne, krediteres deres folio-konti, og deres indlån i Nationalbanken øges.

Pengebasen faldt fra midten af 2009, hvor Nationalbanken indførte en marginal mellem renten på pengepolitiske udlån og indskudsbeviser. Det skulle tilskynde bankerne til at udligne likviditetsforskelle indbyrdes frem for at benytte Nationalbankens ud- og indlånsfaciliteter. Det reducerede de pengepolitiske ud- og indlån, og bruttopositionerne var så godt som forsvundet i begyndelsen af 2010.

Stigningen i pengebasen i løbet af 2012 skete, da Nationalbanken opkøbte betydelige mængder valuta i lyset af den tendens til styrkelse af kronen, som var et resultat af statsgældskrisen i en række eurolande.⁷ Nationalbanken åbnede desuden for 3-årige udlån, så de pengepolitiske ud- og indlån steg lidt. Den seneste tendens til fald kan bl.a. tilskrives indfrielse af 3-årige lån og en reduktion i valutareserven.

De forholdsvis store ændringer i folioindeståendet siden midten af 2012 hænger sammen med, at foliorammerne blev ændret i forbindelse med, at Nationalbankens indskudsbevisrente blev negativ, og i begyndelsen af 2014 igen blev positiv.⁸

Pengebasen, pengemængden og bankernes udlån

Nogle fremstillinger giver indtryk af, at det giver bankerne ekstra midler til at låne ud, hvis pengebasen øges, og at der er en tæt forbindelse mellem pengebasen og bankernes udlån.⁹ Sammenhængen udtrykkes ofte ved kreditmultiplikationsmodellen, ifølge hvilken centralbanken gennem pengebasen kan styre bankernes udlån og pengemængden.¹⁰ Hvis pengebasen stiger, fører det ifølge modellen til, at pengemængden og

bankernes udlån stiger, og der antages at være et stabilt forhold mellem pengebasen og henholdsvis pengemængden og bankernes udlån.

Kreditmultiplikationsmodellen er baseret på, at bankernes mellemværender med centralbanken samt deres ind- og udlån kan betragtes isoleret uden hensyn til bankernes øvrige aktiviteter. En sådan beskrivelse er for simpel.

I praksis spiller pengebasen ingen væsentlig rolle for, hvor stor hverken pengemængden eller bankernes udlån er. Nationalbanken styrer ikke pengemængden og bankernes udlån via pengebasen. Nationalbanken er derimod parat til at imødekomme den private sektors efterspørgsel efter kontanter, ligesom bankerne selv frit kan bestemme deres samlede indlån i Nationalbanken ved via de ugentlige markedsoperationer at købe indskudsbeviser. Bankernes samlede indestående på folio er underlagt et loft for at begrænse den likviditet, der umiddelbart kan anvendes til at spekulere mod kronen. Indlån i centralbanken kan ses som et af flere likvide aktiver på bankernes balance. Ændringer i pengebasen bidrager heller ikke rent statistisk til at forudsige ændringer i pengemængden og bankernes udlån.¹¹

BANKERNES BALANCER

Bankerne spiller en central rolle for, hvordan pengemængden udvikler sig, og indskud fra husholdninger og virksomheder er det største passiv på bankernes balance, jf. figur 6. Den største modpost til indlånet er bankernes udlån. Sammensætningen af deres aktiver og passiver afspejler spillet mellem bankerne og de øvrige finansielle og ikke-finansielle aktører i økonomien, herunder husholdninger, ikke-finansielle virksomheder og realkreditinstitutter. Det betyder, at udviklingen i bankernes ind- og udlån og dermed i pengemængden er et resultat af mange forskelligartede transaktioner.

6 Statens udstedelse af en 30-årig obligation i december 2008 reducerede også bankernes indlån i Nationalbanken i forbindelse med, at indeståendet på statens konto i Nationalbanken blev øget.

7 Jf. Jørgensen og Risbjerg (2013).

8 Jf. Jørgensen og Risbjerg (2012).

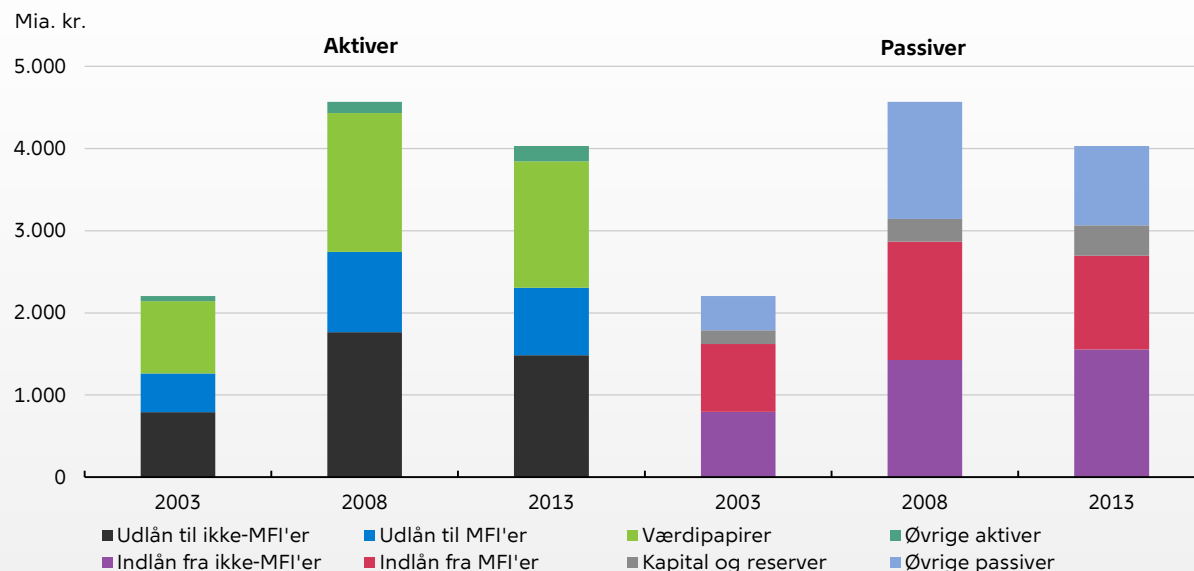
9 Borio og Disyatat (2009) refererer til dette synspunkt, men afviser selv, at der er en sådan tæt sammenhæng.

10 Jf. Mishkin (2004) for en gennemgang af modellen.

11 Pengebasens evne til at forudsige udviklingen i pengemængden og bankernes udlån er konkret undersøgt ved såkaldte Granger-kausalitetstests. Her søges ændringer i henholdsvis indlånene i bankerne, som indgår i pengemængden, og bankernes udlån forklaret ved egne laggede ændringer og ændringer i deres indlån i Nationalbanken. Hypotesen om, at ændringer i bankernes indlån i Nationalbanken ikke bidrager til at forudsige ændringer i henholdsvis indlån og udlån, kan ikke afvises.

Pengeinstitutternes balance

Figur 6



Anm.: Data er ultimo værdier. Som følge af overgangen til en ny MFI-statistik er der brud i data i 2013. Værdipapirer inkluderer obligationer, aktier, derivater og indskudsbeviser udstedt af Nationalbanken. Udlån til og indlån fra MFI'er inkluderer bl.a. mellemværender med institutternes udenlandske enheder samt centralbanker med undtagelse af køb af indskudsbeviser i Nationalbanken. Øvrige aktiver inkluderer bl.a. kassebeholdning. Øvrige passiver inkluderer bl.a. udstedte gældsinstrumenter og derivater. Balancen er ikke konsolideret.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

På passivside kan bankerne finansiere deres udlån via indlån, men også ved at låne på penge- og kapitalmarkederne. Sidstnævnte mulighed blev benyttet i betydeligt omfang frem mod 2008, hvor væksten i indlånet ikke fulgte med væksten i udlånet. Det resulterede i, at der blev opbygget et stort indlånsunderskud i den danske banksektor under ét, som blev finansieret via udenlandsk låntagning. Indlånsunderskuddet er efterfølgende blevet vendt til et indlånsoverskud.

Sammensætningen af bankernes finansiering afhænger bl.a. af omkostninger og risici. De kan fx øge finansieringen via indlån ved at forhøje indlånsrenten og dermed tilskynde husholdningerne og virksomhederne til at øge deres indlån. Indlånene i bankerne er generelt bestemt af husholdningernes og virksomhedernes efterspørgsel efter penge til at gennemføre transaktioner og af forrentningen på indlån sammenlignet med afkastet ved at investere i andre finansielle fordringer. På aktivside er udlån bestemt af efterspørgslen efter lån og af bankernes vurdering af afkast og risici ved at foretage udlån.

BANKERNES UDLÅN OG PENGEMÆNGDEN

Som bankvæsnets er indrettet, vil det ofte være sådan, at udlån skaber indlån. Når en bank yder et lån til en husholdning eller en virksomhed, vil provenuet fra lånet i første omgang blive krediteret låntagerens bankkonto. Et udlån vil derfor ofte i første omgang blive modsvarer af et tilsvarende indlån og dermed af en stigning i pengemængden. Der kan efterfølgende ske flere ting med indlånet.

En mulighed er, at det står uberørt, hvorved det vil have en varig effekt på pengemængden. Alternativt kan det bruges til at indfri anden gæld til banksektoren, så pengemængden kun bliver udvidet kortvarigt. Lån optages ofte med henblik på at betale for en vare, en tjenesteydelse eller et investeringsgode. Det vil typisk indebære, at beløbet overføres til en konto, der tilhører en anden husholdning eller virksomhed.

Hvis låneprovenuet bruges til en betaling, vil modtageren af betalingen i nogle tilfælde benytte lejligheden til at indfri egen bankgæld. Derved reduceres pengemængden igen. Alternativt kan vedkommende vælge at lade pengene stå som et indlån på sin egen konto eller bruge pengene.

Hvad der videre sker med pengemængden, afhænger af, hvad den næste modtager af pengene foretager sig.

Pengemængden påvirkes ikke kun i forbindelse med udlån. Indlån og dermed pengemængden påvirkes hver gang, en husholdning eller en virksomhed køber eller sælger finansielle aktiver, som ikke indgår i pengemængden, af eller til banksektoren (inkl. Nationalbanken). Hvis en husholdning fx køber en obligation af sin bank, vil husholdningens indlån, og dermed pengemængden, blive reduceret svarende til obligationens værdi. Desuden overføres der løbende indskud mellem indenlandske og udenlandske resider. Udenlandske resideres indskud i danske banker indgår ikke i pengemængden, som derfor påvirkes af sådanne overførsler.

Også realkreditinstitutternes långivning påvirker pengemængden. Når en husholdning eller en virksomhed optager lån i et realkreditinstitut, krediteres provenuet i første omgang låntagerens bankkonto. Realkreditinstitutterne finansierer deres udlån ved at udstede realkreditobligationer. Det aktiv, som skabes på realkreditinstitutets balance, modsvares derfor på passivside af en stigning i udstedte obligationer. De kan fx blive købt af en bank, hvorefter de vil figurere på bankens aktivside og dermed modsvare den stigning i bankens indlån, der opstod i forbindelse med lånet. Dette køb påvirker ikke pengemængden.

BANKERNE OG SAMFUNDSØKONOMIEN

Bankernes vigtigste funktion er at kanalisere likviditet fra indskydere til låntagere. Da indlånene ofte har kort eller ingen binding, mens udlånene har en længere løbetid, indebærer det, at bankerne laver løbetidstransformation. Som långiver er det bankernes rolle at vurdere kreditværdigheden hos potentielle nye låntagere, ligesom de løbende må overvåge, om de eksisterende låntagere opfylder deres forpligtelser. Ofte udvikler bankerne længevarende relationer til deres kunder, hvilket letter denne proces.

Bankerne kan som følge af deres store antal kunder sprede risikoen. Hvis långivningen i stedet fandt sted direkte mellem husholdninger og virksomheder, ville den enkelte långiver være langt mere påvirket af, om de enkelte låntagere var i stand til at servicere deres gæld.

Et velfungerende bankssystem indebærer, at ind- og udlånet vil kunne stige i situationer med

stor efterspørgsel efter likviditet fra husholdninger og virksomheder. Dermed kan virksomhederne få de lån, som er nødvendige for at kunne investere. Den finansielle sektor medvirker også til, at husholdningerne kan tilrettelægge deres forbrugsprofil over tid, så forbruget i perioder med lav indkomst kan overstige indkomsten. Den gæld, der derved opstår, kan afdrages i perioder med højere indkomst. Det er også relevant ved fx hus- og bilkøb.

Hvor vigtigt et velfungerende bankssystem er, understreges af erfaringerne fra episoder, hvor den finansielle sektor har været i forskellige former for kriser. Reinhard og Rogoff (2009) viser, at alvorlige bankkriser typisk er forbundet med dybe og langvarige realøkonomiske tilbageslag. Studier på tværs af lande indikerer desuden, at det bidrager positivt til et lands økonomiske vækst, at den finansielle sektor har en vis størrelse. Der er dog også indikationer på, at den finansielle sektor kan blive for stor og trække uhensigtsmæssigt mange ressourcer væk fra den øvrige del af økonomien, hvor de kunne have været anvendt mere produktivt.¹²

FORHOLD BAG PENGE- OG KREDITUDVIKLINGEN

Penge- og kreditudviklingen bestemmes overordnet set af efterspørgslen fra husholdninger og virksomheder og af markedsforholdene i banksektoren i bred forstand, herunder de rammer, der regulerer den finansielle sektor. I sidste ende er det dog den førte pengepolitik, der afgør, hvor mange penge den private sektor efterspørger. Det er tilfældet på trods af, at pengepolitikken ikke eksplicit tager højde for udviklingen i pengemængden. De følgende afsnit belyser, hvad de forskellige faktorer betyder for penge- og kreditudviklingen.

EFTERSPØRGSLEN EFTER PENGE OG LÅN

Bankernes ind- og udlån er i høj grad bestemt af husholdningernes og virksomhedernes efterspørgsel givet de renter på ind- og udlån, som bankerne fastsætter. For at belyse dette opstiller og estimerer vi to simple empiriske modeller for

¹² Se Abildgren mfl. (2013) og referencerne deri.

efterspørgslen efter henholdsvis penge og lån i Danmark. Modellerne er uafhængige af hinanden, men indeholder nogle af de samme forklarende variable, bl.a. indenlandsk efterspørgsel, som er et mål for den økonomiske aktivitet, samt ejendomsformuen.

Efterspørgslen efter penge

Pengeefterspørgslen i Danmark kan beskrives ved hjælp af den indenlandske efterspørgsel, renten på indlån, den 30-årige realkreditrente og husholdningernes ejendomsformue, jf. boks 2.¹³ Modellen viser, at efterspørgslen efter penge stiger i takt med den indenlandske efterspørgsel. Det skyldes, at behovet for at gennemføre transaktioner stiger. Den stiger også, hvis indlånsrenten stiger. En stigning i den 30-årige realkreditrente øger alternativomkostningen ved at holde penge og får dermed pengeefterspørgslen til at falde. Modellen viser desuden, at en stigning i ejendomsformuen øger pengeefterspørgslen.

Den danske pengeefterspørgsel er senest modelleret af Andersen (2004). Analysen indeholdt ikke ejendomsformuen. Modellen kan imidlertid ikke opfange den kraftige stigning i pengemængden, der fandt sted efter 2002. Udfordringerne med at beskrive pengeefterspørgslen efter 2002 er ikke et isoleret dansk fænomen. For USA og euroområdet er der tegn på, at den frem til 2007 kan forklares ved at medtage ejendomsformuen, jf. bl.a. Greiber og Setzer (2007) samt Beyer (2009). Det er også tilfældet for Danmark, idet beskrivelsen af udviklingen i pengemængden forbedres mærkbart, når vi medtager ejendomsformuen i modellen.

Sammenhængen mellem ejendomsformue og pengeefterspørgsel kan tilskrives flere forhold. For det første falder stigninger i ejendomsformuen typisk sammen med højere omsætning på boligmarkedet. Det kan medføre en højere efterspørgsel efter boliglån, hvilket i nogen grad vil resultere i større indlån. For det andet kan højere ejendomsformue via en formueeffekt indebære, at husholdninger og virksomheder ændrer sammensætningen af deres balance. Det kan medføre ændringer i efterspørgslen efter penge og lån. For det tredje vil en stigning i ejendomsformuen øge værdien af husholdningernes og virksomhe-

dernes sikkerhedsstillelse og dermed give bedre muligheder for at låne, ligesom højere boligpriser alt andet lige øger det beløb, som en potentiel køber har behov for at låne. Det større udlån vil typisk følges af et større indlån, og så stiger pengemængden.

I Danmark kan sammenhængene være forstærket af produktudviklingen inden for boligfinansiering i begyndelsen af 2000'erne. Ifølge Dam mfl. (2011) kan over halvdelen af den kraftige stigning i boligpriserne i 2000'erne forklares med, hvor udbredte rentetilpasningslån og afdragsfrie lån blev. De spillede hver især en omtrent lige stor rolle. Desuden indførte pengeinstitutterne i 2003 såkaldte prioritetslån mod sikkerhed i boligen. Det kan også have bidraget til at øge både udlån og indlån.¹⁴

Efterspørgslen efter lån

Udlånet i Danmark kan beskrives ved en simpel model, som indeholder indenlandsk efterspørgsel, renten på udlån og ejendomsformuen.¹⁵ Modellen viser, at udlånet alt andet lige stiger, når den indenlandske efterspørgsel stiger, fordi det øger efterspørgslen efter midler til at gennemføre økonomiske transaktioner, fx investeringer. Desuden kan en stigning i den økonomiske aktivitet være en indikator for højere fremtidige indkomster. I det omfang husholdningerne tager højde for fremtidige indkomster, når de tilrettelægger deres forbrug, kan det øge efterspørgslen efter lån.

Modellen viser også, at udlånet falder, hvis udlånsrenten stiger. Desuden er der en positiv sammenhæng mellem ejendomsformuen og udlånet. Hvis formuen øges, forbedres mulighederne for at låne, da formuen kan bruges som sikkerhed for lån. Stigende ejendomspriser kan også øge efterspørgslen efter lån til at købe fast ejendom.

Generelt beskriver modellen udviklingen i udlånet godt, men den kan ikke helt forklare den usædvanligt store kreditudvidelse op til finanskrisen. I perioden 2005-07 er der tendens til, at det estimerede udlån ligger under det faktiske. Perioden var præget af store boligprisstigninger, men de kan altså ikke forklare hele stigningen i

13 Den danske pengeefterspørgsel er tidligere estimeret af Christensen og Jensen (1987), Hansen (1996) og Andersen (2004).

14 Se Risbjerg (2006) for en diskussion af sammenhængen mellem pengemængde og boliglån.

15 For lignende estimationer for andre lande, se fx Calza, Manrique og Sousa (2006), Gerlach og Peng (2005), Hofmann (2003 og 2004) og Addison-Smyth, McQuinn og O'Reilly (2009).

udlånet. Modellens manglende evne til at forklare udlånet i den periode er et tegn på, at kreditpoli-

tikken fra penge- og realkreditinstitutternes side var for lempelig.

Estimation af efterspørgsel efter penge og lån

Boks 2

Efterspørgslen efter henholdsvis penge og lån estimeres ved hjælp af hver sin fejlkorrigeringsmodel. Modellerne estimeres uafhængigt af hinanden. Der er således ikke tale om en samlet porteføljemodel, men om individuelle modeller for to af husholdningernes og virksomhedernes vigtigste aktiver og passiver. Modellerne kan skrives som:

$$\Delta y_t = \alpha x_{t-1} + \sum_{i=1}^k \beta_i \Delta x_{t-i} + \omega_t \quad (1)$$

Venstresidevariablen y_t er i de to modeller henholdsvis pengemængden og penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Det første led efter lighedstegnet, αx_{t-1} , består af en vektor af tilpasningskoefficienter α og modellens vektor af variable x_t og udtrykker modellens langsigtsammenhæng. Det næste led efter lighedstegnet indeholder kortsigtdynamikken, hvor k er antal lags. Det sidste led, ω_t , angiver residualerne, som antages at være identiske og uafhængigt normalfordelte. Følgende datavektor er anvendt for henholdsvis låne- og pengeefterspørgslen:

$$x'_t = (m2_t, ytr_t, R_t^{ind}, R_t^{alt}, wh_t)$$

$$x'_t = (udl\ddot{a}n_t, ytr_t, R_t^{ud}, R_t^{alt}, we_t)$$

I den øverste vektor angiver $m2_t$ pengemængden, ytr_t er indenlandsk efterspørgsel, R_t^{ind} er pengeinstitutternes indlånsrente, R_t^{alt} er alternativrenten til placeringer på indlånskonti, mens wh_t angiver husholdningernes ejendomsformue. I den nederste vektor angiver $udl\ddot{a}n_t$ penge- og realkreditinstitutternes samlede udlån til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. R_t^{ud} er penge- og realkreditinstitutternes sammenvejede udlånsrente, og we_t er ejendomsformuen opgjort som summen af husholdningernes ejendomsformue og markedsværdien af erhvervsejendomme.

