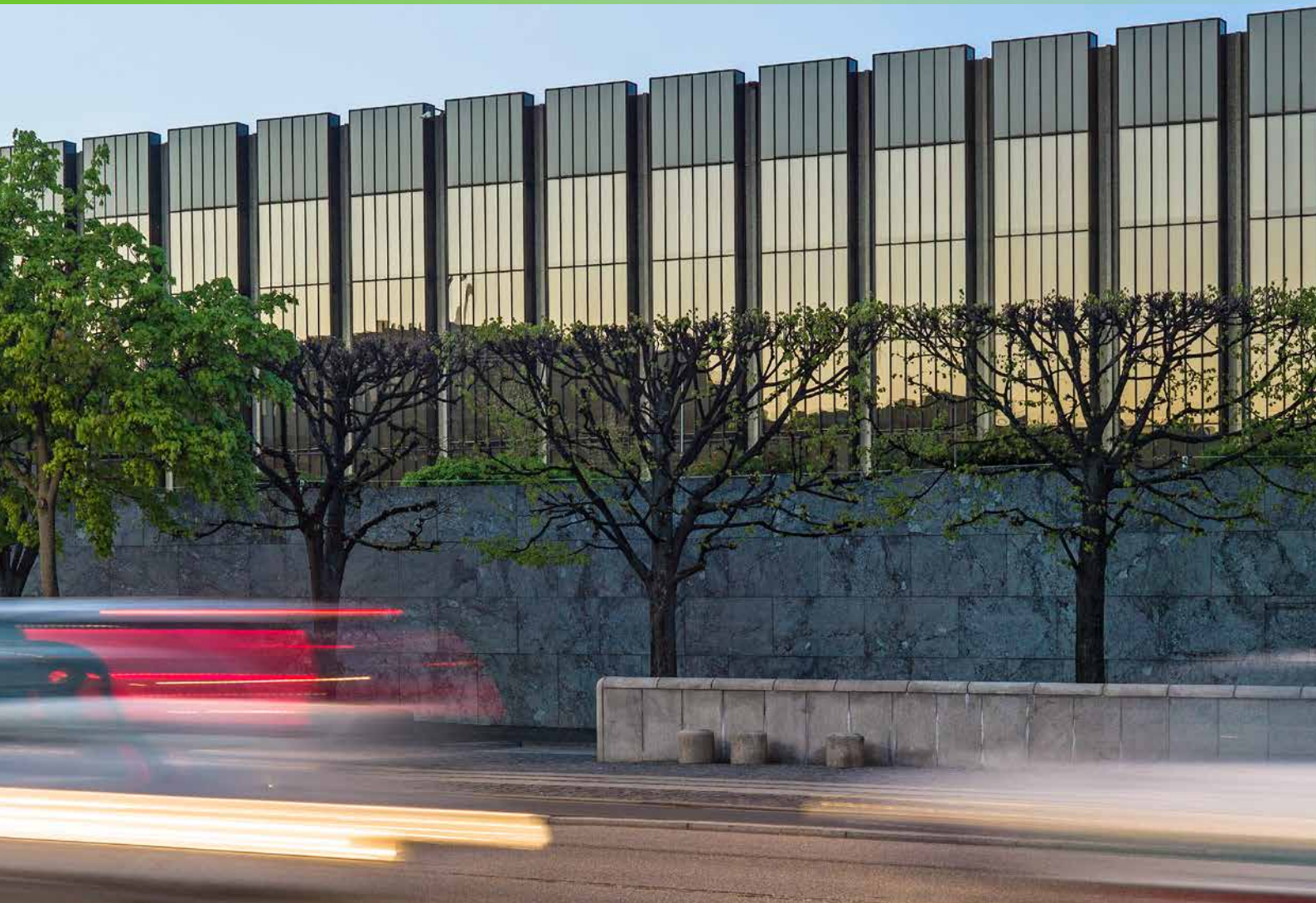


DANMARKS
NATIONALBANK

**KVARTALSOVERSIGT
4. KVARTAL**

2015



DANMARKS
NATIONALBANK

DANMARKS
NATIONALBANK
KVARTALSOVERSIGT
4. KVARTAL
2015

KVARTALSOVERSIGT 4. KVARTAL 2015

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 7. december 2015.

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

- 41 BETALINGSBALANCE, UDLANDSFORMUE OG VALUTARESERVE
Søren Lejsgaard Autrup, Paul Lassenius Kramp, Erik Haller Pedersen og Morten Spønge, Økonomisk Afdeling

Danmark har siden 1990 haft overskud på betalingsbalancens løbende poster, og overskuddet udgør aktuelt næsten 8 pct. af BNP. Selv med en tilbagevenden til en neutral konjunktursituation skønnes Danmark aktuelt at have et betalingsbalanceoverskud i størrelsesordenen 4-5 pct. af BNP. Det afspejler hovedsagelig holdbare offentlige finanser og opsparing til en fremtid med en væsentlig anden befolkningssammensætning med flere ældre. En stor udlandsformue kan være med til at sikre et lavt rentespænd over for euroområdet, men kan også i perioder forårsage kapitalindstrømning og et opadrettet pres på kronen, så der opbygges en stor valutareserve.