Små bogstaver betegner variable opgjort i logaritmer. Estimationsperioden er 1. kvartal 1981 til 3. kvartal 2013, og alle serier med undtagelse af renter er sæsonkorrigerede og indgår i nominelle termer. Det ligger i tråd med analysen i Andersen (2004). Vi benytter som udgangspunkt fire lags for førsteordensdifferenserne, fordi der er tale om kvartalsdata. Herefter fjernes variable fra relationen ud fra statistiske kriterier.

Efterspørgslen efter penge

Estimation af fejlkorrigeringsmodellen (1) leder til følgende langsigtsrelation for pengeefterspørgslen:

$$m2_t = \alpha + 0,94^{**}ytr_t + 5,49^{***}R_t^{ind} - 3,54^{**}R_t^{RI30} + 0,30^{**}wh_t$$

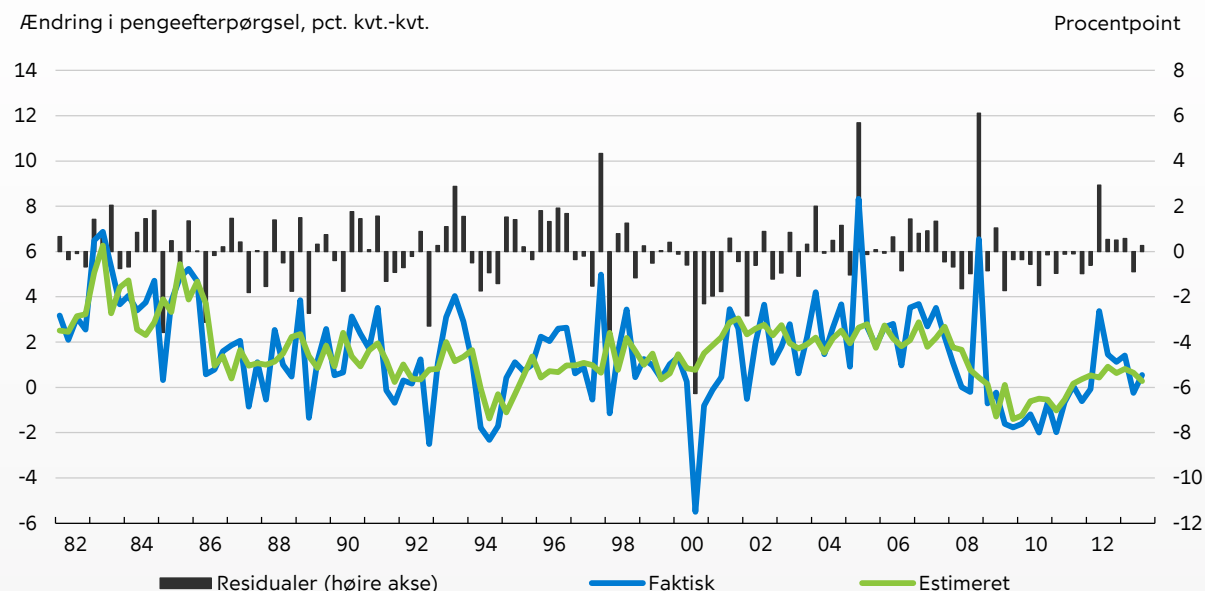
I ligningen angiver *, ** og *** signifikans på henholdsvis 10 pct., 5 pct. og 1 pct. niveau. Alle variable indgår med de forventede fortegn og er signifikante på enten 1 eller 5 pct. niveau. Der er tegn på fejlkorrektion i modellen, således at pengeefterspørgslen efter at være ramt af stød vil søge tilbage mod sit langsigtsniveau. Resultaterne peger på, at en afvigelse mellem den faktiske pengeefterspørgsel og langsigtsniveauet for pengeefterspørgslen indsnævres med ca. 10 pct. pr. kvartal.

Estimatet på indenlandsk efterspørgsel indikerer, at pengeefterspørgslens elasticitet med hensyn til transaktionsomfanget er tæt på 1. Det betyder, at pengeefterspørgslen bevæger sig i takt med transaktionsbehovet på langt sigt, hvilket stemmer overens med tidligere analyser af den danske pengeefterspørgsel. Indlånsrenten er stærkt signifikant, og estimatet viser, at pengemængden stiger ca. 5,5 pct., hvis indlånsrenten stiger med 1 procentpoint.

Hvad angår alternativrenten, har den 30-årige realkreditrente, R_t^{RI30} , de bedste egenskaber for modellen. Den store udbredelse af realkreditlån i Danmark giver husholdningerne mulighed for enten at købe realkreditobligationer eller at afbetale på deres realkreditlån frem for at placere på indlånskonti, hvis realkreditrenten stiger. Det leder til et fald i pengeefterspørgslen. Endelig viser husholdningernes ejendomsformue sig også at være signifikant med en koefficient på 0,30. Det betyder, at pengeefterspørgslen stiger 0,30 pct., hvis ejendomsformuen stiger med 1 pct.

Inddragelsen af ejendomsformuen er afgørende for modellens stabilitet efter 2002. Hvis modellen estimeres frem til 3. kvartal 2013 uden at inkludere ejendomsformuen, fås et betydeligt højere estimat på koefficienten til den indenlandske efterspørgsel. Hvis ejendomsformuen udelades, bliver alternativrenten desuden insignifikant. Begge dele indikerer, at modellen, hvor ejendomsformuen udelades, ikke er vel-specificeret. Modellen har en forklaringsgrad målt ved R^2 på 0,42. Der er dermed en del variation i pengeefterspørgslen, som den ikke kan forklare. De fleste statistiske antagelser er opfyldt, herunder fravær af autokorrelation og heteroskedasticitet. Der er dog problemer med normalitetsantagelsen, hvilket kan tilskrives enkelte store residualer, jf. figur nedenfor. Problemet kan fjernes ved at inkludere dummyvariable for kvartalerne med de største residualer. Generelt ligger modellens skøn for udviklingen i pengemængden under den faktiske udvikling fra 2004 til udgangen af 2007. De kraftige boligprisstigninger er dermed ikke tilstrækkelige til at forklare løftet i pengemængden i den periode.

Ændringer i pengemængden, faktisk og estimeret



Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Efterspørgslen efter lån

For at få den bedst mulige beskrivelse af sammenhængen mellem låneefterspørgslen og realøkonomien afgrænses erhvervsudlånene til ikke-finansielle selskaber. Lånebeslutninger i fx forsikringsselskaber og andre finansielle formidlere kan være baseret på finansielle hensyn, hvilket kan føre til større udsving i udlånene til den finansielle sektor, jf. fx ECB (2014).

Estimation af fejlkorrektionsmodellen (1) leder til følgende langsigtssrelation for låneefterspørgslen:

$$udl\ddot{a}n_t = \alpha + 0,33 * ytr_t - 1,33 * R_t^{ud} + 0,82^{***} we_t$$

Koefficienterne til variablene har de forventede fortegn. Der er tegn på fejlkorrektion i modellen, således at udlånet efter at være ramt af stød vil søge tilbage mod sit langsigtssniveau. Resultaterne peger på, at en afvigelse mellem det faktiske udlån og langsigtssniveauet for udlån indsnævres med omkring 6 pct. pr. kvartal.

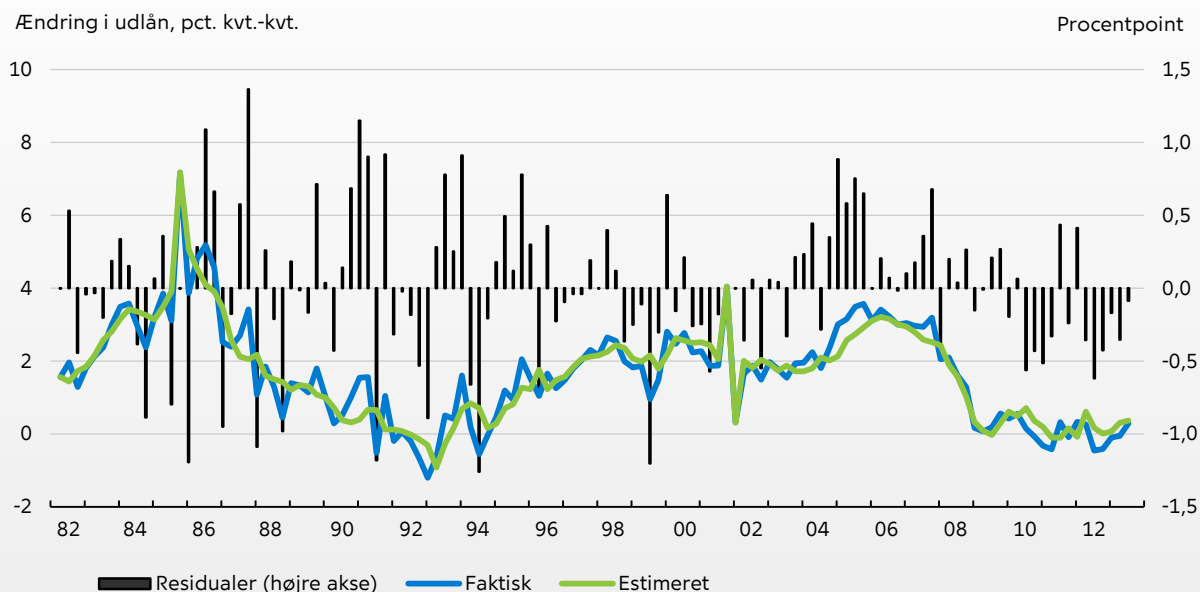
Både den indenlandske efterspørgsel og udlånsrenten indgår i den viste langsigtssrelation, men de er kun signifikante på 10 pct. niveau. De to variable tager forklaringskraft fra hinanden. Det afspejler, at der over estimationsperioden er en positiv trend i indenlandsk efterspørgsel og en negativ trend i udlånsrenten. Koefficienterne til både efterspørgslen og renten ændres, og deres statistiske signifikans øges, hvis de medtages uden den anden variabel. Statistisk set er der ikke den store forskel på en model med enten den inden-

landske efterspørgsel eller udlånsrenten og en med begge variable.

Koefficienten til den indenlandske efterspørgsel er også afhængig af, hvilken ejendomsformue der indgår i modellen. Medtages fx kun husholdningernes ejendomsformue, svækkes forklaringskraften fra den indenlandske efterspørgsel, og de positive residualer i 2005-07 tenderer mod at blive mindre. Koefficienten til ejendomsformuen er signifikant på 1 pct. niveau. En stigning i ejendomsformuen på 1 pct. øger alt andet lige udlånene med 0,8 pct. Modellen viser tegn på heteroskedasticitet i residualerne. Herudover er modellen generelt velspecificeret ud fra gængse misspecifikations-test. Der er inkluderet dummyvariable i 4. kvartal 1985, 4. kvartal 2001 og 1. kvartal 2002 for at sikre, at residualerne er normalfordelte. Modellen fanger overordnet udsvingene i udlånene godt og har en forklaringsgrad målt ved R^2 på 0,85. Residualerne er overvejende positive i perioden 2005-07. Som for pengemængden kan den betydelige vækst i udlånene op til finanskrisen altså ikke fuldt ud forklares ved de store prisstigninger på ejendomme. Efter 2007 er residualerne overvejende negative. Kreditudviklingen siden finanskrisen har dermed været lidt svagere, end modellen forudsiger.

Udviklingen i kreditgivningen kan også påvirkes af udbudsforhold. Empiriske studier peger dog på, at udbudsfejderne på udviklingen i udlån er begrænsede i Danmark, jf. Drejer mfl. (2011), Abildgren og Kuchler (2013) og Abildgren (2013).

Ændringer i udlån fra penge- og realkreditinstitutter, faktisk og estimeret



Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

MARKEDSFORHOLDENE I BANKSEKTOREN

Overordnet set fastsætter bankerne renterne og de øvrige vilkår på deres ind- og udlån for at få det størst mulige afkast under hensyntagen til risikoen. De enkelte banker konkurrerer indbyrdes om at foretage udlån og tiltrække indlån. En bank kan låne mere ud, hvis den sætter udlånsrenten ned. For at finansiere det øgede udlån kan banken blive nødt til at forhøje renten på sine indlån, hvilket reducerer dens indtjening. På et tidspunkt vil det derfor ikke være profitabelt at øge udlånet yderligere. På den måde dæmper konkurrence om ind- og udlån sammen med bankernes profitmotiv væksten i udlånene og pengemængden.

Bankerne må hele tiden tage hensyn til de risici, som de løber i forbindelse med deres udlån. Risiciene kan opdeles på likviditetsrisici og kreditrisici.

Likviditetsrisikoen afspejler den løbetidstransformation, som foregår i bankerne. Mens de fleste indlån på kundernes foranledning kan hæves eller flyttes til en anden bank med kort varsel, har udlån som regel en længere løbetid. Det er vigtigt for en bank at have adgang til stabil finansiering. Det kan være i form af indlån fra husholdninger og virksomheder, herunder indlån med bindings-

periode. Den slags indlån er dyrere at tiltrække end anfordringsindskud, da indskyderne kræver en kompensation for at binde deres penge i en bestemt periode. Bankerne kan også vælge at finansiere sig på penge- og kapitalmarkederne, men det betragtes ofte som mindre stabilt end indlån. Det blev tydeligt under finanskrisen, hvor udenlandske banker i stor stil ophørte med at yde lån til de danske banker, jf. Jørgensen mfl. (2011).

Kreditrisikoen afspejler, at nogle af låntagerne erfaringsmæssigt misligholder deres lån. I takt med at en bank udvider sit udlån, kan der være en tendens til, at den i højere grad tiltrækker de mere risikable kunder. I forbindelse med finanskrisen var det i høj grad de banker, der havde haft en kraftig vækst i udlånet i de forudgående år, som måtte afvikles. Både likviditetsrisiko og kreditrisiko lægger derfor en dæmper på ind- og udlånsvæksten i den finansielle sektor.

Når en bank afvejer afkast og risiko, tager den ikke nødvendigvis hensyn til de potentielle samfundsmæssige omkostninger, der kan opstå, hvis den går konkurs, fx finansiell ustabilitet og lavere økonomisk vækst. Bankerne hæfter kun for tab med deres egenkapital. Det kan betyde, at de har et incitament til at tage større risici, fx på

deres udlån, end det er ønskeligt for samfundet som helhed. Den finansielle sektor er bl.a. derfor underlagt omfattende regulering og tilsyn fra myndighedernes side.

Forskellige lande har i perioder haft krav om, at bankerne skulle deponere en bestemt andel af deres indlån i centralbanken. I Danmark blev sådan et reservekrav anvendt i en kort periode i midten af 1980'erne for at begrænse bankernes udlån. Der var tale om et marginalt reservekrav, som indebar, at en del af indlånsvæksten over en given grænse skulle placeres som særlige indskud i Nationalbanken. Nationalbanken anvender ikke længere reservekrav. I dag reguleres bankerne i stedet via krav til likviditet og kapital. I Danmark er det Finanstilsynets opgave at sikre, at bankerne lever op til kravene, som i høj grad følger af international lovgivning.

Andre centralbanker har reservekrav, fx ECB og Federal Reserve. Begrundelsen for Federal Reserves reservekrav har skiftet gennem tiderne. Tidligere blev de fx brugt til at påvirke kreditforholdene og pengemængden. Det er ikke længere tilfældet.

Formålet med reservekrav er i dag typisk at stabilisere de korte renter i pengemarkedet. Reservekravet er formuleret som et krav om, at bankerne over en given periode skal have et vist gennemsnitligt minimumsindestående i centralbanken. Indeståendet forrentes med en højere rente end indlån i centralbanken, der ligger ud over reservekravet. Det tilskynder bankerne til at udlåne likviditet i pengemarkedet, når den korte pengemarkedsrente er høj i forhold til renten på reservekravsindeståendet. Omvendt har bankerne incitament til at holde rigelige reserver i perioder, hvor pengemarkedsrenten er lav. Reservekravet bidrager således til at udjævne udsving i de korte pengemarkedsrenter.

PENGEPOLITIKKEN

Pengemængden spiller ikke en central rolle for pengepolitikken i de fleste centralbanker. Internationalt er den mest udbredte pengepolitiske målsætning, at inflationen skal ligge på et stabilt lavt niveau. Det afgørende er altså ikke, hvor mange penge der er i omløb, men at pengenes værdi eller købekraft udvikler sig stabilt.

Nationalbanken har ingen målsætning for udviklingen i pengemængden. I Danmark tilrettelægges pengepolitikken med henblik på at holde

en fast kronekurs over for euro. Da pengepolitikken i euroområdet er tilrettelagt med lav og stabil inflation for øje, betyder det, at vi også herhjemme opnår en stabil prisudvikling. Pengemængden vil derfor blot udvikle sig i overensstemmelse med den overordnede pengepolitiske målsætning.

Det betyder ikke, at pengepolitikken er uvæsentlig for udviklingen i pengemængden. Nationalbanken implementerer pengepolitikken ved at fastsætte de pengepolitiske renter, dvs. renterne på Nationalbankens ud- og indlånsfaciliteter.¹⁶ De er afgørende for pengemarkedsrenterne, som slår igennem på bankernes ind- og udlånsrenter.¹⁷ Renterne påvirker direkte efterspørgslen efter ind- og udlån og dermed også pengemængden samt den økonomiske aktivitet, der også påvirker efterspørgslen efter ind- og udlån.

LITTERATUR

Abildgren, Kim (2006), Monetære udviklingstendenser og konjunkturcykler i Danmark siden 1875, *Danmarks Nationalbank Working papers*, nr. 43.

Abildgren, Kim (2012), Financial structures and the real effects of credit-supply shocks in Denmark 1922-2011, *Danmarks Nationalbank Working papers*, nr. 78.

Abildgren, Kim, Mark Strøm Kristoffersen, Nicolai Møller Andersen og Andreas Kuchler (2013), Produktivitet og omkostningseffektivitet i den finansielle sektor i Danmark, *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, del 2.

Abildgren, Kim og Andreas Kuchler (2013), Pengeinstitutter, kredit og konjunktur, *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 2.

Addison-Smyth, Diarmaid, Kieran McQuinn og Gerard O'Reilly (2009), Modelling credit in the Irish mortgage market, *Central bank & Financial Services Authority of Ireland Research Technical Paper*, november.

¹⁶ Se Spange og Toftdahl (2014) for en gennemgang af Nationalbankens implementering af pengepolitikken i Danmark.

¹⁷ Se Drejer mfl. (2011) for en analyse af gennemslaget fra de pengepolitiske renter til detailrenterne.

Andersen, Allan Bødskov (2004), Money Demand in Denmark 1980-2002, *Danmarks Nationalbank Working papers*, nr. 18.

Anderson, Richard G., Charles S. Gascon og Yang Liu (2010), Doubling your monetary base and surviving: Some international experience, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, november/december.

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.

Beyer, Andreas (2009), A stable model for euro area money demand – Revisiting the role of wealth, *ECB Working papers*, nr. 1111, november.

Borio, Claudio og Piti Disyatat (2009), Unconventional monetary policies: an appraisal, *BIS Working papers*, nr. 292.

Calza, Alessandro, Marta Manrique og João Sousa (2006), Credit in the euro area: An empirical investigation using aggregate data, *The Quarterly Reviews of Economics and Finance*, nr. 46.

Christensen, Anders Møller og Hugo Frey Jensen (1987), Den danske pengeefterspørgsel 1975-1986, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, nr. 2.

Dam, Niels Arne og Lars Risbjerg (2009), Centralbankernes tiltag og balancer under krisen, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougard Thamsborg (2011), Udviklingen på ejerboligmarkedet i de senere år – Kan boligpriserne forklares?, *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, del 2.

Drejer, Peter A., Marianne C. Koch, Morten H. Rasmussen, Morten Spange og Søren V. Sørensen (2011), Hvordan virker pengepolitikken i Danmark?, *Danmark Nationalbank, Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 2.

ECB (2014), Extensions to the models for assessing money and credit, *Monthly Bulletin*, februar.

Gerlach, Stefan og Wensheng Peng (2005), Bank lending and property prices in Hong Kong, *Journal of Banking and Finance*, nr. 29.

Greiber, Claus og Ralph Setzer (2007), Money and housing – evidence for the euro area and the US, *Deutsche Bundesbank Discussion paper*, nr. 12.

Hansen, Niels Lynggård (1996), Pengeefterspørgslen i Danmark, *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, august.

Hofmann, Boris (2003), Bank lending and property prices: Some international evidence, *Hong Kong Institute for Monetary Research Working papers*, nr. 22.

Hofmann (2004), The determinants of bank credit in industrialized countries: Do property prices matter?, *International Finance*, bind 7, del 2.

Jørgensen, Anders, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg (2011), Penge- og valutamarkedet under krisen, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 2.

Jørgensen, Anders, Christoffer Christen Larsen og Lars Risbjerg (2013), Har kronen været en sikker havn under statsgældskrisen?, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 1.

Jørgensen, Anders og Lars Risbjerg (2012), Negative renter, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, del 1.

McLeay, Michael, Amar Radia og Ryland Thomas (2014a), Money creation in the modern economy, *Bank of England, Quarterly Bulletin*, 1. kvartal.

McLeay, Michael, Amar Radia og Ryland Thomas (2014b), Money in the modern economy: an introduction, *Bank of England, Quarterly Bulletin*, 1. kvartal.

Mishkin, Frederic S. (2004), The economics of money, banking and financial markets, *International Edition*, Addison-Wesley, 7. udgave.

Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff (2009), *This time is different*, Princeton University Press.

Risbjerg, Lars (2006), Pengemængdevækst, inflation og konjunkturudvikling, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Spange, Morten og Martin Wagner Toftdahl (2014), Fastkurspolitik i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

STRAKSOVERFØRSLER AF PENGE I DANMARK

Morten Fremmich Andresen,
Bank- og Markedsafdelingen
og Lars Egeberg Jensen,
Betalingsformidlingsafdelingen.

INDLEDNING

I november 2014 bliver det muligt for borgere og virksomheder i Danmark at overføre penge øjeblikkeligt, døgnet rundt alle årets dage, mod i dag, hvor der kan gå flere dage, før en betaling når frem til modtageren.

Muligheden for at foretage sådanne *straksoverførsler* er kulminationen på en modernisering af den danske betalingsinfrastruktur, som er gennemført i et samarbejde mellem den finansielle sektor og Nationalbanken.

Moderniseringen har sin baggrund i en rapport¹ udarbejdet af Arbejdsgruppen om nationale betalingsoverførsler. I rapporten blev en række tiltag identificeret, som alle har til formål at forkorte tidsrummet, fra en betaling sendes, til den modtages. Hurtigere gennemførelse af betalinger giver en række fordele for borgere og virksomheder. Samtidig forberedes infrastrukturen på de nye, mobile betalingsløsninger, der fremkommer på markedet og allerede nu skaber forventning hos brugerne om øjeblikkelig gennemførelse af betalinger.

Førhen har overførsler mellem bankkonti i to forskellige pengeinstitutter mindst taget en dag. I efteråret 2013 blev systemet *Intradagclearingen* indført, der giver mulighed for at overføre penge inden for samme dag, såkaldte *samedags-overførsler*.

Det sidste af rapportens tiltag er, at indføre systemet *Straksclearingen*, som gør det muligt

at foretage straksoverførsler. Det er konto til konto-overførsler på op til 500.000 kr., som kan gennemføres med det samme døgnet rundt alle årets dage.

Denne artikel beskriver Straksclearingen. Indledningsvist beskrives, hvordan borgere og virksomheder får mulighed for at overføre penge straks. Derefter beskrives de omfattende ændringer i den danske betalingsinfrastruktur, som etableringen af straksoverførsler medfører. Sidst i artiklen gennemgås erfaringerne med samedags-overførsler.

STRAKSOVERFØRSLER

Borgeres og virksomheders daglige detailbetalinger foretaget fx med dankort, via netbank eller Betalingsservice gennemføres i en infrastruktur, som sørger for, at der overføres beløb mellem betalingsafsenders og betalingsmodtagers pengeinstitutter. Straksclearingen er et nyt system, der sammen med de eksisterende systemer, Intradagclearingen og Sumclearingen, vil udgøre kernen i den danske infrastruktur for detailbetalinger, se boks 1.

Straksclearingen indføres i november 2014 og giver pengeinstitutternes kunder mulighed for at foretage konto til konto-overførsler, fx netbanktransaktioner, der er modtageren i hænde, umiddelbart efter overførslen er foretaget. Overførslerne benævnes straksoverførsler, kan foretages

1 Se Danmarks Nationalbank (2012).

Med lanceringen af Straksclearingen i november 2014, og dermed afslutningen på moderniseringsprojektet, forbedres infrastrukturen for detailbetalinger. I stedet for ét system, Sumclearingen, til at afvikle detailbetalinger vil der fremover være tre: Sumclearingen, Intradagclearingen og Straksclearingen. Systemerne ejes af Finansrådet, mens driften er udliciteret til Nets. Systemerne adskiller sig ved at have forskellige afviklingstider og ved at håndtere forskellige betalingsløsninger. De tre systemer beskrives kort herunder.

Sumclearingen

I Sumclearingen afvikles mange af de tilgængelige betalingsløsninger i Danmark. Sumclearingen er et nettoafviklingssystem, og der afregnes mellem pengeinstitutterne om natten efter bankdage. Institutternes nettoposition i Sumclearingen opgøres på baggrund af to adskilte forløb, kaldet delclearinger. I den ene, den dokumentløse clearing, foregår opgørelsen decentralt hos institutternes datacenter. Her indgår betalinger foretaget af institutternes egne kunder, fx betaling af indbetalingskort og indløsning af checks, samt transaktioner foretaget i det enkelte institut af andre institutters kunder, fx kontanthævninger i automater. Konto til konto-overførsler var tidligere en del af den dokumentløse clearing. I den anden delclearing, PBS-clearingen, opsamles betalingerne centralt hos Nets, det tidligere PBS.

Betalingerne i denne clearing inkluderer bl.a. Betalings-service og dankortbetalinger via terminaler og internettet. Institutternes kunder oplever typisk, at der går en bankdag, før modtageren af en betaling i Sumclearingen har beløbet til rådighed på sin bankkonto.

Intradagclearingen

I Intradagclearingen afvikles konto til konto-overførsler, såsom netbankoverførsler. Intradagclearingen er et nettoafviklingssystem, og der afregnes mellem pengeinstitutterne flere gange dagligt på bankdage, samt om natten efter en bankdag. Institutternes kunder oplever typisk, at der går nogle timer, før modtageren af en betaling i Intradagclearingen har beløbet til rådighed på sin bankkonto.

Straksclearingen

Som i Intradagclearingen er det konto til konto-overførsler, der afvikles i Straksclearingen. Der er mellem pengeinstitutterne fastsat en øvre beløbsgrænse på 500.000 kr. pr. transaktion. Der afregnes med det samme mellem institutterne, idet Straksclearingen er pre-fundet. Kunderne oplever, at modtageren af en betaling i Straksclearingen har beløbet til rådighed på sin bankkonto med det samme.



Kilde: Danmarks Nationalbank.

døgnet rundt, alle årets dage og har en øvre beløbsgrænse på 500.000 kr.² Det er en forbedring for kunderne i forhold til i dag, hvor gennemførelsen af lignende overførsler typisk varer fra få timer og op til flere dage, hvis der er weekender og banklukkedage. Dette er også tilfældet med eksisterende betalingsløsninger, som fx MobilePay og Swipp, hvor modtager dog får en kvittering

for, at betalingen er afsendt. For virksomheder er Straksclearingen desuden en forbedring i forbindelse med fx salg af større forbrugsgoder, fordi virksomheden øjeblikkeligt kan bekræfte, hvorvidt en straksoverførsel er modtaget. Da betalingen er endelig, er der ingen risiko for, at beløbet efterfølgende tilbageføres, i modsætning til fx en dankortbetaling, hvor der kun er garanti for de første 4.000 kr. af en betaling.

Med indførelsen af Straksclearingen vil mulighederne for hurtig betalingsafvikling i den danske infrastruktur være fuldt på højde med de

2 Det er mellem pengeinstitutterne aftalt, at en straksoverførsel maksimalt kan være på 500.000 kr. Det enkelte institut kan dog individuelt sætte en lavere beløbsgrænse.

lande, Danmark normalt sammenlignes med, jf. Danmarks Nationalbank (2012). Infrastrukturen vil i langt højere grad leve op til kundernes forventninger, ligesom den vil være forberedt til at kunne imødekomme mange af de nye betalingsløsninger, der fremkommer på markedet, som fx mobilbetalinger. I Betalingsrådet (2013) findes en grundig kortlægning af udviklingen inden for udbuddet af betalingsløsninger.

AFVIKLING AF STRAKSCLEARINGEN

En kontohavers indestående i et pengeinstitut er et tilgodehavende. Når en kontohaver foretager en overførsel til en kontohaver i et andet institut, skal tilgodehavendet indløses og erstattes med et tilsvarende tilgodehavende for modtageren på dennes institut. Derfor skal afsenders institut overføre likviditet til modtagers institut. Når en betaling skal gennemføres, skal der derfor ikke blot være penge nok på afsenders konto, men afsenders institut skal også have likviditet nok til at udveksle betalingen med modtagers institut. Udvekslingen af betalingen mellem institutterne foregår i *afviklingssystemer*.

For at pengeinstitutterne kan tilbyde straksoverførsler, kræver det ændringer i infrastrukturen og hos institutterne selv. Hidtil er alle detailbetalinger blevet afviklet i nettoafviklingssystemer, hvor der løbende sker en opsamling af kundernes betalinger. På faste tidspunkter afregner institutterne med hinanden via konti i Nationalbanken på baggrund af summen af deres kunders betalinger. Først herefter er betalingen til rådighed for modtageren. Konceptet medfører imidlertid også, at der går mindst et par timer og op til flere dage, afhængig af hvornår betalingen initieres, fra en betaling er afsendt, til den er modtaget.

Dette ændres imidlertid, når Straksclearingen indføres. Fordi straksoverførsler gennemføres med det samme, kan der ikke som hidtil ske en opsamling af betalinger forud for gennemførelsen af disse. I stedet stiller pengeinstitutterne på forhånd likviditet til rådighed i Nationalbanken. Likviditeten benyttes herefter i takt med, at et instituts kunder modtager eller afleverer betalinger i Straksclearingen.

Såfremt et pengeinstitut ikke har reserveret tilstrækkelig likviditet til, at en kunde kan gen-

nemføre en given betaling, bliver betalingen afvist omgående ved initiering; dvs. at kunden ikke kan gennemføre overførslen. Yderligere likviditet i Straksclearingen opnås enten ved, at instituttet selv stiller mere likviditet til rådighed, eller i takt med at instituttet modtager straksoverførsler. Fordi institutterne ikke på forhånd kender omfanget af deres kunders betalinger i Straksclearingen, stiller det krav til, at institutterne løbende sammenholder deres forbrug i Straksclearingen med størrelsen på deres reservede likviditet. I boks 2 illustreres forløbet, fra en straksoverførsel foretages, til beløbet er til rådighed for modtageren. Gennemførelsestiden for en straksoverførsel begrænses sig til få sekunder.

DELTAGELSE I STRAKSCLEARINGEN

Finansrådet er systemejer af Straksclearingen. Pengeinstitutterne kan deltage som enten direkte eller indirekte deltager. En indirekte deltager indgår en aftale med en direkte deltager og fører konto hos denne. For at være direkte deltager er det et krav, at instituttet fører en foliokonto hos Nationalbanken samt en afviklingskonto til brug for detailbetalinger i danske kroner (benævnes blot *afviklingskontoen* i det følgende).

De fleste pengeinstitutter i Danmark har en foliokonto i Nationalbanken. Foliokontoen er deltagerens hovedkonto, mens en afviklingskonto er en underkonto³ til foliokontoen. Deltageren har adgang til sine konti i Nationalbankens realtidsbruttoafviklingssystem⁴ *Kronos*. På afviklingskontoen kan deltageren reservere likviditet fra foliokontoen til en given afvikling. Når en deltager overfører likviditet fra sin foliokonto til sin afviklingskonto, sendes omgående en meddelelse til Nets om deltagerens indestående på afviklingskontoen. En sådan meddelelse kaldes en *kreditline*, og Nationalbanken indestår juridisk for enhver deltagers aktuelle kreditline. Hver deltager har altid én udestående kreditline hos Nets, døgnet rundt alle årets dage. Når deltagerne har afviklingskonti dedikeret til særlige formål frem for

3 Der findes ligeledes afviklingskonti til brug for værdipapirafvikling, VP, og valutahandelsafvikling, CLS.

4 Et *realtidsbruttoafviklingssystem*, også kaldet RTGS-system, er et betalingssystem, hvor hver betaling afvikles enkeltvist og øjeblikkeligt. RTGS-systemer anvendes af finansielle institutter til at afvikle store og/eller tidskritiske betalinger, fx pengemarkedsforretninger, valutahandler og pengesiden af værdipapirhandler. Disse systemer benyttes desuden til afvikling af nettopositioner fra nettoafviklingssystemer, som fx Sum- og Intradagclearingen.

blot en foliokonto, kan de selv disponere likviditeten til de forskellige afviklinger.

Driften af Sum-, Intradag- og Straksclearingen varetages af Nets sammen med *Likviditetsmodul*et. Hos Nets modtages kreditlines for deltagerne i Likviditetsmodul. Her fordeles den enkelte kreditline mellem Sum-, Intradag- og Straksclearingen via en fordelingsalgoritme. Dette giver Nets adgang til at validere bogføringer i Straksclearingen imod den til Straksclearingen tildelte kreditline.

Netop fordi Nets validerer og gennemfører overførsler, er det afgørende for Straksclearingen, at dedikeret likviditet fra Nationalbanken forbliver til rådighed for overførslen hos Nets. Herved sikres den juridiske endelighed i straksoverførslerne. Systemet er derfor indrettet således, at en deltager kan forhøje sin kreditline i Kronos ved at

overføre yderligere likviditet fra foliokontoen til afviklingskontoen, mens deltageren ikke i Kronos kan overføre likviditet den modsatte vej. Baggrunden for denne indretning er, at deltageren principielt allerede kan have brugt likviditeten hos Nets i Straksclearingen. Deltageren kan i stedet mindske sin kreditline via Nets' Likviditetsmodul. En sådan mindskelse af kreditline får frigivende effekt på deltagerens afviklingskonto, idet Nets sender information til Nationalbanken om ændringen. Herefter frigiver Kronos automatisk likviditet fra afviklingskontoen til foliokontoen.

Deltageren kan tilgå Nets' Likviditetsmodul via en online brugergrænseflade. Her kan deltageren justere sine likviditetsregler i Likviditetsmodul samt mindske sin kreditline. Desuden kan deltageren følge alle sine ind- og udgående betalinger i Straksclearingen samt overvåge det samlede

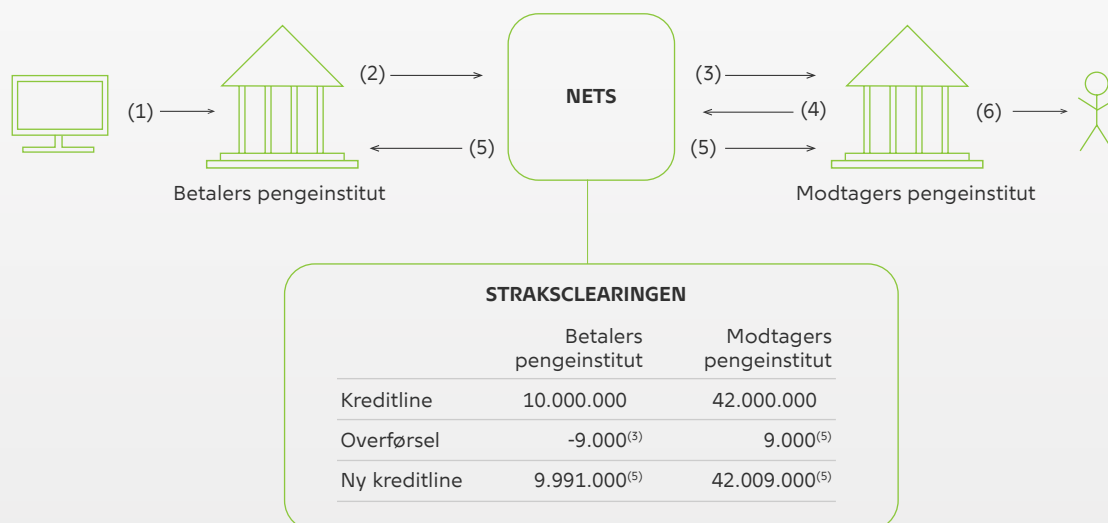
Beskrivelse af en straksoverførsel

Boks 2

I det følgende illustreres det tekniske flow i en konto- overførsel via Straksclearingen. Illustrationen viser en godkendt overførsel. Under illustrationen vises de løbende konteringer i Straksclearingen hos Nets. I eksemplet har betalers pengeinstitut på tidspunktet for overførslen stillet 10 mio. kr. til rådighed for sine kunders straksoverførsler, hvilket benævnes en *kreditline*, mens modtagers institut har en kreditline på 42 mio. kr. Den samlede tid for det viste flow begrænser sig til få sekunder.

1. *Overførslen foretages.* En borger eller virksomhed initierer en straksoverførsel på 9.000 kr. via sin netbank.
2. *Overførslen videresendes.* Betalers pengeinstitut¹ sender overførslen videre til Nets.

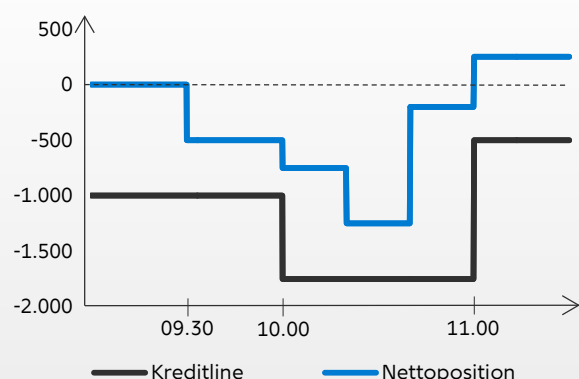
3. *Nets validerer overførslen.* Hos Nets valideres overførslen imod størrelsen på kreditline hos betalers institut. Fordi størrelsen på overførslen ikke overstiger kreditline, reserveres beløbet på kreditline hos betalers institut. Nets videresender overførslen til modtagers institut.
4. *Kvittering for modtagelse.* Modtagers institut accepterer overførslen og sender en kvittering til Nets.
5. *Endelig godkendelse fra Nets.* Nets sender endelig kvittering til både betalers institut og modtagers institut. I Straksclearingen nedskrives kreditline for betalers institut endegyldigt, og reservationen fjernes. Kreditline for modtagers institut opskrives tilsvarende.
6. *Overførslen modtages.* Modtager af betalingen har beløbet til rådighed på sin konto.