- 55 PENGEMARKEDET VED PRES PÅ KRONEN OG NEGATIVE RENTER
Morten Fremmich Andresen, Bank- og Markedsafdelingen
Mark Strøm Kristoffersen og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

Indskudsbevisrenten er toneangivende for renterne på pengemarkedet i en situation som den nuværende, hvor de pengepolitiske modparter har et placeringsbehov i Nationalbanken, der overstiger den samlede folioramme. At indskudsbevisrenten nu er negativ, har ikke rokket ved dens betydning for kronen og dermed ved Nationalbankens mulighed for at styre kronekursen. Nedsættelsen af indskudsbevisrenten i begyndelsen af 2015 har udvidet spændet mellem foliorenten og indskudsbevisrenten og dermed rummet for udsving i dag til dag-pengemarkedsrenterne. Volatiliteten ændrer ikke de pengepolitiske renters effekt på kronekursen. Omsætningen på det usikrede dag til dag-pengemarked er faldet, siden Nationalbanken indførte negative renter. Det afspejler især, at pengeinstitutternes indlån i Nationalbanken har været store, så behovet for at foretage transaktioner i pengemarkedet har været lavt.

Troels Kromand Danielsen og Casper Winther Nguyen Jørgensen,
Økonomisk Afdeling

Nationalbanken har siden 2011 estimeret potentiel produktion og et produktionsgab for dansk økonomi. Produktionsgab, der udgør en samlet indikator for den aktuelle konjunktursituation, spiller en fremtrædende rolle i tilrettelæggelsen af den økonomiske politik og skal derfor være tilgængeligt så tidligt som muligt, men samtidig også opgøres så præcist og pålideligt som muligt. Artiklen gør status for metoden med henblik på at vurdere, hvor pålidelig en indikator produktionsgabets er for konjunktursituationen. Beskedne revisioner af produktionsgabets i de senere år indikerer, at metoden giver et forholdsvist pålideligt billede af konjunkturerne i realtid.

AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

SAMMENFATNING

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

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

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

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

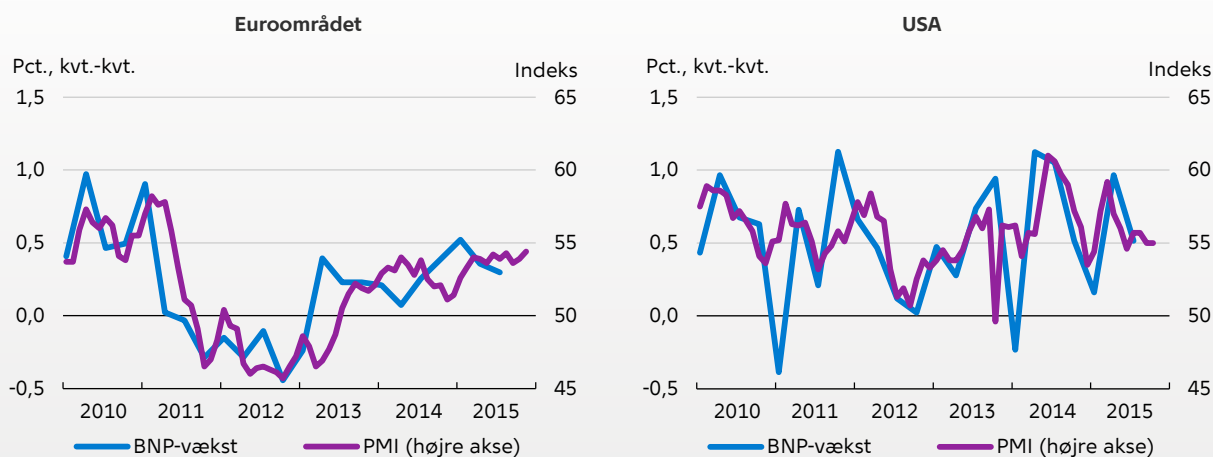
bejdsmarkedet fortsatte i 3. kvartal og underbygger billedet af, at opsvinget er i gang. Lav oliepris samt lave renter skubber fortsat på opsvinget, og hertil kommer et fald i den effektive kronekurs, som understøtter eksporten. På den baggrund skønnes væksten i det reale BNP i år til 1,4 pct. stigende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

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

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

BNP-vækst og PMI i euroområdet og USA

Figur 1



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

Kilde: Thomson Reuters Datastream.

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

KONJUNKTURUDVIKLING OG VÆKSTUDSIGTER

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Jf. det europæiske grænseagentur Frontex.

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

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

at lavere råvarepriser har reduceret værdien af deres eksport.