1. I praksis er det det enkelte pengeinstituts datacentral, som på vegne af instituttet kommunikerer med Nets.

Eksempel på overvågning af Straksclearingen via Likviditetsmodulet og Kronos

Figur 1



Deltageren har 1.000 på sin afviklingskonto i Kronos, der er sendt som kreditline til Straksclearingen (sort graf). Kl. 10.00 ser deltageren, at nettopositionen (blå graf) er på -750, hvorved der blot er 250 tilbage til Straksclearingen. Derfor overfører deltageren 750 ekstra fra sin foliokonto til sin afviklingskonto i Kronos, hvorefter kreditline hos Nets er på 1.750. Kl. 11.00 ser deltageren, at nettopositionen nu er positiv på 250, hvorfor deltageren nedsætter sin kreditline i Likviditetsmodulet til 500. Dermed frigives 1.250 i Kronos, som overføres fra afviklingskontoen til foliokontoen.

forbrug i Straksclearingen, den såkaldte nettoposition.

I figur 1 vises et eksempel på samspillet mellem Likviditetsmodulet og Kronos. De to systemer er dog også indrettet sådan, at likviditetsstyringen i høj grad kører pr. automatik. I Kronos er der implementeret en række procedurer for automatisk likviditetsfremskaffelse, som beskrevet i Jensen mfl. (2013), og i Likviditetsmodulet er det muligt individuelt at tilpasse størrelsen på ønskede kreditlines til Straksclearingen til de forskellige tidspunkter på dagen.

UDVEKSLING AF LIKVIDITET I NATIONALBANKEN

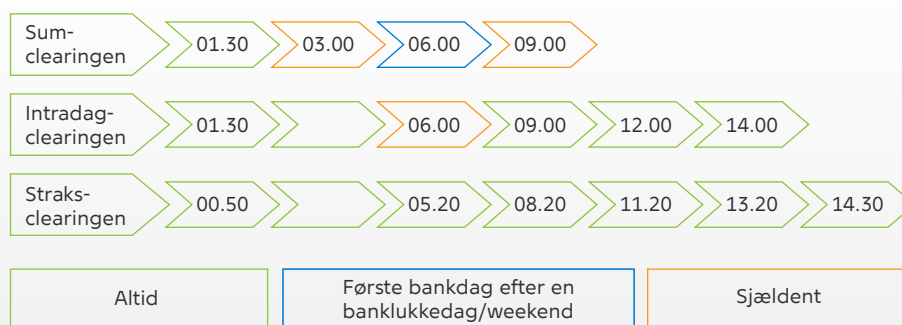
På faste tidspunkter hver bankdag bogføres deltagerens nettopositioner i Straksclearingen. Net-

topositionen for hver deltager er summen af alle ind- og udgående straksoverførsler siden seneste afvikling i Straksclearingen, hvorved hver deltager bogføres ét beløb på sin afviklingskonto. Afviklingen af Straksclearingen sker i sammenhæng med afviklingen af Sum- og Intradagclearingen. Dermed kan de deltagere, som modtager likviditet i Straksclearingen, benytte denne likviditet til Sum- og Intradagclearingen. Hertil kommer en afvikling udelukkende i Straksclearingen kl. 14.30. I figur 2 vises samtlige afviklinger i Sum-, Intradag- og Straksclearingen.

I boks 3 vises et eksempel på en afvikling i Straks- og Intradagclearingen.

Tidspunkter for udveksling af likviditet i Sum-, Intradag- og Straksclearingen

Figur 2



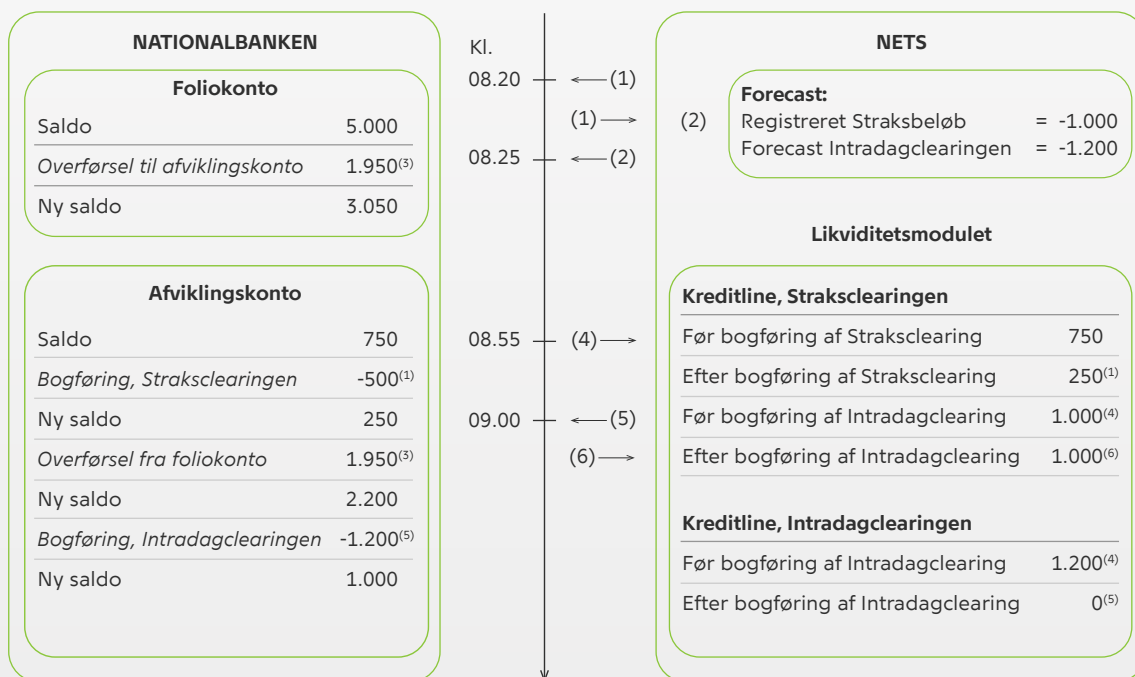
Anm.: Første tiltag i moderniseringsprojektet var, at afvikling af weekendens dankortbetalinger blev flyttet fra natten mellem mandag og tirsdag til mandag morgen kl. 06.00. Tilsvarende ligger afviklingen nu første bankdag efter helligdage og andre banklukkedage. De afviklingstidspunkter i figuren, som er markeret med orange, benyttes kun såfremt den forudgående afvikling ikke er afsluttet korrekt.

Eksempel på afvikling i Straks- og Intradagclearingen

Boks 3

Nedenfor illustreres en afvikling i Straks- og Intradagclearingen kl. 09.00. Deltageren anvender alene indestående på sin foliokonto til afvikling af betalinger.¹ Forud for afviklingen har deltageren en saldo på foliokontoen på 5.000, samt 750 på sin afviklingskonto og derfor også 750 som kreditline til Straksclearingen.

- Bogføring af Straksclearingen.** Kl. 08.20 sender Nets bogføringsposter til Nationalbanken for alle deltagere i Straksclearingen. Deltageren i eksemplet skal aflevere 500 i Straksclearingen, hvilket trækkes fra deltagerens afviklingskonto. Nationalbanken sender en ny kreditline på 250, svarende til den nye saldo på afviklingskontoen. I Likviditetsmodulet opdateres kreditline til Straksclearingen til den nye kreditline.
- Forecast kl. 08.25.** I Likviditetsmodulet dannes et forecast, som sendes til Nationalbanken. Forecastet indeholder den forventede nettoposition for hver deltager i Intradagclearingen kl. 09.00, samt for hver deltager et registreret straksbeløb. Det registrerede straksbeløb har hver deltager på forhånd individuelt indtastet i Likviditetsmodulet hos Nets og er det beløb, deltageren ønsker til brug for Straksclearingen, når afviklingen af Intradagclearingen er afsluttet. Likviditetsbehovet fra forecastet opgøres til 2.200.
- Likviditetsfremskaffelse i Nationalbanken.** Idet saldoen på afviklingskontoen er 250, overføres automatisk det resterende likviditetsbehov på 1.950 fra foliokontoen.
- Kreditlines til Intradagclearingen.** Kl. 08.55 fremsender Nationalbanken kreditlines til Nets som svar på forecastet. Disse kreditlines tillader Nets at påbegynde afvikling af Intradagclearingen. Likviditetsmodulet fordeler kreditline mellem de to clearinger, således at Intradagclearingen modtager en kreditline på 1.200, mens Straksclearingen modtager 1.000.
- Bogføring af Intradagclearingen.** Nets fremsender bogføringsposter til Intradagclearingen kl. 09.00. Deltageren i eksemplet skal aflevere 1.200, hvilket trækkes fra afviklingskontoen.
- Ny kreditline til Straksclearingen.** Efter bogføring af Intradagclearingen sender Nationalbanken en ny kreditline til Straksclearingen, som deltageren kan bruge frem til næste afvikling. Denne kreditline svarer til deltagerens registrerede straksbeløb på 1.000 og svarer til den nye saldo på afviklingskontoen. I Likviditetsmodulet opdateres kreditline til Straksclearingen til den nye kreditline. Såfremt deltageren efter bogføring af Intradagclearingen havde haft mere likviditet på sin afviklingskonto end sit registrerede straksbeløb, var den overskydende likviditet automatisk blevet overført til foliokontoen.



1. I Jensen mfl. (2013) findes en grundig beskrivelse af de nye likviditetsstyringsredskaber, Nationalbanken stiller til rådighed for pengeinstitutterne i forbindelse med moderniseringen af infrastrukturen.

SIKKERHED VED STRAKSOVERFØRSLER OG FORRENTNING AF FOLIOINDESTÅENDE

SIKKERHED VED DETAILBETALINGER

En naturlig bekymring ved, at hastigheden for pengeoverførsler øges, er, hvorvidt det har konsekvenser for sikkerheden i forhold til hvidvaskning eller terrorfinansiering. Når overførslerne gennemføres med det samme, er der så tid til at kontrollere, at pengene ikke havner i de forkerte hænder?

Der er en række sikkerhedsmæssige foranstaltninger i forbindelse med pengeoverførsler mellem borgere og virksomheder. Foranstaltningerne iværksættes både før, under og efter, at transaktionerne gennemføres. De har til formål at sikre, at pengene ikke overføres til ulovlige formål. En af disse foranstaltninger er, at pengeinstitutterne har ansvar for at kende deres kunder. Det indebærer, at institutterne skal have kendskab til identiteten på de privatpersoner eller ejere af firmaer, der er kontoførende i instituttet. Det er således ikke muligt at oprette en anonym konto eller en konto under falsk navn i Danmark.

Når en kunde initierer en pengeoverførsel, sker der en række automatiske kontroller, før transaktionen gennemføres. Modtagerens institut skal bl.a. kvittere for, at det vil acceptere overførslen på vegne af modtageren. Inden accepten gives, kontrollerer instituttet, at kunden har en konto, hvor overførslen kan indsættes. Derudover har institutterne typisk nogle filtre, der skal opfange mistænkelige transaktioner eller blokere bestemte modtagere. Opfanges en transaktion i filtrene, afviser instituttet at modtage overførslen, som derfor ikke gennemføres. Kontrollerne sker meget hurtigt og finder sted, uanset om der er tale om en standardoverførsel, en sammedags-overførsel eller en straksoverførsel.

Både modtagende og afsendende institut har ansvar for at efterkontrollere deres kunders transaktioner. Institutterne holder derfor bl.a. øje med usædvanlige transaktionsmønstre og transaktioner, der er uforholdsmæssigt store i forhold til kunden. Institutterne har pligt til at følge op på og undersøge transaktioner, de finder mistænkelige, samt dokumentere, opbevare og eventuelt videregive resultaterne af undersøgelserne.

De foranstaltninger, der anvendes til at forhindre eller identificere hvidvask og terrorfi-

nansiering, er til stede, uanset hvor hurtigt en pengeoverførsel gennemføres. Hurtigere transaktionshastighed for konto til konto-overførsler ændrer derfor ikke på sikkerhedsniveauet. I den danske infrastruktur er det desuden kun muligt at foretage overførsler mellem konti i Danmark. Det er derfor ikke muligt at lave en straksoverførsel ud af landet.

FORRENTNING AF FOLIOINDESTÅENDE

Etableringen af Straksclearingen, hvor pengeinstitutterne hele tiden skal have likviditet på afviklingskontoen, har givet anledning til ændringer i forbindelse med det pengepolitiske døgnskitte, se boks 4.

ERFARINGER MED SAMMEDAGS-OVERFØRSLER

I efteråret 2013 blev Intradagclearingen indført som et nyt system i infrastrukturen for detailbetalinger. Siden da er alle konto til konto-overførsler blevet gennemført via systemet, hvor der som noget nyt afvikles fire gange i døgnet, kl. 01.30, kl. 09.00, kl. 12.00 og kl. 14.00. Det har givet borgere og virksomheder mulighed for at overføre penge, der er modtaget i hænde samme dag, som overførslen bliver foretaget, såkaldte sammedags-overførsler. Ligeledes er sammedags-overførsler, der foretages sent om aftenen eller i weekenden, modtaget i hænde en dag tidligere, efter at Intradagclearingen er blevet indført.

Muligheden for at foretage overførslerne er blevet godt modtaget, og 10 pct. af alle konto til konto-overførsler afvikles nu i dagtimerne.

Samlet set foretages der i Danmark gennemsnitligt konto til konto-overførsler for 17,4 mia. kr. i døgnet. Det er ca. 60 pct. af værdien af alle detailbetalinger. I de tre nye afviklinger, som er placeret i dagtimerne, afvikles der i gennemsnit dagligt for 2 mia. kr., svarende til 11 pct. af værdien af de daglige konto til konto-overførsler. Den største værdi af konto til konto-overførsler afvikles således stadig om natten kl. 01.30 sammen med de resterende detailbetalinger i Sumclearingen.

Værdien af overførslerne i dagtimerne fordeler sig stort set ens for de tre afviklingstidspunkter jf. figur 3. Anderledes ser det ud, hvis man ser på fordelingen af antallet af transaktioner. Størstedelen finder stadig sted om natten, men for

Opgørelse og forrentning af folioindestående

Boks 4

Deltagerens folioindestående opgøres ved det pengepolitiske døgns afslutning hver bankdag kl. 15.30 som et led i udførelsen af Nationalbankens pengepolitik. Ved implementeringen af Straksclearingen ændres opgørelsen til også at inkludere indestående på deltagerens afviklingskonto. Således vil deltagerens folioindestående blive opgjort som nettoindestående på henholdsvis deltagerens foliokonto og afviklingskonto. Fordi opgørelsen sker som nettoindestående, er det muligt at have en negativ saldo på foliokontoen mod sikkerhed (jf. Nationalbankens til enhver tid gældende regler for sikkerhedsstillelse) samtidig med en positiv saldo på afviklingskontoen. Det er ikke muligt for deltageren at have en negativ saldo på afviklingskontoen. Det er fortsat hver pengepolitiske modparts eget ansvar at sikre, at folioindestående, netto, ikke er negativt ved lukningen af det pengepolitiske døgn.

Forrentning af folioindestående vil efter implementering af Straksclearingen ske med foliorenten på baggrund af nettoindestående på foliokonto og afviklingskonto hver dag kl. 15.30, jf. beskrivelsen ovenfor. Forrentning sker uafhængigt af deltagerens samtidige nettoposition i Straksclearingen.

I det følgende illustreres, hvorledes Nationalbanken opgør deltagerens folioindestående kl. 15.30 samt forrentningen af denne. I eksemplet Pengeinstitut 1 opgøres deltagerens folioindestående til 600, svarende til summen af indestående på 150 og 450 på henholdsvis foliokonto og afviklingskonto. Deltageren modtager forrentning med foliorenten af 600. I eksemplet Pengeinstitut 2 opgøres deltagerens folioindestående til 375, svarende til indestående på afviklingskontoen på 500, med fradrag af saldoen på -125 på foliokontoen. Deltageren modtager forrentning med foliorenten af 375.

	Pengeinstitut 1	Pengeinstitut 2
Saldo på foliokonto kl. 15.30	150	-125
Saldo på afviklingskonto til brug for detailbetalinger i danske kroner kl. 15.30	450	500
Opgørelse af folioindestående kl. 15.30	600	375

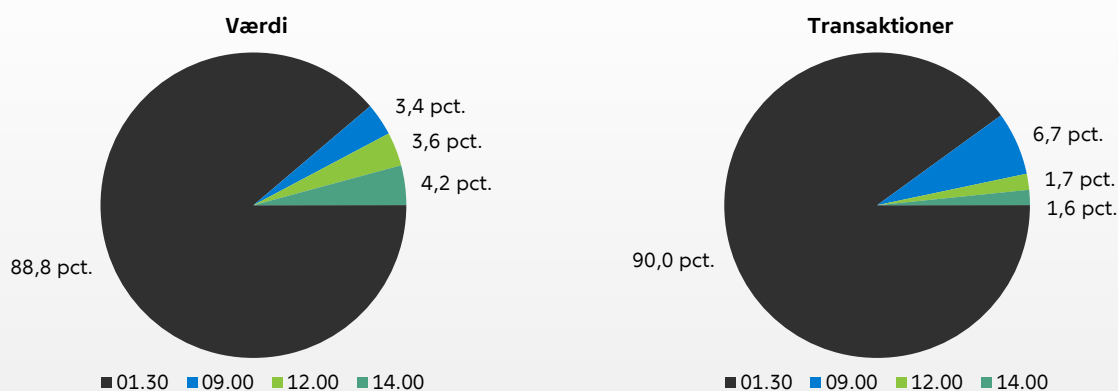
afviklingerne i dagtimerne er der forskel. Kl. 09.00 er der gennemsnitligt 64.100 transaktioner, mens der kl. 12.00 og kl. 14.00 er henholdsvis 16.100 og 15.600. Der er således en tendens til, at der er flere mindre transaktioner kl. 09.00 i forhold til kl. 12.00 og kl. 14.00. En forklaring kan være, at private borgere fortrinsvis foretager net-bank-transaktioner om eftermiddagen og aftenen,

som efterfølgende afvikles kl. 01.30 eller kl. 09.00, mens virksomheder almindeligvis foretager deres, ofte større, transaktioner om formiddagen, som afvikles enten kl. 12.00 eller kl. 14.00.

Den måde, hvorpå borgere og virksomheder benytter sig af sammedags-overførsler, hænger sammen med, hvordan pengeinstitutterne tilbyder muligheden til deres kunder. Institutterne har

Konto til konto-overførsler, værdi og antal

Figur 3



Anm.: Figuren dækker perioden 1. februar 2014 til 30. juni 2014.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

valgt forskellige løsninger, og der er desuden sket en udvikling, siden institutterne fik muligheden for at tilbyde sammedags-overførsler.

Nogle institutter valgte fra starten at lade alle konto til konto-overførsler gennemføre hurtigst muligt, dvs. i den førstkomende afvikling. Herved oplevede disse institutters kunder, at en typisk overførsel hurtigere nåede frem til modtageren, uden at kunden skulle agere anderledes end tidligere. Andre institutter har givet deres kunder et valg, hvorvidt de ønskede overførslen gennemført som en sammedags-overførsel eller som en standardoverførsel, der som oftest når modtageren den følgende bankdag. Valget har typisk været kædet sammen med et gebyr for den hurtigste type overførsel. Gebyrerne har ændret sig siden indførelsen heraf. Ved lanceringen tilknyttede visse institutter et gebyr for overførslerne, men udviklingen er siden gået i retning af mindre eller slet ingen gebyrer for ydelsen.

Ud over gebyrer og muligheden for at vælge sammedags-overførsler har institutterne også fastsat forskellige tidspunkter for, hvor lang tid i forvejen en overførsel skal initieres, hvis den skal gennemføres samme dag. Dette såkaldte *cut off*-tidspunkt har institutterne typisk fastsat til at ligge mellem kl. 11.30 og kl. 12.30. Er overførslen foretaget efter *cut off*-tidspunktet, vil den først blive afviklet om natten, og modtageren har derfor først beløbet til rådighed den følgende bankdag.

AFSLUTNING

Når Straksclearingen er etableret i november 2014, vil det være muligt at overføre penge mellem konti i forskellige pengeinstitutter øjeblikkeligt. Det er en forbedring for borgere og virksomheder, der kan modtage betalinger væsentligt hurtigere end i dag, og det understøtter udviklingen af nye betalingsløsninger, som fx mobilbetalinger. Det er Nationalbankens forventning, at institutterne aktivt understøtter kundernes brug af og kendskab til muligheden for at gennemføre straksoverførsler.

Implementeringen af Straksclearingen markerer samtidig afslutningen på moderniseringen af infrastrukturen for detailbetalinger. Borgere og virksomheder kan imidlertid få glæde af yderligere tiltag, herunder om andre betalingsløsninger end konto til konto-overførsler kan gennemføres

hurtigere end i dag. Institutterne opfordres derfor til løbende at vurdere mulighederne for forbedringer af infrastrukturen.

LITTERATUR

Bakkegaard, Jesper, Tommy Meng Gladov og Anders Mølgaard Pedersen (2011), Afviklingstider for betalinger i Danmark, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 1.

Betalingsrådet (2013), Rapport om nye betalingsløsninger.

Danmarks Nationalbank (2012), Rapport om nationale betalingsoverførsler i Danmark.

Jensen, Lars Egeberg, Tommy Meng Gladov og Majbrit Nygaard Christensen (2013), Likviditetsstyring ved afvikling af detailbetalinger, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, del 1.

Korsby, Jakob Mygind og Peter Toubro-Christensen (2012), Hurtigere betalinger i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, del 1.

STATUS PÅ FINANSPOLITIKKEN I EU

Karoline Garm Nissen og Maria Hove Pedersen,
Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Den globale økonomiske krise og aktive finanspolitiske lempelser førte til, at de offentlige finanser i EU-landene blev svækket kraftigt. Stort set alle lande fik budgetunderskud, der overskred stabilitets- og vækstpagtens grænse på 3 pct. af bruttonationalproduktet, BNP. De kom derfor i EU's underskudsprocedure og modtog henstillinger om at korrigere deres offentlige underskud. Danmark var blandt de lande, der lempede finanspolitikken mest, men fik på trods heraf en af de mildeste henstillinger. Det skal ses i lyset af det gode udgangspunkt for de offentlige finanser, da krisen begyndte. Henstillingerne har medvirket til, at de offentlige finanser i EU er konsolideret markant, og mange lande er kommet ud af underskudsproceduren. Danmark har efterlevet sin henstilling og kom derfor – sammen med fem andre lande – ud af underskudsproceduren i juni i år.

EU-landene har fortsat betydelige finanspolitiske udfordringer, bl.a. fordi de har en stor gældsbyrde. Den udgør en risiko for den finansielle stabilitet og indebærer, at holdbarheden af den offentlige gæld i mange EU-lande er følsom over for højere renter og en fortsat lav økonomisk vækst. Endvidere lægger den demografiske udvikling pres på de offentlige finanser i de kommende årtier. Det er derfor vigtigt, at EU-landene reducerer den offentlige gæld for at gøre finanspolitikken holdbar og mindske finansielle risici. I de kommende år ventes den finanspolitiske konsolidering at fortsætte, om end hastigheden vil aftage. Ifølge Europa-Kommissionen vil kun knap halvdelen af landene overholde deres mel-

lemfristede mål for den offentlige saldo i 2017, og den offentlige gæld i EU som helhed vil, med de nuværende planer, først nå under 60 pct. af BNP i slutningen af 2020'erne. Hvis gælden skal reduceres hurtigere end planlagt, er der behov for at stramme finanspolitikken yderligere.

EU-landene har de seneste år vedtaget et nyt og strammere regelsæt for det økonomiske samarbejde i EU. Det skal bidrage til, at EU-landene indretter deres budgetpolitik, så de får håndteret både deres kortsigtede og langsigtede finanspolitiske udfordringer. Samtidig bidrager det til, at der opbygges et finanspolitisk råderum, som giver mulighed for at lempe finanspolitikken, når den økonomiske vækst svigter. Regelsættet indeholder fleksibilitet, så der kan tages højde for særlige forhold såsom voldsomme konjunkturbageslag eller strukturreformer, der på langt sigt styrker de offentlige finanser. For ikke at udfordre troværdigheden og for at undgå ny usikkerhed om den finanspolitiske holdbarhed i EU er det væsentligt, at regelsættet overholdes og håndhæves. Ellers kan finansiell uro blusse op igen.

OFFENTLIGE FINANSER SVÆKKET KRAFTIGT I BEGYNDELSEN AF KRISEN

Europa befandt sig i en kraftig højkonjunktur, i årene inden den globale økonomiske krise brød ud. Mange af EU-landene benyttede imidlertid ikke de gunstige konjunkturforskel til at konsolidere deres offentlige finanser. Da krisen brød ud, havde EU som helhed (EU-27) derfor et dårligt

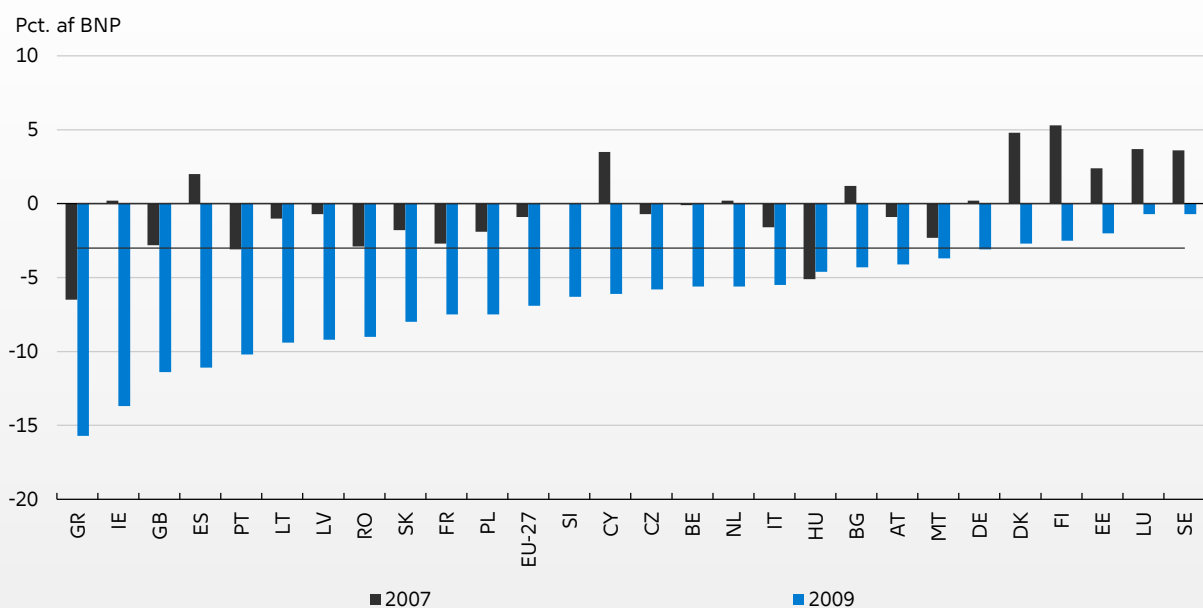
udgangspunkt med et offentligt budgetunderskud på ca. 1 pct. af BNP, jf. figur 1. Krisen forværede de offentlige finanser markant i næsten alle EU-landene. Det samlede budgetunderskud i EU-27 steg til ca. 7 pct. af BNP i 2009. Stigningen skyldtes, at krisen både reducerede indtægterne og øgede udgifterne. Samtidig gennemførte mange lande betydelige finanspolitiske lempelser for at modgå de negative effekter af krisen på aktiviteten. Det skete bl.a. som led i den europæiske genopretningsaftale (European Economic Recovery Plan) fra efteråret 2008, hvor EU-landene koordinerede en finanspolitisk lempelse på i alt 1,5 pct. af EU's BNP. Generelt gennemførte lande, som havde relativt store finanspolitiske råderum inden krisen, herunder Danmark, de største lempelser. Nogle lande, herunder Spanien, lempede finanspolitikken, selv om det efterfølgende har vist sig, at de ikke havde tilstrækkeligt råderum til det. Konsekvensen var, at stort set alle EU-landene kom i proceduren for uforholdsmæssigt store underskud, fordi de overskred, eller så ud til at ville overskride, stabilitets- og vækstpagtens grænse for offentlige underskud på 3 pct. af BNP.

24 EU-lande fik henstillinger, som indeholdt både en frist for, hvornår de offentlige budgetunderskud skulle være bragt ned under 3 pct. af BNP, og et gennemsnitligt årligt strammingskrav (målt ved ændringen i den strukturelle saldo), jf. tabel 1. Landene med de største udfordringer fik længere frister til at reducere deres underskud, men skulle også stramme finanspolitikken mere. 17 af landene skulle begynde at konsolidere de offentlige finanser i 2010, mens henstillingerne til Danmark og 6 andre lande indebar, at de kunne vente til 2011. Danmark fik således en henstilling om at bringe det offentlige underskud ned under 3 pct. af BNP i 2013 og konsolidere de offentlige finanser med mindst 0,5 pct. af BNP om året i gennemsnit i perioden 2011-13.

I de fleste lande blev den økonomiske udvikling svagere, end det var ventet, da den første henstilling blev vedtaget. Det betød, at de fik vanskeligere ved at overholde de oprindelige budgetmål og frister. Stabilitets- og vækstpagten tillader imidlertid, at fristen udskydes, når et land har gennemført de aftalte konsoliderende initiativer, men ikke opfylder budgetmålene, fordi den økonomiske vækst blev lavere end ventet. Fristen

Offentlig saldo i EU-landene

Figur 1



Anm.: Den vandrette streg angiver EU-traktatens referenceværdi for den offentlige saldo på -3 pct. af BNP.
Kilde: Eurostat.

Henstillinger under proceduren for uforholdsmæssigt store underskud

Tabel 1

	Oprindelig henstilling			Aktuelt fristår ²
	Startår	Fristår	Årligt strammingskrav, pct. af BNP (gns.) ¹	
Grækenland	2010	2014	≥ i alt 10 over 2010-14	2016
Irland	2010	2014	2,0	2015
Storbritannien	2010/11	2014/15	1,75	2014/15
Spanien	2010	2013	>1,5	2016
Portugal	2010	2013	1,25	2015
Frankrig	2010	2013	>1,0	2015
Slovakiet	2010	2013	1,0	
Tjekkiet	2010	2013	1,0	
Slovenien	2010	2013	0,75	2015
Letland	2010	2012	≥2,75	
Litauen	2010	2012	≥2,25	
Rumænien	2010	2012	1,75	
Polen	2010	2012	≥1,25	2015
Belgien	2010	2012	0,75	
Italien	2010	2012	≥0,5	
Malta	2010	2011	0,75 i 2011	2014
Ungarn	2010	2011	≥ i alt 0,5 over 2010-11	
Holland	2011	2013	0,75	
Østrig	2011	2013	0,75	
Danmark	2011	2013	≥0,5	
Tyskland	2011	2013	≥0,5	
Cypern	2011	2012	≥1,5	2016
Bulgarien	2011	2011	≥0,75 i 2011	
Finland	2011	2011	≥0,5 i 2011	
Kroatien ³	2014	2016	0,7	2016

Anm.: Henstillinger vedtaget efter mødet i Ecofin-Rådet i oktober 2009. For Litauen, Polen og Ungarn er det henstillingerne vedtaget i juli 2009. For Grækenland er det landets pålæg fra maj 2010. Estland, Luxembourg og Sverige fik ikke henstillinger.

Kilde: Europa-Kommissionen (2013) samt diverse henstillinger og pålæg.

1. Strammingskravet er en gennemsnitlig årlig ændring i den strukturelle saldo.

2. Nogle lande har efterfølgende fået en revideret eller ny henstilling (pålæg) med ny frist. Storbritannien og Kroatien har ikke fået nye henstillinger, og den aktuelle frist er derfor uændret i forhold til den oprindelige.

3. Kroatien kom ind i EU i 2013. Strammingskravet er beregnet, da landets henstilling indeholder specifikke årlige strammingskrav.

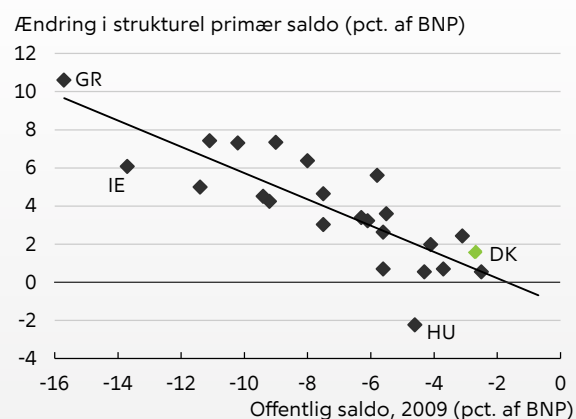
kan som udgangspunkt udskydes i et år, men hvis økonomien udvikler sig meget svagt, kan fristen udskydes i flere år. Frankrig og Spanien var blandt de lande, der fik vurderet, at de havde gennemført tilstrækkelige konsoliderende initiativer, og de kunne derfor få reviderede henstillinger med nye frister for at korrigere deres budgetunderskud.

DE OFFENTLIGE FINANSER ER KONSOLIDERET BETYDELIGT

I de seneste fire år har de fleste EU-lande konsolideret de offentlige finanser betydeligt. Konsolideringen i EU-27 har samlet set været på 3,4 pct. af BNP fra 2009 til 2013 målt ved ændringen i den

Finanspolitisk konsolidering i EU-landene

Figur 2



Anm.: Ændring i den strukturelle primære saldo over de år, hvor landene har skullet stramme finanspolitikken i henhold til deres henstilling. For de lande, der stadig er i underskuds-proceduren, er det ændringen frem til 2013. For Danmark er det Finansministeriets tal for den strukturelle primære saldo. Kroatien indgår ikke.

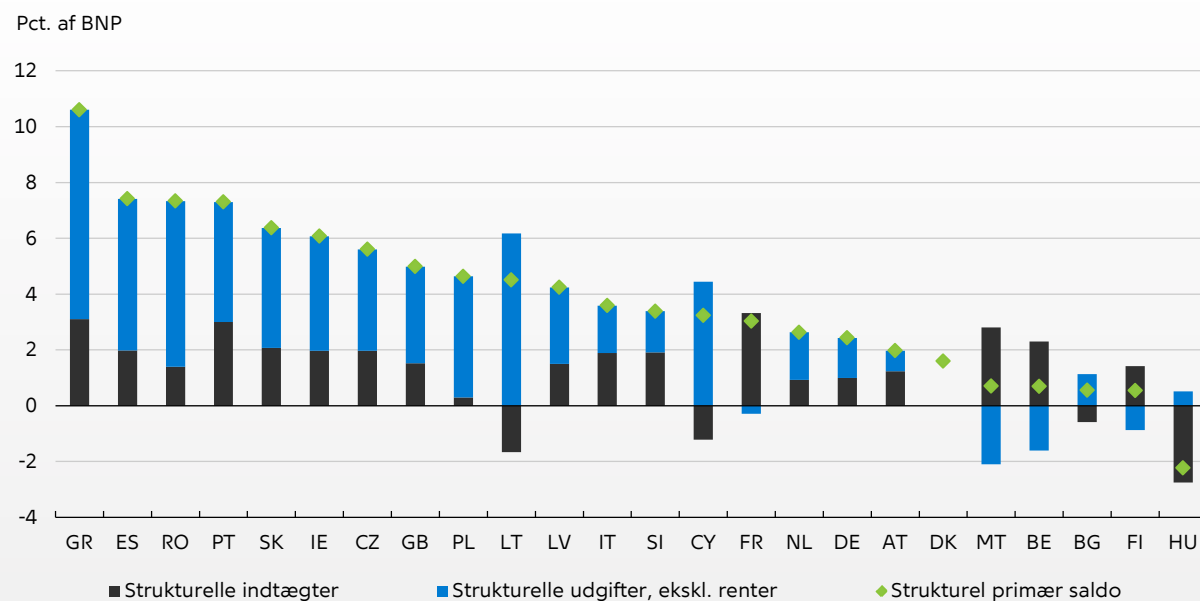
Kilde: Europa-Kommissionen og Finansministeriet (2014).

strukturelle primære saldo (den faktiske saldo renset for konjunkturer og engangstiltag samt eksklusive renteudgifter). Der er en klar tendens til, at lande med størst underskud i udgangspunktet har konsolideret mest, jf. figur 2¹. Det er generelt også landene med de største underskud, der har fået nye frister, mens landene med moderate udfordringer, herunder Danmark, generelt har overholdt deres frister. Flere lande med meget store underskud har modtaget lån fra Den Internationale Valutafond, IMF, og EU, og har derfor været underlagt låneprogrammer med krav om både strukturelle reformer og konsolidering af de offentlige finanser.

I næsten alle lande har man valgt at konsolidere de offentlige finanser ved både at skære ned på udgifterne og øge indtægterne, jf. figur 3. Samlet set, og særligt i begyndelsen af perioden, er det største bidrag til konsolideringen kommet ved at reducere udgifterne.

Konsolidering af de offentlige finanser fordelt på indtægter og udgifter

Figur 3



Anm.: Ændring over de år, hvor landet har haft en henstilling. For de lande, der stadig har en henstilling, er det ændringen til 2013. For Danmark er det Finansministeriets tal for den strukturelle primære saldo. Finansministeriet har ikke offentliggjort data for de strukturelle indtægter og udgifter, men det fremgår af Danmarks nationale reformprogram 2014, at konsolideringen er omtrent ligeligt fordelt på indtægter og udgifter. Kroatien indgår ikke.

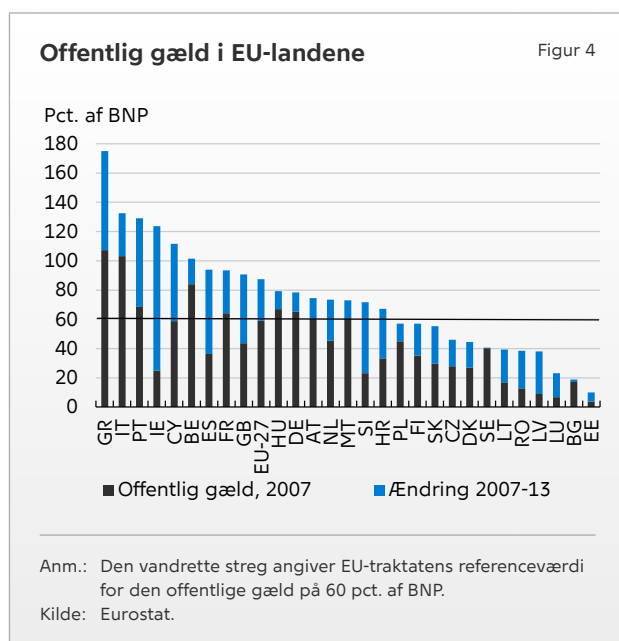
Kilde: Europa-Kommissionen og Finansministeriet (2014).

1 I denne og de efterfølgende figurer anvendes Finansministeriets tal for den strukturelle saldo i Danmark. Europa-Kommissionens metode til beregning af den strukturelle saldo tager ikke højde for en række volatile faktorer, herunder indtægterne fra pensionsafkastskatten og aktiviteterne i Nordsøen, som påvirker den danske faktiske saldo i særlig høj grad.

Konsolideringen og en bedring af de økonomiske konjunkturer i 2013 har betydet, at det offentlige underskud i EU-27 er nedbragt fra 6,9 pct. af BNP i 2009 til 3,3 pct. af BNP i 2013. Europa-Kommissionen venter i sin forårsprognose fra maj 2014, at underskuddet falder yderligere til 2,5 pct. i 2015. I takt med, at de offentlige finanser er blevet forbedret, er en række lande kommet ud af underskudsproceduren. Det gælder bl.a. Danmark, der sammen med 5 andre lande fik proceduren ophævet i juni 2014. Aktuelt er der 11 lande i underskudsproceduren, jf. tabel 1. Blandt dem havde 6 et budgetunderskud over 5 pct. af BNP i 2013. Alle 11 lande skal i løbet af de kommende år have bragt deres underskud ned under kravet på 3 pct. af BNP.