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

Skøn for real BNP-vækst i udvalgte økonomier

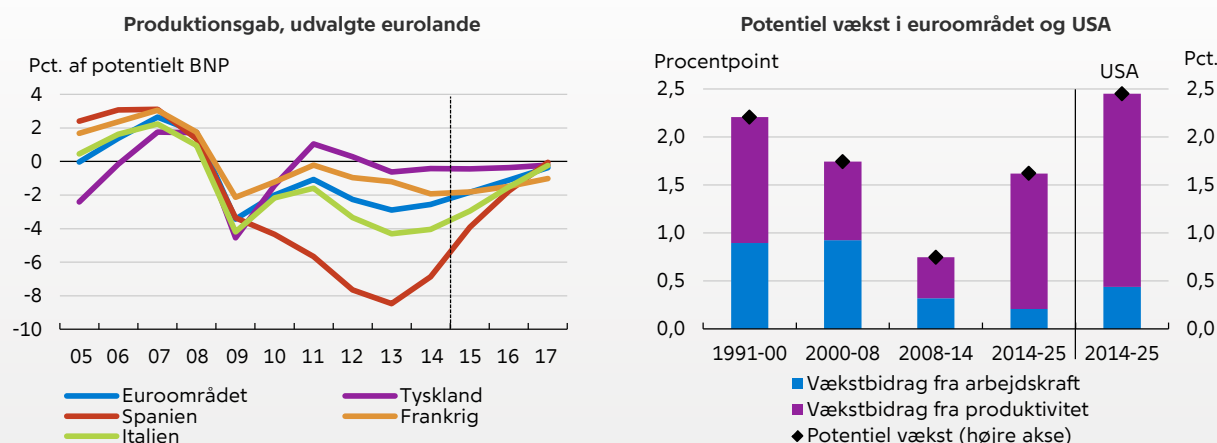
Tabel 1

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

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

Produktionsgab og potentiel vækst

Figur 2



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

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

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

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

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

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

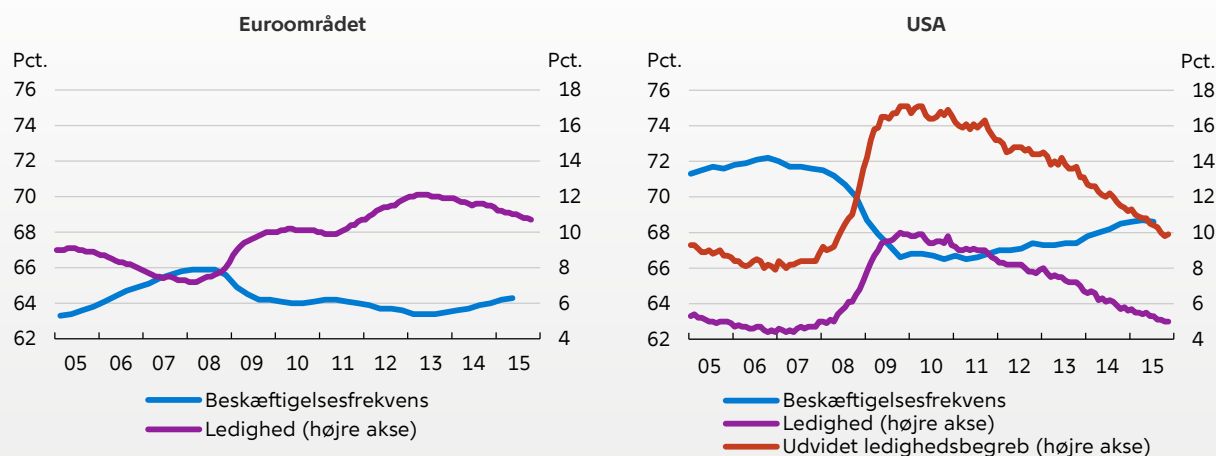
OECD skønner, at den potentielle vækst i euroområdet vil være 1,6 pct. om året i gennemsnit i perioden 2014-25. Væksten vil blive drevet af den potentielle produktivitet, som skønnes at vokse med 1,4 pct. om året i gennemsnit, hvilket er noget højere end det historiske gennemsnit. Bidraget fra den potentielle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

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

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

Beskæftigelse og ledighed i euroområdet og USA

Figur 3



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

Kilde: OECD og Macrobond.

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

ARBEJDSMARKEDER, LØNUDVIKLING OG INFLATION

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

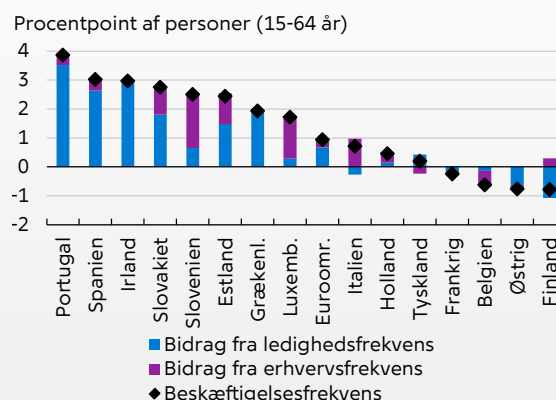
I de fleste eurolande er arbejdsstyrken vokset både under krisen og i de seneste par år, og erhvervsfrekvensen er derfor steget. Det er bl.a. et udslag af arbejdsmarkeds- og pensionsreformer. Udviklingen har forbedret strukturerne og vil løfte

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

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

Dekomponering af beskæftigelsesfrekvensen i euroområdet

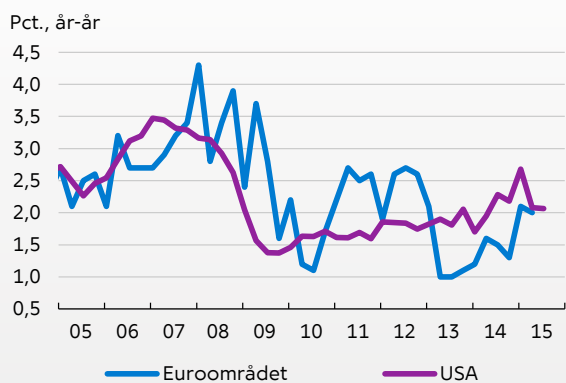
Figur 4



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

Kilde: OECD og egne beregninger.