DE FREMADRETTEDE FINANSPOLITISKE UDFORDRINGER

Selv om de offentlige finanser er konsolideret betydeligt, har EU-landene fortsat store finanspolitiske udfordringer. Nogle har stadig store offentlige budgetunderskud, jf. ovenfor. Samtidig er den offentlige gæld steget markant under krisen, og et flertal af EU-landene havde i 2013 en offentlig gæld på over 60 pct. af BNP, jf. figur 4. For EU som helhed udgjorde den offentlige gæld ca. 87 pct. af BNP i 2013. Den offentlige gæld i EU er dog stadig noget lavere end i USA og Japan, hvor den var henholdsvis 105 og 244 pct. af BNP i 2013.



Europa-Kommissionen venter i sin forårsprognose, at gælden for EU-27 topper i 2014 med ca. 90 pct. af BNP. Det dækker dog over store forskelle mellem landene. I prognosen vil seks af landene med en gæld over 60 pct. af BNP, herunder Spanien, Frankrig og Storbritannien, have en højere gæld i 2015 end i 2014. Flere, herunder Spanien, forventer endvidere i deres stabilitets- og konvergensprogrammer fra 2014, at gælden vil fortsætte med at stige frem mod 2017.

SAMSPIL MELLEM VÆKST, RENTER, INFLATION OG GÆLDSKVOTER

Udviklingen i den offentlige gæld og holdbarheden af gælden er påvirket af de makroøkonomiske rammer. Ændringen i gældskvoten, d , kan skrives som:

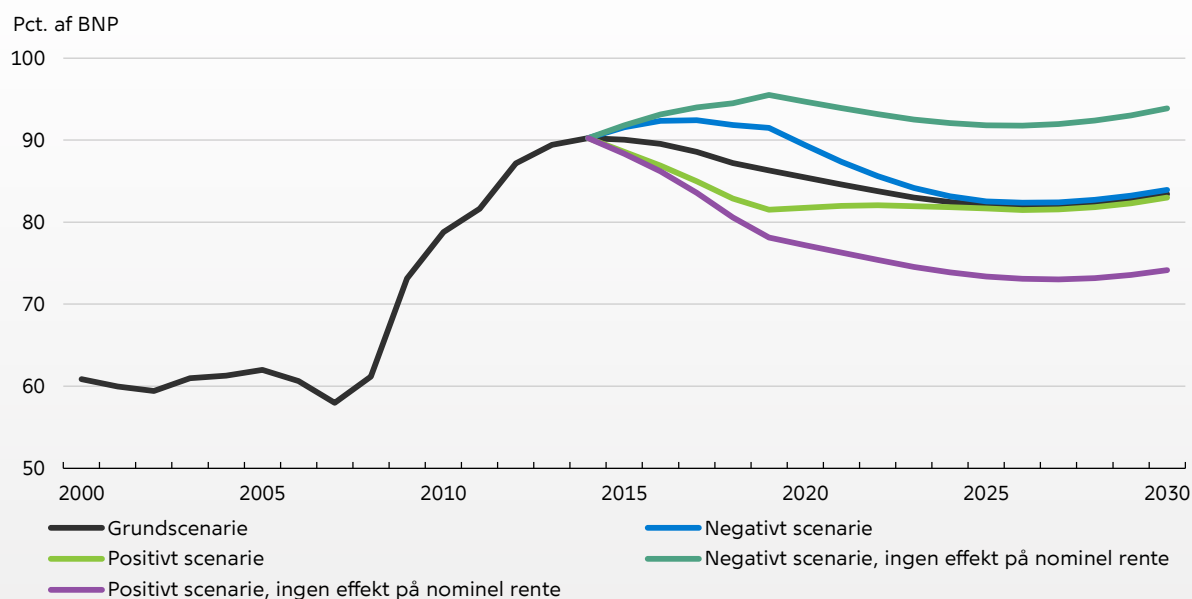
$$\Delta d_t = \frac{i - g}{1 + g} d_{t-1} - \text{primær saldo}_t$$

Forholdet mellem den nominelle rente, i , som er omkostningen ved at holde gæld, og den nominelle vækst i BNP, g , har således direkte indflydelse på udviklingen i gældskvoten. En stigning i renten øger gældskvoten mere, mens højere BNP-vækst sænker den hurtigere. Er renten højere end væksten i BNP, øges gælden automatisk, med mindre effekten modsvares af et overskud på den primære saldo. Den dynamik er stærkere, jo højere den offentlige gæld er. Ændringer i inflationen påvirker også gældskvoten. Det kan ske både gennem de medfølgende ændringer i den nominelle rente og gennem de direkte ændringer i den nominelle vækst i BNP. Falder markedsrenterne som følge af et fald i inflationen, vil det kun gradvist slå igennem på rentebyrden, da det i første omgang kun er refinansieringer og nye udstedelser af gæld, der berøres af den ændrede nominelle rente. Er varigheden af den offentlige gæld høj, tager det længere tid, før en renteændring slår fuldt igennem på renteudgifterne. Den nuværende situation med lav inflation og lav BNP-vækst i store dele af Europa gør det vanskeligere at nedbringe den offentlige gældskvote.

Uden yderligere finanspolitiske tiltag ventes gælden for EU-landene set under ét at toppe i indeværende år for herefter at aftage frem til 2027, jf. grundscenariet i figur 5. Det er dog betinget af, at konjunkturerne normaliseres i de kommende år. Hvis ikke konjunkturerne forbedres, og inflationen og væksten i BNP dermed forbliver på

Scenarier for gældsudviklingen i EU-landene

Figur 5



Anm.: Grundscenariet er fra Europa-Kommissionen (2014). I de positive (negative) scenarier er inflationen og den reale BNP-vækst hævet (sænket) med 1 procentpoint i 2015-19 i forhold til grundscenariet. I to af scenarierne holdes den nominelle rente uændret i forhold til grundscenariet. Varigheden af den offentlige gæld antages at være syv år.
Kilde: Europa-Kommissionen (2014), Europa-Kommissionen (2012a) og egne beregninger.

et lavt niveau frem til 2020 (negativt scenarie), vil den offentlige gæld stige i de kommende år². Hvis statsrenterne bliver tilsvarende lavere, vil virkningen på gælden imidlertid gradvist forsvinde i takt med, at den gennemsnitlige rentebetaling på gælden falder. I en situation, hvor renten ikke følger den svagere vækst, men forbliver højere, stiger gælden mere (negativt scenario, ingen renteeffekt).

Det modsatte scenarie er tilfældet, hvis inflationen eller BNP-væksten bliver højere end forventet, idet gældskvoten reduceres mere (positive scenarier). Er den højere BNP-vækst fremkommet via en finanspolitisk lempelse, vil det imidlertid normalt betyde en stigning i gælden, da den offentlige saldo forværres. I helt særlige tilfælde, hvor gælden er meget høj, og den finanspolitiske multiplikator (effekten på BNP af en finanspolitisk lempelse/stramning) er meget kraftig, kan det dog kortvarigt føre til en lavere gældskvotest. Den positive virkning på gældskvoten vil efterhånden forsvinde, da BNP-effekten er midlertidig, mens forværringen af saldoen er vedvarende.

Forudsætningen for en positiv effekt er, at der i udgangspunktet føres en troværdig og holdbar finanspolitik, men også at lempelsen ikke bliver permanent. Er dette ikke tilfældet, kan gevinsten fra den finanspolitiske stimulering blive modvirket af vigende tillid til holdbarheden af de offentlige finanser og dermed højere statsrenter og finansiell uro. Tilsvarende kan en stigning i inflationen have en midlertidig dæmpende effekt på gældsudviklingen, fordi den nominelle vækst i starten løftes mere end den gennemsnitlige rentebetaling på gælden. Effekten vil dog blive modvirket, i takt med at gælden refinansieres.

RISIKO FOR DEN FINANSIELLE STABILITET

En høj offentlig gæld kan samtidig udgøre en risiko for den finansielle stabilitet, idet der kan opstå usikkerhed om den finanspolitiske holdbarhed. For mange finansielle institutioner, herunder banker, udgør statsobligationer en stor del af beholdningen af aktiver med lav risiko. Hvis der skabes usikkerhed om, hvorvidt en stat kan overholde sine gældsforpligtelser, vil den samlede risiko på institutternes aktiver stige, og deres faktiske kapitalposition vil svækkes. Det kan især være en udfordring, hvis tilliden til statspapirer

² I det omfang lavere (højere) vækst også påvirker den offentlige saldo, bliver gældsniveauet tilsvarende højere (lavere).

ændrer sig hurtigt. Usikkerhed om holdbarheden af de offentlige finanser kan desuden medføre et generelt højere renteniveau. Det vil også øge finansieringsomkostningerne for de finansielle institutter og derved – alt andet lige – påvirke deres profitabilitet. Som de senere års udvikling i Europa har illustreret, kan samspillet mellem risici i den finansielle sektor og risici knyttet til de offentlige finanser spille sammen og derved bidrage til forværring af en økonomisk og finansiell krise.

DEN DEMOGRAFISKE UDVIKLING PRESSER DE OFFENTLIGE FINANSER

EU-landenes offentlige finanser vil i de kommende årtier desuden blive sat under pres af den demografiske udvikling. Et stigende antal ældre og forventet længere levetid bidrager til, at de aldersrelaterede udgifter stiger markant i mange af landene, jf. figur 6. I gennemsnit ventes udgifterne at stige med 4 pct. af BNP i perioden 2010-60. Hvis der skal tages hånd om udfordringerne, skal mange af EU-landene gennemføre strukturelle reformer og stramme de offentlige finanser betydeligt.

Luxembourg forventer den største stigning i de aldersrelaterede udgifter. Det skyldes, at landet ikke har gennemført reformer, der håndterer de finanspolitiske udfordringer ved den demografiske udvikling. Landet har ellers umiddelbart sunde offentlige finanser, idet den offentlige gæld er lav (23 pct. af BNP i 2013), og den offentlige saldo er omtrent i balance. I modsatte ende ligger bl.a. Italien, som samlet set forventer et lille fald i

de aldersrelaterede udgifter fra 2010 til 2060. Det skyldes især, at Italien har gennemført en række pensionsreformer, der hæver pensionsalderen og gør den offentlige pensionsydelse mindre gunstig (Italiens offentlige pensionsudgifter udgjorde 17 pct. af BNP i 2012, hvilket er det højeste niveau i EU). Italien har ligesom Danmark indført, at pensionsalderen skal stige i takt med udviklingen i den forventede levetid. Den forventede udvikling i Italiens aldersrelaterede udgifter forudsætter, at reformerne implementeres fuldt ud.

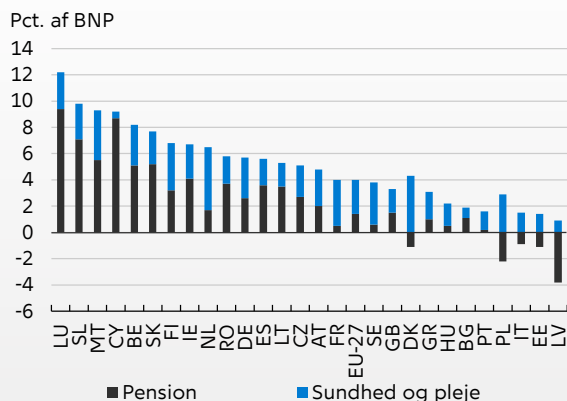
NYT REGELSÆT SKAL FREMME HÅNDTERINGEN AF DE FINANSPOLITISKE UDFORDRINGER

De seneste år har EU-landene vedtaget en række nye regler, som skal hjælpe med at sikre budgetdisciplin, at håndtere de finanspolitiske udfordringer og at udvide den makroøkonomiske overvågning, jf. Agerholm mfl. (2012). Reglerne har bidraget til at øge troværdigheden om EU-landenes finanspolitik og mindske den finansielle uro.

EU-landene har bl.a. vedtaget en reform af stabilitets- og vækstpagten. En af de væsentligste ændringer er, at EU-traktatens gældskriterie er blevet operationaliseret. Det er således blevet specificeret, at lande med en gæld på over 60 pct. af BNP skal reducere forskellen mellem det faktiske gælds niveau og de 60 pct. af BNP med en tyvendedel årligt (målt i gennemsnit over tre år). Formålet er at nedbringe den offentlige gæld til et holdbart niveau og få taget bedre hånd om EU-landenes langsigtede finanspolitiske udfordringer. Kroatien og Malta har på nuværende tidspunkt fået henstillinger om at overholde gældskriteriet som en del af deres underskudsprocedure³, og Belgien, Holland, Italien, Tyskland, Ungarn og Østrig skal overholde gældskriteriets overgangsbestemmelse⁴. De øvrige lande i underskudsproceduren vil også skulle overholde kriteriet, når deres procedure er blevet ophævet, hvis de har en offentlig gæld over 60 pct. af BNP.

Aldersrelaterede udgifter i EU-landene, ændring 2010-60

Figur 6



Kilde: Europa-Kommissionen (2012b).

3 Kravet til Kroatiens gældsreduktion er indeholdt i henstillingen om landets budgetmål.

4 For de lande, der var i underskudsproceduren, da kriteriet trådte i kraft, blev der vedtaget en overgangsbestemmelse. Landene vil således opfylde gældskriteriet, hvis de gør tilstrækkelige fremskridt mod at overholde kriteriet i tre år efter, at de er kommet ud af underskudsproceduren.

Simpelt gældskriterie og forventet ændring i den offentlige gæld

Tabel 2

EU-lande omfattet af gældskriteriet	Offentlig gæld (pct. af BNP), 2013	Beregnet krav til årlig gældsændring (pct. af BNP)	Ventet gns. årlig ændring i offentlig gæld (pct. af BNP) ¹
Italien (2013-15)	133	-3,6	0,6
Belgien (2014-16)	102	-2,1	0,0
Ungarn (2013-15)	79	-1,0	0,2
Tyskland (2012-14)	78	-0,9	-2,4
Østrig (2014-16)	75	-0,7	2,3
Holland (2015-17)	74	-0,7	-0,1
Malta	73	-0,7	-0,9
Kroatien	67	-0,4	1,1
Andre EU-lande med en offentlig gæld over 60 pct. af BNP			
Grækenland	175	-5,8	-1,3
Portugal	129	-3,5	-2,1
Irland	124	-3,2	-1,7
Cypern	112	-2,6	7,3
Spanien	94	-1,7	4,9
Frankrig	94	-1,7	1,6
Storbritannien	91	-1,5	1,1
Slovenien	72	-0,6	4,8

Anm.: Gældskriteriet er beregnet som en tyvendel af den del af gælden, der overstiger 60 pct. af BNP i 2013. Når Europa-Kommissionen skal vurdere, om gældskriteriet er overholdt, anvendes en mere avanceret metode. Årstallene i parentes angiver landets overgangsperiode. Malta og Kroatien er stadig i underskudsproceduren, men er omfattet af gældskriteriet, fordi deres henstillinger blev vedtaget efter, at det nye regelsæt trådte i kraft.

Kilde: Eurostat og egne beregninger.

¹ Forventet ændring i 2014 og 2015 baseret på Europa-Kommissionens forårsprognose, maj 2014.

Intet EU-land er endnu kommet ind i underskudsproceduren kun på grund af, at det ikke har overholdt gældskriteriet. Som nævnt oven for venter flere EU-lande imidlertid, at deres gældskvote stiger i de kommende år. Ved at sammenligne den forventede gældsudvikling i 2014-15 og lave en simpel beregning af gældskriteriet ser kun Tyskland og Malta ud til at reducere den offentlige gæld i overensstemmelse med gældskriteriet i 2014 og 2015, jf. tabel 2.

Finanspagten blev vedtaget under statsgældskrisen i 2011, da det stod klart, at de finansielle markeder stadig tvivlede på den politiske indsats, især i visse eurolande, for at sikre holdbare offentlige finanser. Finanspagten ligger på linje med

reglerne i den forebyggende del af stabilitets- og vækstpagten, som indeholder bestemmelser om EU-landenes mellemfristede finanspolitik, herunder de landespecifikke mellemfristede mål for den strukturelle saldo (Medium Term Objective, MTO). Finanspagten strammer dog reglerne på især to områder: den årlige strukturelle saldo skal ligge på eller over MTO, og reglen skal indskrives i den nationale lovgivning, helst på forfatningsniveau. Med finanspagten må MTO som udgangspunkt ikke overstige et underskud på 0,5 pct. af BNP, og et land kan vælge at have et mere ambitiøst MTO. Lande med en lav offentlig gæld og begrænsede udfordringer for den finanspolitiske holdbarhed kan dog have et MTO på ned til -1 pct. af BNP.

Mellemfristet mål for EU-lande i stabilitets- og vækstpaktens forebyggende del

Tabel 3

	Strukturel saldo (pct. af BNP), 2013	Nuværende MTO (pct. af BNP)	Ecofin-Rådets frist for at opnå MTO	Planlagt opnåelse af MTO ¹
Luxembourg	1,4	0,5	MTO opnået i 2013 ²	
Tyskland	0,6	-0,5	MTO opnået i 2013 ²	
Sverige	0,1	-1,0	MTO opnået i 2013 ²	
Danmark	-0,1	-0,5	MTO opnået i 2013 ²	
Tjekkiet	-0,1	-1,0	MTO opnået i 2013 ²	
Finland	-0,6	-0,5	MTO opnået i 2013 ²	
Ungarn	-0,8	-1,7 ³	MTO opnået i 2013 ²	
Letland	-1,0	-1,0	MTO opnået i 2013 ²	
Bulgarien	-1,1	-1,0	MTO opnået i 2013 ²	
Estland	-0,4	>0,0	2015	MTO opnået ⁴
Holland	-1,3	-0,5	2015	2015
Rumænien	-1,7	-1,0	2015	2015
Litauen	-2,1	-1,0	2015	2015
Italien	-0,9	0,0	2015	2016
Østrig	-1,1	-0,45	2015	2016
Belgien	-2,3	0,75	2016	2017
Slovakiet	-2,0	-0,5	2017	2017

Anm.: Tabellen viser MTO for de lande, der er i den forebyggende del af stabilitets- og vækstpaktens, mens landene i den korrigerende del (de lande, der har henstillinger) ikke er inkluderet. For Danmark er det Finansministeriets tal for den strukturelle saldo.

Kilde: Landespecifikke anbefalinger fra 2013 og 2014, Europa-Kommissionen (2014) og Finansministeriet (2014).

1. Som angivet i landets stabilitets- eller konvergensprogram 2014.

2. Jf. Europa-Kommissionen (2014).

3. Ungarn er ikke omfattet af finanspaktens bestemmelser om MTO.

4. Ifølge Estlands stabilitetsprogram 2014 er MTO overholdt i programperioden, men Kommissionens beregninger viser, at der først vil være overskud på den strukturelle saldo i 2017.

For de 17 lande, der aktuelt ikke er underlagt en underskudsprocedure (stabilitets- og vækstpaktens korrigerende del), er det finanspolitiske mål at opnå eller fastholde MTO. Blandt dem havde 9, herunder Danmark, opnået deres MTO i 2013, jf. tabel 3.

EU-landene skal, når de udformer deres budgetpolitik, tage højde for alle reglerne i det fælles finanspolitiske regelsæt. På trods af at mange lande har et højt gælds niveau, er det at opnå eller fastholde det mellemfristede mål ofte en strammere betingelse for finanspolitikken end reglen om gældsreduktion, jf. OECD (2012). Det skyldes bl.a., at de landespecifikke MTO'er også er sat efter effekten på de offentlige finanser af den de-

mografiske udvikling, mens gældsreduktionsmålet alene er baseret på det nuværende gælds niveau⁵. Det vil for de fleste lande være tilstrækkeligt med et balanceret budget for at overholde gældskriteriet, da væksten udhuler gælden.

5 Ved beregningen af EU's gælds- og holdbarhedsrelaterede mindstekrav til MTO er der taget højde for 33 pct. af de aldersrelaterede udgiftsstigninger. Hvis der skal tages fuld højde for stigningen i de aldersrelaterede udgifter, kan et land sætte et mere ambitiøst MTO.