Lønudvikling i euroområdet og USA Figur 5



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

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

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

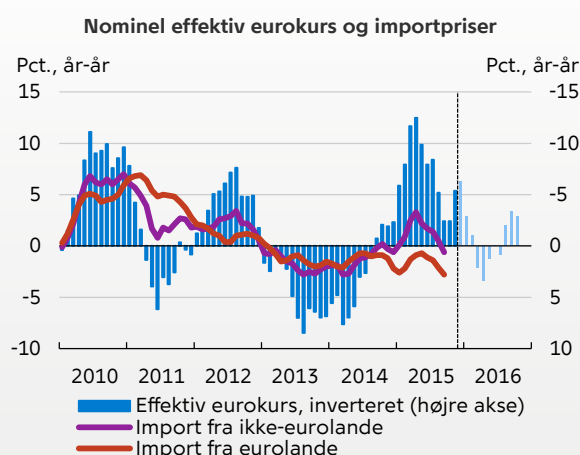
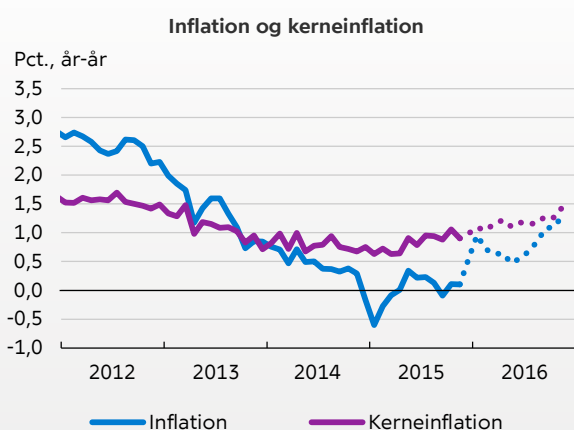
3. kvartal, jf. figur 5. Den udviser dog en stigende tendens, og både arbejdsgivere og arbejdstagere venter, at den vil tiltage over det kommende år. I euroområdet aftog lønstigningstakten en anelse i 2. kvartal efter at være steget kraftigt i 1. kvartal, men også euroområdets husholdninger venter lønstigninger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

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

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

Prisudvikling i euroområdet

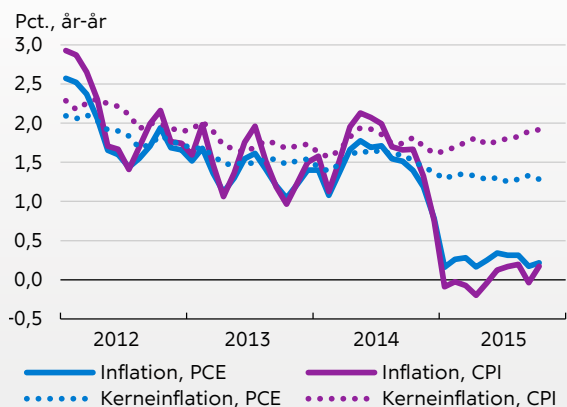
Figur 6



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

Prisudvikling i USA

Figur 7



Kilde: Macrobond.

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

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

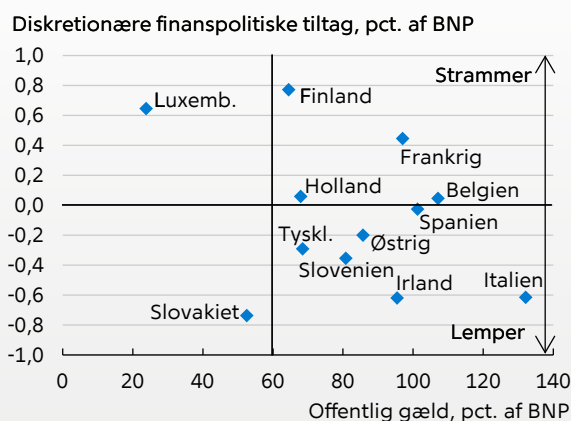
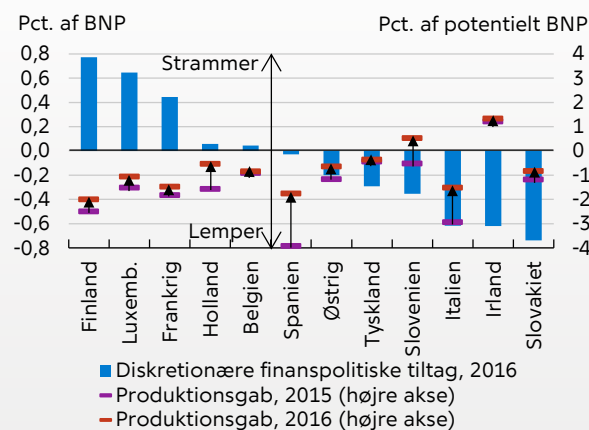
I USA er inflationen, målt ved den årlige stigning i forbrugerprisindekset, CPI, svagt positiv, jf. figur 7. Stigningstakten i prisindekset for det private forbrug, Personal Consumption Expenditures, PCE, som er den amerikanske centralbanks, Federal Reserves, foretrukne mål for inflationen, har ligget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

FINANSPOLITIK

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

Finanspolitik i euroområdet, 2016

Figur 8



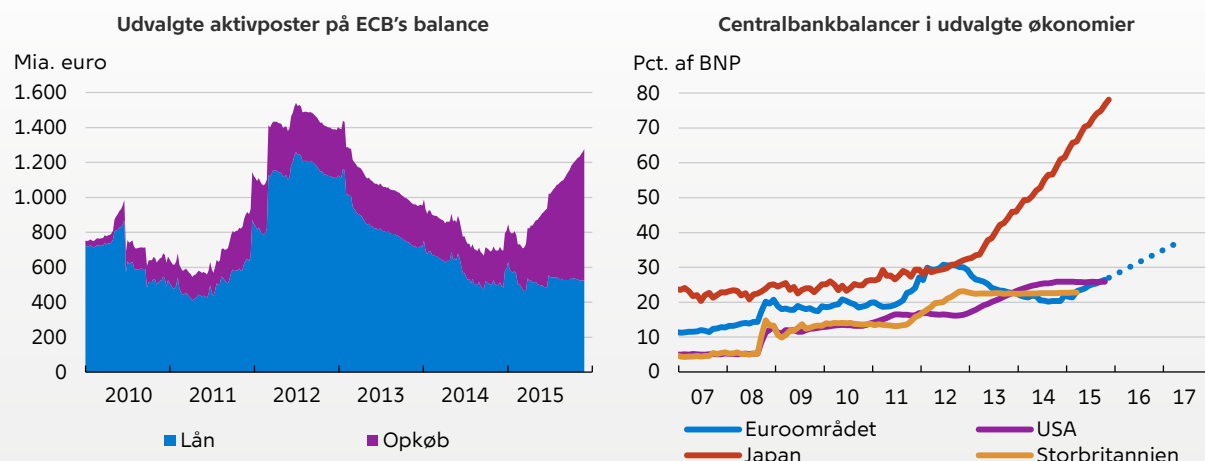
Anm.: Europa-Kommissionen har beregnet de diskretionære finanspolitiske tiltag på baggrund af eurolandenes forslag til finanslove af medio oktober 2015. Højre figur: Den lodrette streg angiver EU-traktatens referenceværdi for den offentlige gæld på 60 pct. af BNP.

Kilde: Europa-Kommissionen og egne beregninger.

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

Centralbankbalancer

Figur 9



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

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

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

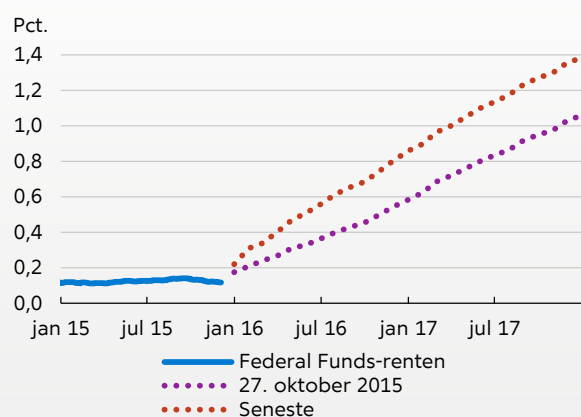
FINANSIELLE FORHOLD

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

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

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

Figur 10



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

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

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

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

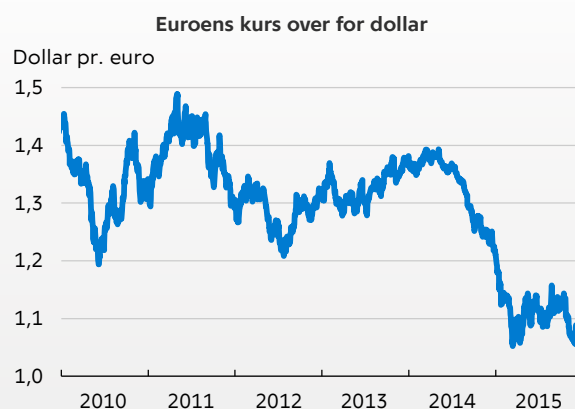
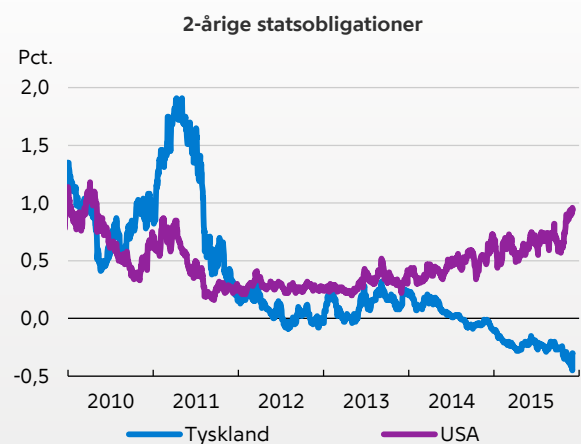
I USA har udmeldingerne fra Federal Reserve efter det pengepolitiske møde den 27.-28. oktober og gode nøgletal for arbejdsmarkedet styrket forventningerne om, at centralbanken snart sætter renten op, jf. figur 10.