FINANSPOLITIKKEN I EU PÅ MELLEMLANGT SIGT

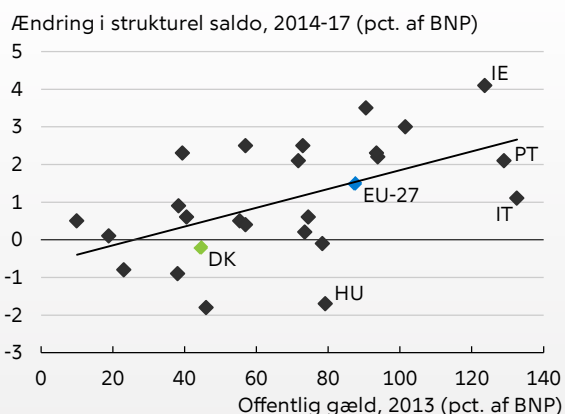
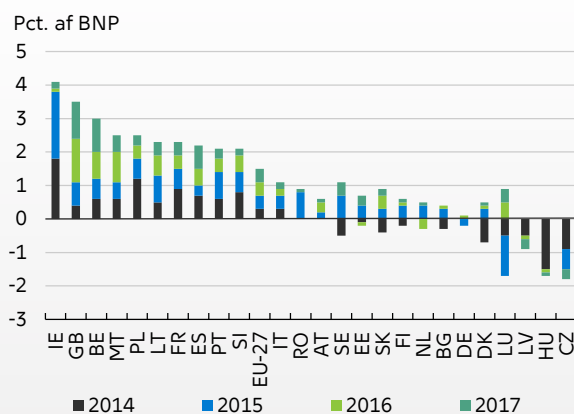
EU-landene forventes at fortsætte med at konsolidere de offentlige finanser i de kommende år, jf. figur 7 (venstre). Hastigheden aftager dog i mange lande. I 2010-13 er finanspolitikken i EU-27 i gennemsnit strammet med ca. 0,8 pct. af BNP om året, mens den i 2014-17 i gennemsnit strammes med ca. 0,3 pct. af BNP om året. Den lavere hastighed afspejler bl.a., at landene har gjort en betydelig indsats de foregående år. Det kan dog også skyldes, at presset som følge af statsgældskrisen er aftaget, og renterne på statsobligationer er faldet, samt at den økonomiske udvikling er svag. Finanspolitikken er generelt afstemt i forhold til landenes respektive udfordringer – jo større et lands gæld er, jo større ventes stramningen at blive, jf. figur 7 (højre). Initiativer for 2015 og frem er dog generelt endnu ikke vedtaget i de nationale parlamenter. De finanspolitiske planer efter 2014 er derfor behæftet med usikkerhed.

De 11 EU-lande i underskudsproceduren planlægger generelt at overholde deres frister, som for de fleste er i 2015 eller 2016. Kun Storbritannien forventer i sit konvergensprogram ikke at overholde sin frist⁶. Kommissionens forårsprognose peger dog på, at flere lande ikke vil overholde

deres budgetmål for 2014 og 2015. Frankrig har efter at have afleveret sit stabilitetsprogram meddelt, at man først forventer at opnå et budgetunderskud på 3 pct. af BNP i 2017.

Knap halvdelen af EU-landene ventes at fastholde eller opnå deres MTO i programperioden, jf. figur 8. De øvrige lande vil ifølge Europa-Kommissionens beregninger ikke have opnået deres MTO i 2017, selv om de gennemfører deres finanspolitiske planer fuldt ud. Det kan bl.a. skyldes, at de ifølge Kommissionens beregninger ikke overholder stabilitets- og vækstpagtens bestemmelse om at stramme finanspolitikken med som udgangspunkt 0,5 pct. af BNP om året, indtil MTO er opnået. Den forventede gennemsnitlige stramning af finanspolitikken på 0,3 pct. af BNP om året i gennemsnit tyder ifølge Kommissionen (2014) på, at der i EU som helhed ikke planlægges en tilstrækkelig indsats i de kommende år til at håndtere de finanspolitiske udfordringer. Der er dog store forskelle på tværs af landene. Kommissionens forårsprognose fra maj viser desuden, at den forventede stramning i EU i 2014 kun udgør 0,1 pct. af BNP. Der er imidlertid en vis usikkerhed forbundet med at måle den finanspolitiske tilpasning via ændringen i den strukturelle saldo, og det giver ikke nødvendigvis et fuldkomment billede af den førte finanspolitik, jf. Agerholm mfl. (2012).

Ændring i EU-landenes strukturelle saldo



Figur 7

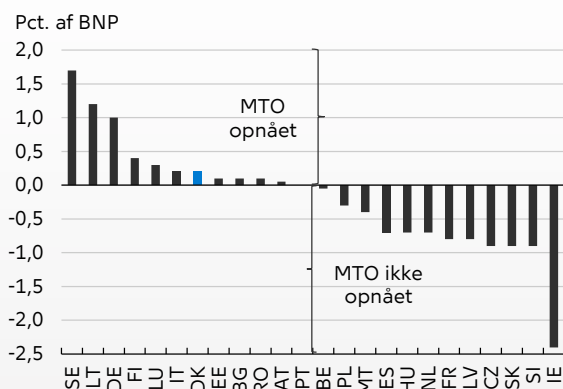
Anm.: Venstre figur: Ændring i forhold til året før. Struktursaldoen er genberegnet af Europa-Kommissionen på baggrund af oplysningerne i stabilitets- og konvergensprogrammerne. For Danmark er det Finansministeriets tal for den strukturelle saldo. Der er ikke data for Cypern, Grækenland og Kroatien inkluderet i figurerne.

Kilde: Eurostat, Europa-Kommissionen (2014) og Finansministeriet (2014).

6 Storbritannien har en undtagelse fra EU-traktatens bestemmelse om, at EU-landene skal undgå uforholdsmæssigt store offentlige underskud.

Forventet afvigelse fra MTO i 2017

Figur 8



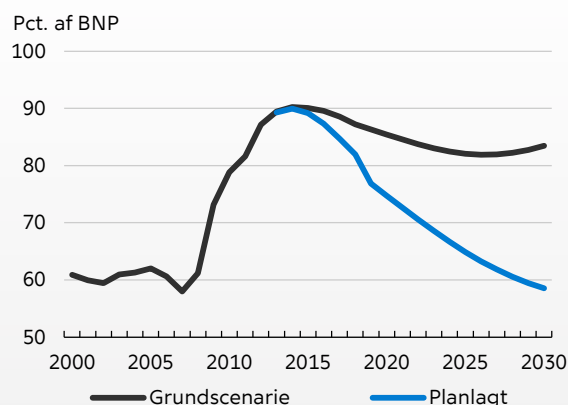
Anm.: Afvigelse mellem MTO og struktursalden i 2017, hvor sidstnævnte er genberegnet af Europa-Kommissionen på baggrund af oplysningerne i stabilitets- og konvergensprogrammerne. Positiv (negativ) værdi betyder, at MTO er mere (mindre) end opnået. For Danmark er det Finansministeriets tal for den strukturelle saldo. Storbritannien har ikke et MTO. Kommissionen har ikke beregnet struktursalden for Cypern, Grækenland og Kroatien.

Kilde: Europa-Kommissionen (2014) og EU-landenes stabilitets- og konvergensprogrammer fra 2014.

Det er vigtigt, at EU-landene indretter deres budgetpolitik, så de får håndteret både deres kortsigtede og langsigtede finanspolitiske udfordringer. Det er også en forudsætning, at der opbygges et råderum, for at finanspolitikken kan anvendes til at stabilisere konjunkturudviklingen. EU-regelsættet skal netop bidrage hertil. Med et finanspolitisk råderum vil der være plads til at lempe finanspolitikken, når den økonomiske vækst svigter, og pengepolitikens muligheder kan være indskrænkede som i den aktuelle situation, hvor de pengepolitiske renter er tæt på nul. Regelsættet indeholder fleksibilitet, så der kan tages højde for strukturreformer, der på langt sigt styrker de offentlige finanser, eller særlige forhold såsom voldsomme konjunkturtilbageslag. For ikke at udfordre troværdigheden og for at undgå ny usikkerhed om den finanspolitiske holdbarhed i EU er det væsentligt, at regelsættet overholdes og håndhæves. Ellers kan finansiel uro blusse op igen. Nogle lande er kommet langt i forhold til at skabe råderum og sikre finanspolitisk holdbarhed. Andre har i varierende grad behov for at fortsætte med at konsolidere og gennemføre strukturelle reformer. Det vil tage tid at reducere de høje gælds niveauer, og processen udfordres af, at væksten og inflationen på nuværende tidspunkt er meget lav.

Scenarier for den offentlige gæld i EU

Figur 9



Anm.: I grundscenariet inkluderes kun vedtagne initiativer. I scenariet "planlagt" indregnes Europa-Kommissionens vurdering af initiativerne i landenes stabilitets- og konvergensprogrammer fra 2014. I begge scenarier indregnes den forventede ændring i de aldersrelaterede udgifter.

Kilde: Europa-Kommissionen (2014).

Betydningen af EU-landenes finanspolitiske indsats kan belyses ved at se på gældsudviklingen under forskellige scenarier, jf. figur 9. Hvis der ikke gennemføres nye konsoliderende tiltag efter 2015 ("grundscenarie"), vil den offentlige gæld kun kortvarigt aftage, hvorefter den stiger igen. Implementeres planerne i EU-landenes stabilitets- og konvergensprogrammer fuldt ud (scenariet "planlagt"), vil gælden aftage, men først komme under 60 pct. af BNP i slutningen af 2020'erne. Som nævnt er initiativer for 2015 og frem dog generelt ikke vedtaget endnu i de nationale parlamenter, og udviklingen er derfor behæftet med usikkerhed. Hvis gælden skal reduceres hurtigere end planlagt, er der behov for at stramme finanspolitikken yderligere.

LITTERATUR

Agerholm, Jens Bech, Uffe Mikkelsen og Karoline Garm Nissen (2012), Finanspolitik i EU – hvad har vi lært af krisen?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 1.

Europa-Kommissionen (2012a), The 2012 ageing report.

Europa-Kommissionen (2012b), Fiscal sustainability report.

Europa-Kommissionen (2013), Report on public finances in EMU.

Europa-Kommissionen (2014), The 2014 stability and convergence programmes: an overview, *Occasional Papers*, nr. 199.

Finansministeriet (2014), Opdateret 2020-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2018.

OECD (2012), *Economic Outlook*, nr. 91.

AKTUELLE TENDENSER I FÆRØSK ØKONOMI

Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I 2013 voksede færøsk økonomi efter et par år præget af stilstand. Det nominelle bruttonationalprodukt, BNP, steg 5,1 pct., mens forbrugerpriserne faldt 0,6 pct. Fremgangen i det nominelle BNP var drevet af fiskeeksporten, der steg som følge af øgede fangster af makrel og sild samt høje priser på laks. Den private efterspørgsel er også på vej frem efter nogle år, hvor husholdningerne har været tilbageholdende. Beskæftigelsen er svagt stigende, og ledigheden er lav og faldende.

EU ophævede i august 2014 handelssanktioner over for Færøerne, som EU iværksatte i slutningen af august 2013, efter politisk forståelse

mellem de to parter om sildefangsterne. Desuden er der indgået en 5-årig aftale med de øvrige kyststater i Nordatlanten om makrelkvoterne. Det mindsker usikkerheden i fiskeriet og kan øge indtjeningen.

Den økonomiske fremgang og øgede indtægter fra ressourceafgifter mindsker landskassunderskuddet. Der er således tale om en cyklisk forbedring, og holdbarheden af de offentlige finanser er ikke forbedret trods det lavere underskud. Foranstaltninger, der kan forbedre den underliggende stilling på de offentlige finanser, udestår dermed fortsat.

NATIONALREGNSKAB OG HANDELSBALANCE

Det nominelle BNP steg 5,1 pct. i 2013 efter en vækst på 3 pct. året før, jf. tabel 1. Fremgangen i den færøske økonomi har de senere år været drevet af eksporten af fisk, mens den indenlandske efterspørgsel har været afdæmpet. I 2012 steg investeringerne imidlertid kraftigt, især i skibe og fly, der i høj grad importeres og derfor ikke umiddelbart påvirker aktiviteten.

Fremgangen i fiskeeksporten gjorde, at værdien af eksporten ekskl. skibe og fly steg knap 15 pct. i 2013, jf. tabel 2. Importen ekskl. skibe og fly voksede knap 2 pct., primært som følge af øget import af køretøjer samt varer til husholdningerne og byggeriet. De foreløbige opgørelser for 1. halvår 2014 viser, at både eksport og import ekskl. skibe og fly ligger højere end i samme periode året før.

Fakta om Færøerne

Folketal (primo 2014)	48.219
heraf i Tórshavn kommune	19.945
heraf 18-66 år	29.067
Antal lønmodtagere (fuldtid, årsgns., 2013)	23.703
Ledighed (fuldtid, årsgns., 2013)	1.214
Bruttonationalprodukt, BNP (mio. kr., 2013)	14.344
BNP pr. indbygger (1.000 kr., 2013) ¹	297,8
Disp. bruttonationalindkomst pr. indb. (1.000 kr., 2012)	318,6

Kilde: Hagstova Føroya.

1. Til sammenligning var BNP pr. indbygger i Danmark 330.900 kr. i 2013.

Nationalregnskab, nominelle vækstrater

Tabel 1

Pct., år-år	Andel af BNP i 2012, pct.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Privat forbrug	55,2	8,0	5,8	-0,2	-1,4	-1,6	9,6	1,2	n.a.
Offentligt forbrug	30,9	3,3	8,2	10,5	1,8	3,7	1,9	0,9	n.a.
Bruttoinvesteringer i alt	28,9	42,1	28,4	-34,6	-17,4	20,7	-3,3	61,1	n.a.
Eksport af varer og tjenester	48,7	11,2	6,5	7,8	-11,0	15,2	12,9	2,2	n.a.
Endelig anvendelse lig samlet tilgang	163,7	12,5	10,3	-3,0	-5,7	6,8	7,2	8,6	n.a.
Import af varer og tjenester	63,7	11,9	18,7	-6,8	-13,2	6,6	17,2	18,8	n.a.
Bruttonationalprodukt	100,0	12,9	5,9	-0,8	-1,7	7,0	2,4	3,0	5,1
Disp. bruttonationalindkomst	111,7	12,3	7,3	-5,1	-3,3	11,0	5,0	2,0	n.a.
Memo: Forbrugerpriser		1,5	3,6	6,3	-1,0	0,4	2,3	2,2	-0,6

Anm.: Disponibel bruttonationalindkomst er BNP tillagt løn- og formueindkomst, netto, og overførsler fra udland, netto.

Kilde: Hagstova Føroya.

Handels- og betalingsbalance

Tabel 2

Mio. kr.	2011	2012	2013
Eksport	5.407	5.515	6.085
Eksport ekskl. skibe og fly	4.778	5.209	5.981
Import	5.279	6.683	6.271
Import ekskl. skibe og fly	4.556	5.355	5.446
Handelsbalance	128	-1.167	-186
Handelsbalance, ekskl. skibe og fly	222	-145	535
Betalingsbalancens løbende poster	884	-447	n.a.

Kilde: Hagstova Føroya.

Betalingsbalancens løbende poster er endnu ikke opgjort for 2013. Underskuddet på handelsbalancen var 186 mio. kr., svarende til 1,3 pct. af BNP, og vil blive mere end opvejet af lønindkomster fra personer, der bor på Færøerne, men arbejder i udlandet. Overskuddet på betalingsbalancen i 2013 ventes at blive omkring 500 mio. kr.

SENESTE KONJUNKTURTENDENSER

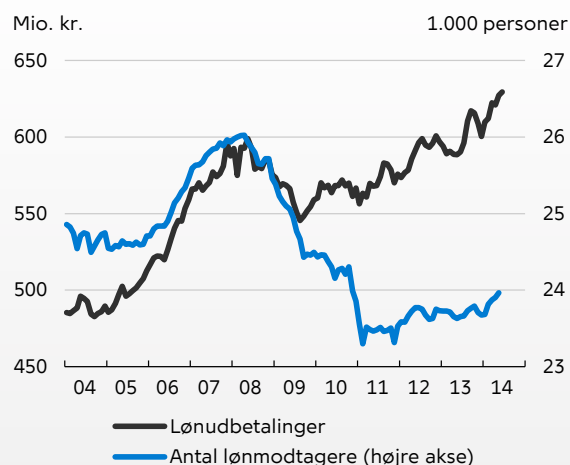
Antallet af lønmodtagere er steget svagt siden foråret 2013 efter at have ligget stort set fladt i det foregående år, jf. figur 1.¹ Beskæftigelsen er dog fortsat betydeligt lavere end før den kraftige stigning i 2006-08. Den seneste tids stigning i antallet af lønmodtagere afspejles også i de samlede lønudbetalinger, som i juli 2014 var øget med 5,3 pct. år til år efter i nogle år kun at være steget lidt mere end forbrugerpriserne.

Stigningen i beskæftigelsen har bl.a. fundet sted inden for byggeriet, jf. figur 2 (venstre). Det skyldes i høj grad, at det offentlige har sat store anlægsprojekter i gang, men også at enkelte virksomheder har bygget nye fabrikker eller kontorer. Beskæftigelsen i byggeriet ligger på samme niveau som i 2002, dvs. før højkonjunktoren med kraftigt stigende boligpriser satte ind på Færøerne.

De private tjenesteehverv har i 2013 og begyndelsen af 2014 øget antallet af lønmodtagere beskedent. Det følger efter et par år med stilstand efter en betydelig tilpasning i 2009-10. Fremgangen er bl.a. sket i virksomheder inden for handel

1 En konjunkturvurdering af færøsk økonomi er udfordret af, at det statistiske materiale er begrænset. Fx opgøres BNP kun nominelt, årligt og med betydelig forsinkelse. I stedet må andre mål anvendes, fx lønudbetalingerne og antal lønmodtagere, som opgøres med relativt kort forsinkelse og normalt giver en udmærket indikation af udviklingen i færøsk økonomi.

Løndbetalinger og antal lønmodtagere Figur 1



Anm.: Sæsonkorrigerede månedsdata. 3 måneders glidende gennemsnit for løndbetalinger. Seneste observation er maj 2014 for antal lønmodtagere og juli 2014 for løndbetalinger.

Kilde: Hagstova Føroya.

og vedligeholdelse samt transport, især søtransport. Også hoteller og restauranter har fået flere ansatte, hvilket skal ses i sammenhæng med, at turismen er begyndt at gå frem. Den finansielle sektor har derimod fortsat mindsket antallet af medarbejdere, ligesom beskæftigelsen inden for kommunikation også er faldet.

Trods fremgangen i fiskeriet er beskæftigelsen faldet, jf. figur 2 (højre). Beskæftigelsen i fiskeindustrien er også faldet trods de øgede fangster.

Det skyldes, at langt størstedelen eksporteres uforarbejdet. Der er dog de seneste par år blevet investeret i nye fabrikker til forarbejdning og frysning af fisk, men det har ikke kunnet opveje den generelle beskæftigelsestilbagegang i branchen.

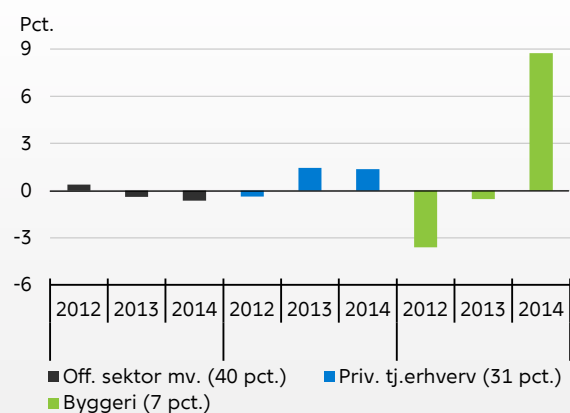
Fiskeopdræt, som har klaret sig særdeles godt de senere år, har haft stigende beskæftigelse. Produktionen kræver imidlertid meget lidt arbejdskraft, så det har kun begrænset effekt på den samlede beskæftigelse.

Både virksomhederne og forbrugerne ser ganske positivt på den økonomiske situation ifølge de halvårslige konjunkturbarometre. Således lå begge barometre i klart positivt territorium og på samme pæne niveau som i 2007, før det økonomiske tilbageslag.