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

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

Statsrenter og valutakurs

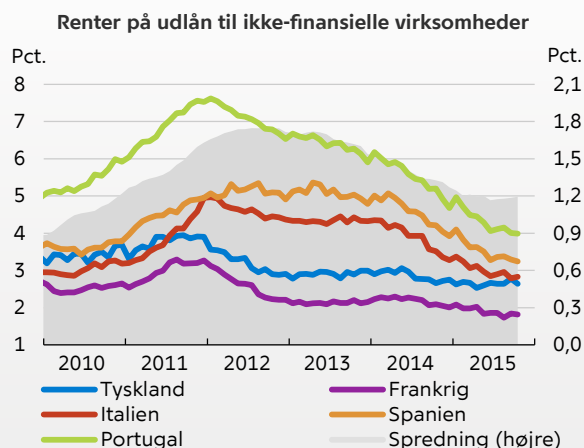
Figur 11



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

Kreditvilkår og udlånsrenter i euroområdet

Figur 12



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

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

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

PENGE- OG VALUTAMARKEDET

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

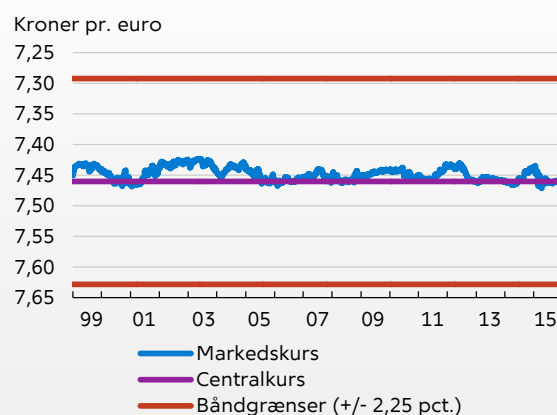
Kronen har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen meget tæt på centalkursen i ERM2, jf. figur 13. Den betydelige kapitalindstrømning til Danmark, der skete i begyndelsen af året i forbindelse med presset på kronen, har siden april været vendt til kapitaludstrømning. Udstrømningen er aftaget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

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

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

Kronens kurs over for euro

Figur 13

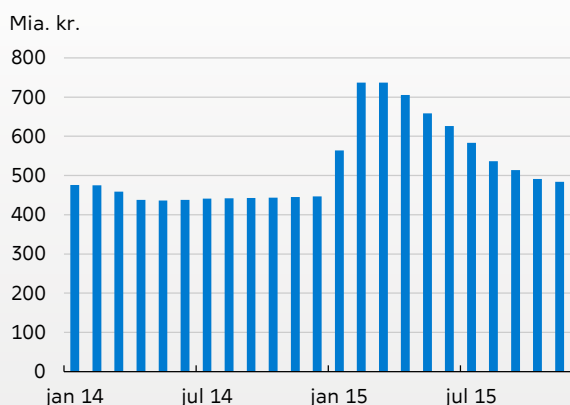


Anm.: Kronekursen er vist på omvendt skala. Seneste observation er 4. december 2015.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

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

Nationalbankens valutareserve

Figur 14



Anm.: Seneste observation er november 2015.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

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

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

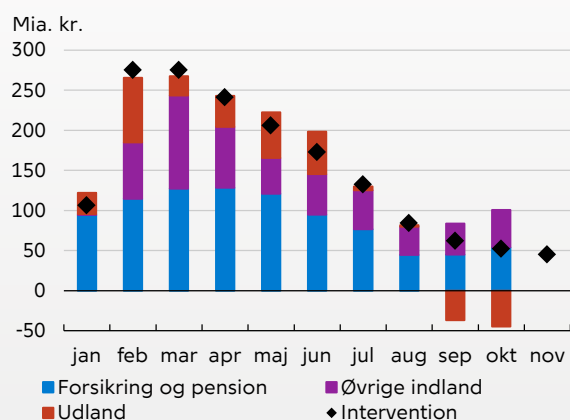
De korte pengemarkedsrenter i Danmark steg gradvist frem mod sidste del af september, hvorefter de faldt med knap 0,25 procentpoint til omkring -0,5 pct. frem mod ECB's rentemøde 3. december, jf. figur 16 (venstre). Faldet blev forstærket efter ECB's udmeldinger på rentemødet 21. oktober, hvor signalet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

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

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

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

Figur 15

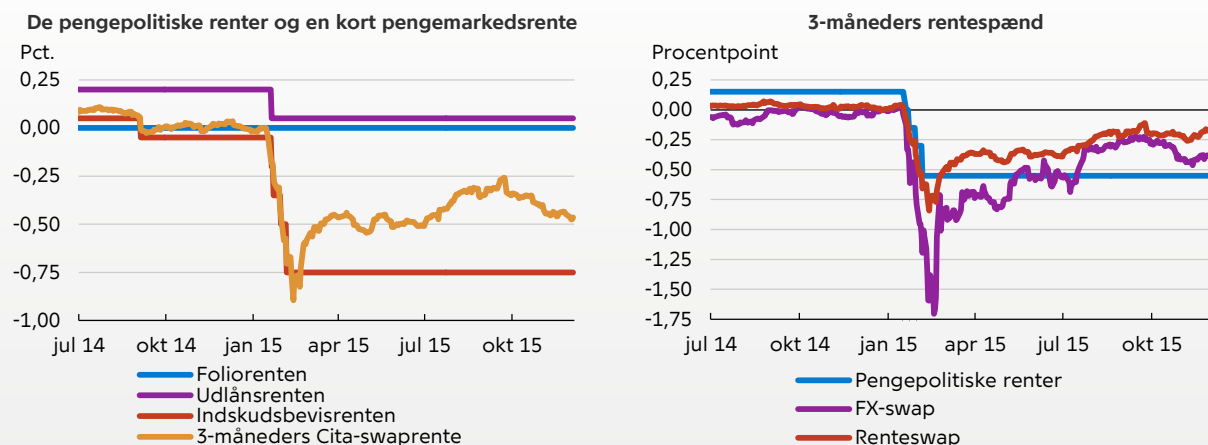


Anm.: Øvrige indland indeholder bl.a. MFI'ers og investeringsforæningers køb og salg af valuta, samt statens transaktioner i valuta. Intervention er Nationalbankens akkumulerede nettointerventionskøb af valuta mod salg af kroner.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

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

Nationalbankens renter samt rentespænd mellem Danmark og euroområdet

Figur 16



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

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

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

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

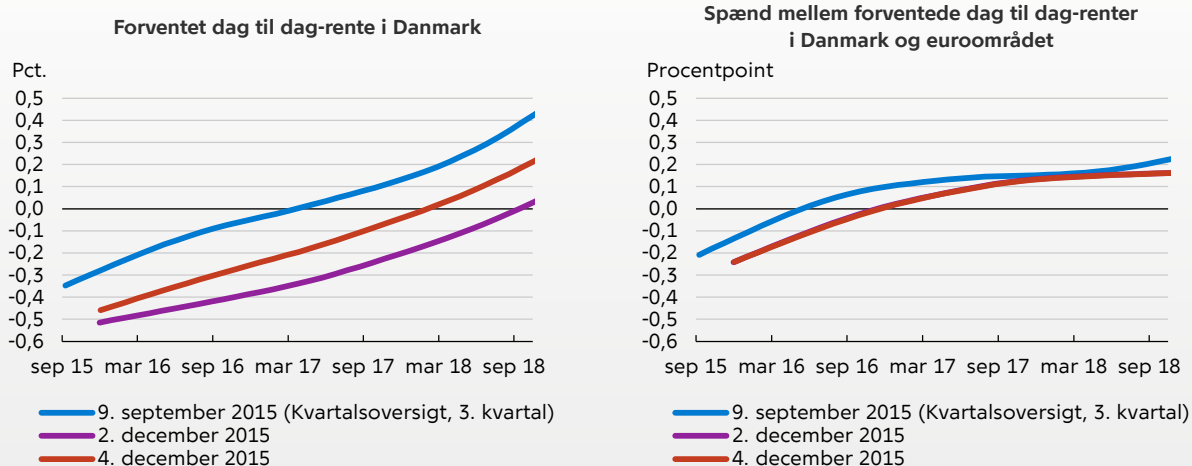
marts 2018, hvilket er cirka 1 år mere, end forventningerne i september viste. I euroområdet ventes der negative renter i knap 3 år, indtil september 2018. Rentespændet mellem Danmark og euroområdet forventes at forblive negativt 1 år frem, jf. figur 17 (højre).

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

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

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

Figur 17

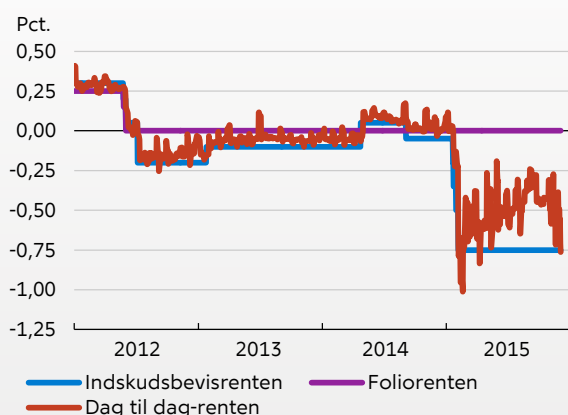


Anm.: Kurverne er forwardrenter beregnet ud fra henholdsvis Cita- og Eonia-renteswaps. En forwardkurve angiver, hvad dag til dag-renten på et givet tidspunkt i fremtiden forventes at være.

Kilde: Scanrate Rio.

Nationalbankens indkudsbevisrente og dag til dag-renten i pengemarkedet

Figur 18



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

Kilde: Danmarks Nationalbank.