Sammenlignet med de tidligere målinger vurderer husholdningerne deres egen og landets økonomi til at være bedre end for et år siden, ligesom de nu har mere positive forventninger til fremtiden. Det kan tyde på, at det private forbrug vil stige efter flere års stilstand, hvor husholdningerne har konsolideret sig. At det private forbrug er ved at løfte sig understøttes af, at momsindbetalinger og import af forbrugsvarer er steget i 1. halvår 2014, ligesom importen af personbiler også har været i klar fremgang.

Boligmarkedet understøttes af rentefald, ligesom pengeinstitutterne det seneste år har mindsket deres rentemarginaler. Handelsaktiviteten er opadgående og ligger nu på omtrent samme niveau som i midten af 2000'erne. I Tórshavn er der

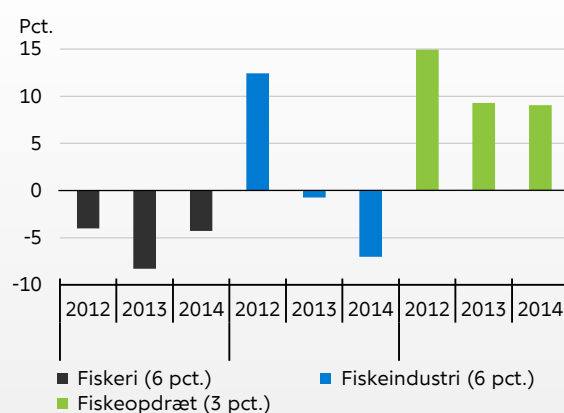
Ændring i antal lønmodtagere i udvalgte brancher



Anm.: Tal for 2014 viser ændringen for perioden januar-juni 2014 i forhold til samme periode i 2013. Tal i parentes i figurforklaringen angiver sektorens andel af den samlede lønmodtagerbeskæftigelse i 2013.

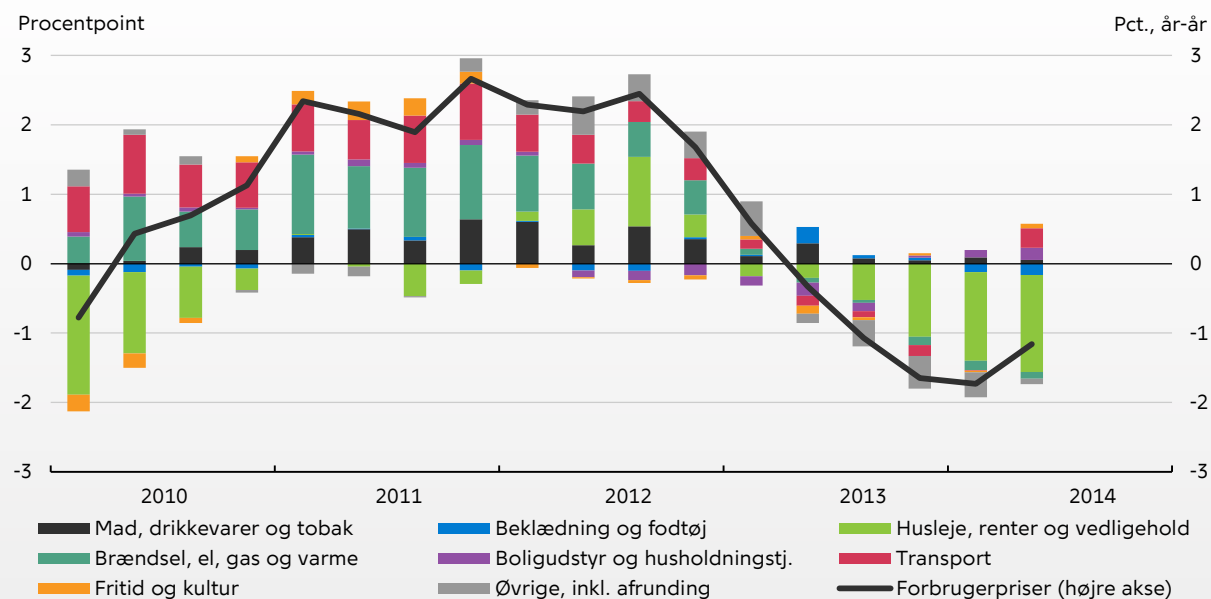
Kilde: Hagstova Føroya.

Figur 2



Stigninger i forbrugerpriserne og bidrag fra underkomponenter

Figur 3



Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

tegn på, at prisen på de handlede boliger stiger, mens udviklingen på Færøerne som helhed synes at være stort set flad.

Boligejernes renteudgifter indgår i indekset for forbrugerpriserne. De lavere renteudgifter for et lån til ejerboliger trækker indekset ned, og forbrugerpriserne er faldet siden foråret 2013, jf. figur 3. I 2. kvartal 2014 lå forbrugerpriserne 1,2 pct. lavere end i samme kvartal året før, men hvis man ser bort fra renteudgifter til ejerboliger, var inflationen 0,4 pct. De lave forbrugerprisstigninger understøtter husholdningernes realindkomst og derigennem det private forbrug. Lønsudbetalingerne i de første syv måneder af 2014 steg nominelt med knap 4 pct.

ARBEJDSMARKED

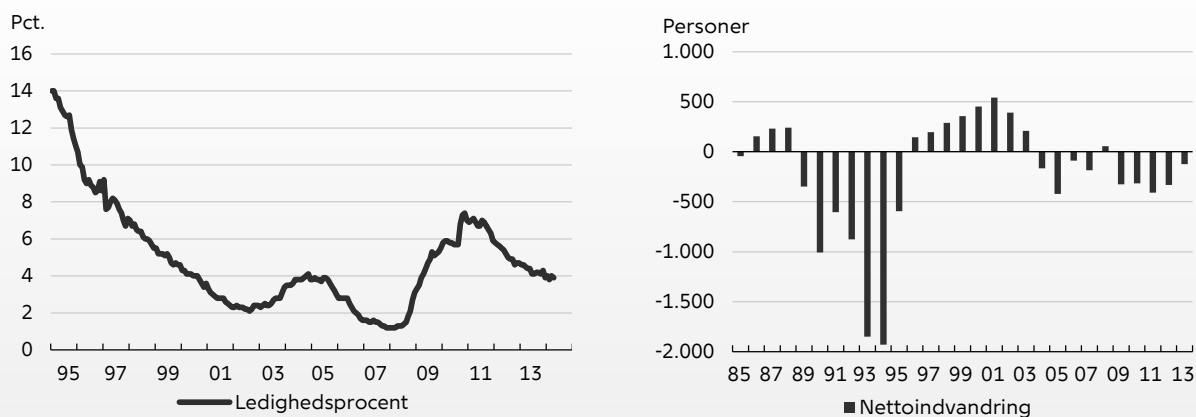
Ledigheden er faldet jævnt siden begyndelsen af 2011 og udgjorde i juli 2014 sæsonkorrigeret 3,9 pct. af arbejdsstyrken, jf. figur 4 (venstre). Det er samme niveau som i 2004-05. Niveauet er svært at sammenligne med andre lande, da befolkningen på Færøerne er meget mobil og reagerer på en høj ledighed. Således skyldes kun en mindre del af ledighedsfaldet, at beskæftigelsen er øget. I stedet har der været nettoudvandring, hvilket følger

de tidligere års tendens, når ledigheden er relativt høj, jf. figur 4 (højre). Nettoudvandringen har i 2009-12 overskygget, at demografien umiddelbart indebærer en lille stigning i både befolkningstallet og antallet af personer i den erhvervsaktive alder. Desuden har stadig flere personer med bopæl på Færøerne fået arbejde i udlandet, for størstedelens vedkommende inden for skibsfart, fiskeri, offshore-aktiviteter og byggeri.

At et stort antal færinger arbejder i udlandet vidner om en velkvalificeret og meget mobil arbejdsstyrke. Det er positivt, men øger samtidig risikoen for, at der nemmere opstår mangel på arbejdskraft på Færøerne. Det er aktuelt et problem inden for byggeriet, hvor en del håndværkere, især elektrikere, har fundet arbejde i Norge, hvor lønnen er højere, især efter skat. Der er således tegn på flaskehalse på Færøerne, og det har medført ny lovgivning, som siden juli 2014 har gjort det nemmere at bruge udenlandsk arbejdskraft inden for byggeriet. Det er særlig vigtigt, da der er planlagt flere store anlægsprojekter i de kommende år.

Ledighed og nettoindvandring

Figur 4



Anm.: Sæsonkorrigerede månedsdata for ledighedsprocenten.
Kilde: Hagstova Føroya.

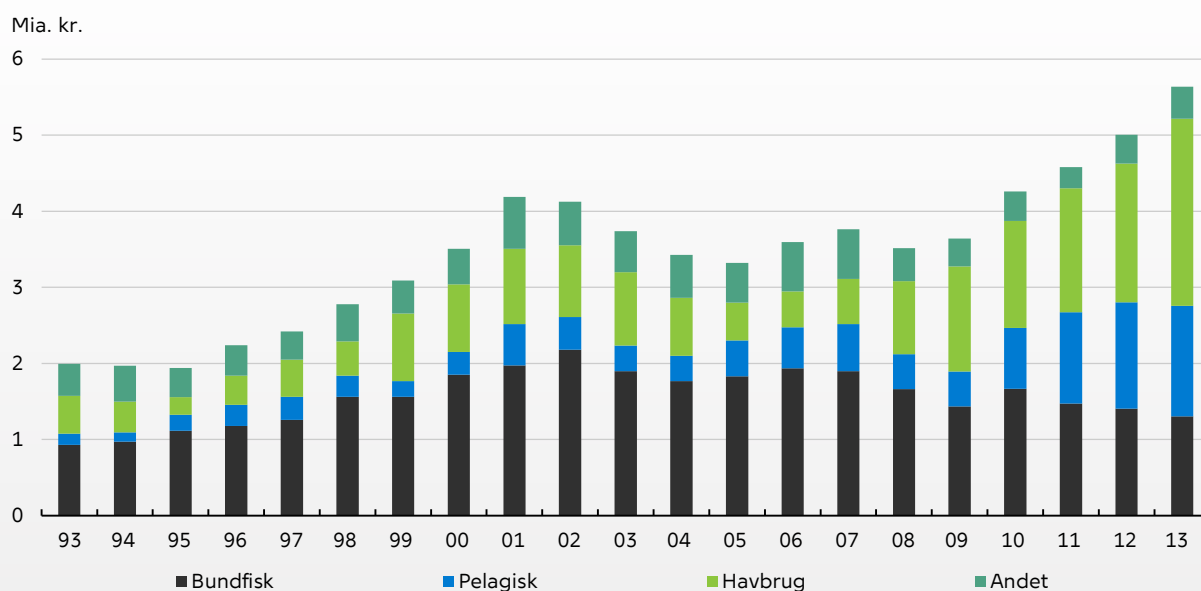
FISKERI OG HAVBRUG

Fisk har de seneste år udgjort knap en sjettedel af den samlede bruttoværditilvækst på Færøerne og ca. 95 pct. af vareeksporten ekskl. skibe og fly. Færøsk økonomi er dermed meget afhængig af udviklingen i fangstmængderne og fiskepriserne.

Begge svinger en del over tid, men for de forskellige fiskearter ikke nødvendigvis i samme retning. Da indtjeningen i de senere år i stigende grad har fordelt sig på flere forskellige slags fisk, jf. figur 5, mindsker det sårbarheden i økonomien som helhed.

Værdi af fiskeeksport

Figur 5



Anm.: Pelagiske fisk lever i de åbne vandmasser og ikke på bunden eller i kystfarvande. Det er bl.a. makrel, sild, hvilling, lodde og brisling.
Bundfisk dækker bl.a. torsk, sej og kuller. Havbrug inkluderer laks og ørred. Andet indeholder bl.a. skaldyr.
Kilde: Hagstova Føroya.

I de senere år er indtjeningen fra fisk steget betydeligt. Fremgangen er sket i havbrugene og det pelagiske fiskeri ved Færøerne, især sild og makrel. Omvendt har det traditionelle lokale bundfiskeri, som består af torsk, sej og kuller, været økonomisk svagt.

Havbrugene fortsatte i 2013 med at øge indtægterne og stod for 44 pct. af den samlede fiskeeksport. De opdrætter altovervejende laks, som de senere år har været begunstiget af høje priser. Færøerne har fortsat adgang til det russiske marked efter Ruslands handelsembargo vedrørende visse fødevarer fra EU. Det giver mulighed for at afsætte laks til det russiske marked til høje priser, mens priserne omvendt er faldet betydeligt på det europæiske marked. Den samlede effekt for færøsk økonomi er derfor ikke entydig. Omfanget af havbrug er højt og tæt på kapacitetsgrænsen, hvis sygdomsepidemier med store omkostninger til følge skal undgås.

Indtjeningen i det pelagiske fiskeri er også steget betragteligt de senere år. Det skyldes primært øgede fangster, hvilket bl.a. afspejler, at Færøerne i 2010-13 fastsatte sin egen kvote for makrel efter resultatløse forhandlinger med EU, Norge og Island om en anden fordeling af den samlede kvote. I 2013 fastsatte Færøerne også sin egen kvote for nordhavssild. Kvoten for makrel var 158.000 tons og for nordhavssild 105.000 tons. Havde man overholdt de gamle aftaler, havde kvoten været ca. 30.000 tons for hver af de to fiskearter.

I marts 2014 indgik Færøerne, Norge og EU en 5-årig aftale om makrelkvoterne, som i år gør det muligt, at fangsten af makrel bliver på omtrent samme niveau som sidste år. I juni 2014 indgik Færøerne og EU en politisk aftale om at afslutte uenighederne om sildefiskeriet. På den baggrund har Færøerne fastsat en sildekvote på 40.000 tons i år, og EU ophævede i august 2014 sine handels-sanktioner over for Færøerne. De blev indført i august 2013 som reaktion på, at de færøske sildekvoter fastsat for 2013 ikke vurderedes biologisk bæredygtige. Sanktionerne indebar bl.a. et import- og transitforbud i EU for sild og makrel fra Færøerne, men de blev indført på et tidspunkt, hvor størstedelen af fangsten og salget af makrel og sild allerede havde fundet sted.

Enigheden om makrelkvoterne har også haft betydning for andre dele af fiskeriet, da det dermed atter blev muligt at indgå bilaterale aftaler med Norge og EU om andre fiskearter. Færøske

skibe må nu igen fiske i Barentshavet, som er vigtig for bundfiskeriet, især efter torsk og kuller. Det er specielt vigtigt, da fangsterne i færøsk farvand af de to slags fisk er meget lave, og udsigterne ifølge Færøernes Fiskeriundersøgelser ikke er gode de kommende år.

OFFENTLIGE FINANSER

Der har været underskud på de offentlige finanser siden 2008, men det er faldende. Det afspejler bl.a., at udbetalingerne fra den obligatoriske arbejdsløshedskasse er faldet som følge af den faldende ledighed og stramningerne i 2012. Kommunerne har set under ét været i økonomisk balance de senere år, mens pensionskasserne, som er i opbygningsfasen, har kørt med overskud. Størstedelen af underskuddet på de offentlige finanser kan derfor henføres til landskassen, som i 2013 havde et underskud på 413 mio. kr., svarende til 2,9 pct. af BNP, jf. tabel 3. Vurderet ud fra landskassens indtægter i 1. halvår 2014 bliver underskuddet mindre end budgetteret i finansloven for 2014.

Landsstyret har aftalt, at landskassen skal have overskud fra 2016. Med fremgang i konjunkt-

Landskassens hovedposter

Tabel 3

Mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014 ¹
Skatter og afgifter m.m.	3.489	3.705	3.610	3.686	3.965
Andre indtægter	40	113	33	63	92
Bloktilskud	616	616	624	632	635
Indtægter i alt	4.145	4.433	4.268	4.381	4.692
Driftsudgifter	4.500	4.541	4.375	4.463	4.558
Anlægsinvesteringer	169	150	182	237	277
Renteudgifter, netto	57	65	45	94	80
Udgifter i alt	4.726	4.756	4.602	4.794	4.915
Saldo	-581	-322	-335	-413	-223
Landskassens bruttogæld, ultimo	4.954	5.604	5.417	6.102	n.a.

Kilde: Rigsombudsmanden på Færøerne.

¹ Tal for 2014 er fra finanslov 2014, mens tal for de øvrige år er regnskabstal.

turerne og mulighed for betydelige indtægter fra ressourceafgifterne, kan det ikke afvises, at målet kan nås. Indtægterne fra ressourceafgifterne er imidlertid knyttet til, hvor godt det går i fiskeriet, og de kan derfor svinge meget over tid. Aktuelt går det usædvanligt godt for både det pelagiske fiskeri og havbrugene, så de offentlige indtægter er større end normalt. Hvis der er overskud i 2016, vil det dermed ikke afspejle den underliggende stilling på de offentlige finanser. Der bør derfor foretages yderligere tiltag, som strukturelt kan styrke landskassens finanser. Det gælder især, da landsstyret fra 2012 har ændret beskatningen af pensioner, så de beskattes ved indbetaling i stedet for ved udbetaling. Det øger indtægterne i disse år, men mindsker dem senere. Underskuddet er derfor lavere nu, uden at holdbarheden af de offentlige finanser er forbedret. Det understreger, at det er vigtigt at tage højde for den strukturelle saldo, når finanspolitikken planlægges.

ØKONOMISKE UDSIGTER

Udsigterne for færøsk økonomi er tæt knyttet til udviklingen i fiskeriet og havbrugene; både mængderne og priserne kan svinge betydeligt over tid. Det er et grundvilkår i en økonomi, som er så afhængig af fisk, men det øger robustheden, at fiskeeksporten er spredt på flere forskellige slags fisk.

Enigheden med de andre parter om makrel og sild bevirker, at færøske fiskere ikke længere kun må fange fiskene i den periode, hvor de er i færøsk farvand. I stedet kan de fange dem, når kvaliteten er bedst, og den højeste pris kan opnås. Fiskerikapaciteten kan også bedre udnyttes. Det giver et betydeligt potentiale for øget indtjening i det pelagiske fiskeri, ligesom ophøret af EU's handelssanktioner atter giver adgang til det lukrative europæiske marked.

Usikkerheden i fiskeriet er mindsket efter, at der er opnået enighed om makrel og sild. Ifølge erhvervet giver det dog fortsat betydelig usikkerhed, at alle fiskelicenser på Færøerne i 2018 i princippet bliver inddraget og derefter politisk kan blive reallokeret. Det gør det mindre attraktivt at investere, da det ikke er sikkert, hvilke kvoteadgange, der er efter 2018. Ekstern finansiering bliver af samme grund også sværere.

Den indenlandske efterspørgsel vil formentligt løfte sig. Husholdningerne har således i de senere år konsolideret sig, hvilket sammen med de lave renter giver et godt afsæt for øget privat forbrug, som ifølge de nyeste opgørelser tyder på at stige efter en årrække med stilstand. Byggeriet er også på vej op efter nogle svage år og understøttes bl.a. af, at der er planlagt store anlægsprojekter de kommende år.

Fremgangen i økonomien forbedrer de offentlige finanser. Det øger risikoen for, at landsstyret ikke gennemfører de foranstaltninger, som er nødvendige for at sikre holdbare offentlige finanser. Det gælder især, da Færøerne – ligesom de øvrige vestlige økonomier – står over for en aldrende befolkning, hvilket øger udgiftspresset. En uholdbar finanspolitik kan risikere at føre til lavere kreditværdighed og højere renter.

Et betydeligt antal færinger har bopæl på Færøerne, men arbejder i udlandet. I takt med at den økonomiske aktivitet bedres på Færøerne, kan der hurtigt opstå mangel på arbejdskraft, specielt hvis antallet med arbejde i udlandet stiger. Udviklingen kan blive svær at vende, bl.a. fordi færinger kan opnå højere løn ved at arbejde i udlandet. Landsstyret kan dog mindske de skattefordele, som er knyttet hertil. Ud over at mindske risikoen for overophedning vil det også øge skatteindtægterne, hvilket kan bidrage til, at den underliggende stilling på de offentlige finanser forbedres.