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

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

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

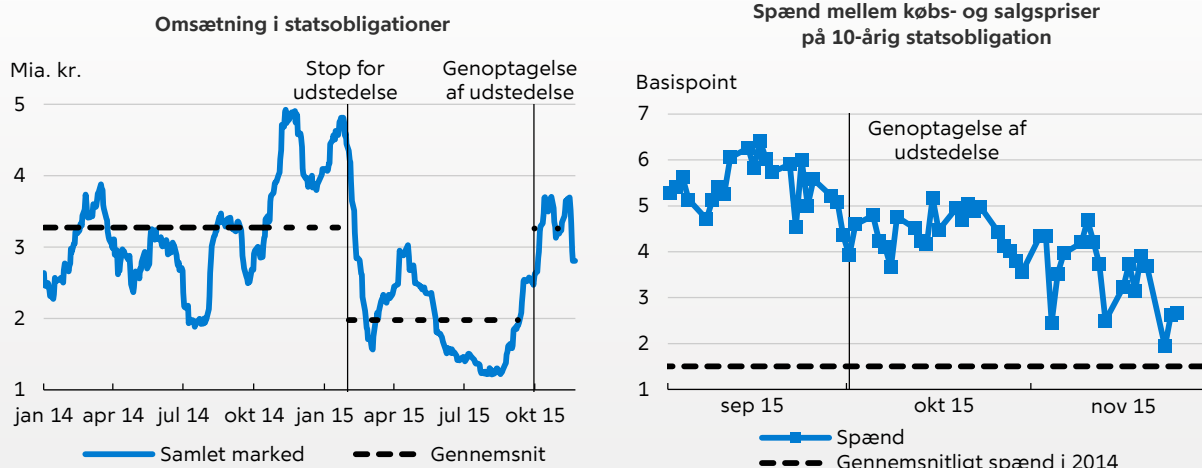
KAPITALMARKEDET

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

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

Omsætning i statsobligationer og spænd mellem købs- og salgspriser

Figur 19



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

Kilde: Finanstilsynet og MTS Danmark.

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

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

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

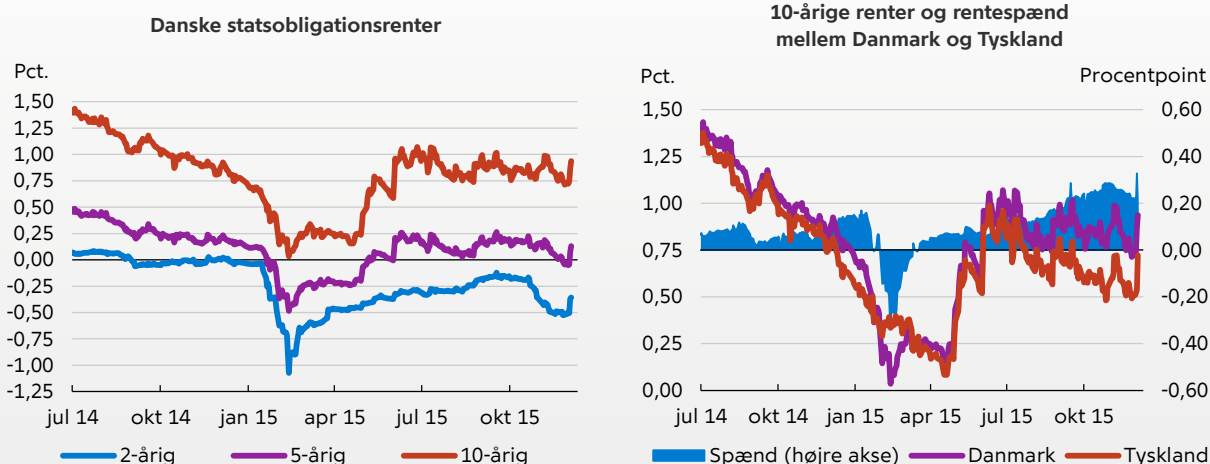
2-årige rentespænd mellem Danmark og Tyskland i negativ retning med godt 0,15 procentpoint indtil medio november. Det er bl.a. skævvridningen af FX-swapmarkedet i dollar, der har bidraget til større efterspørgsel efter de 2-årige statsobligationer. De 2-årige renter steg knap 0,15 procentpoint både i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

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

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

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

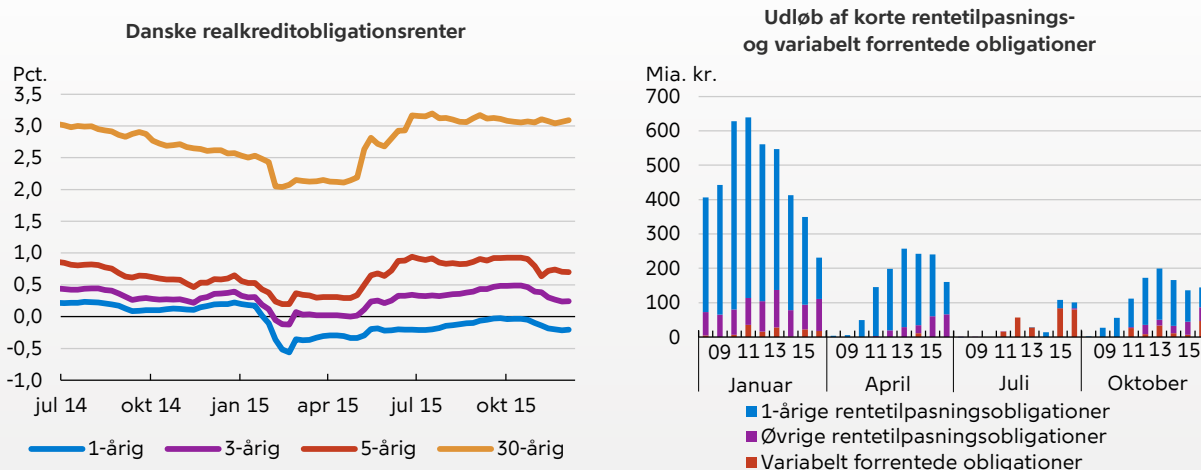
Figur 20



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

Realkreditobligationsrenter og udbredelsen af realkreditlånetyper

Figur 21



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

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

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

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

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

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN, INDLÅN OG RENTER

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

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

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

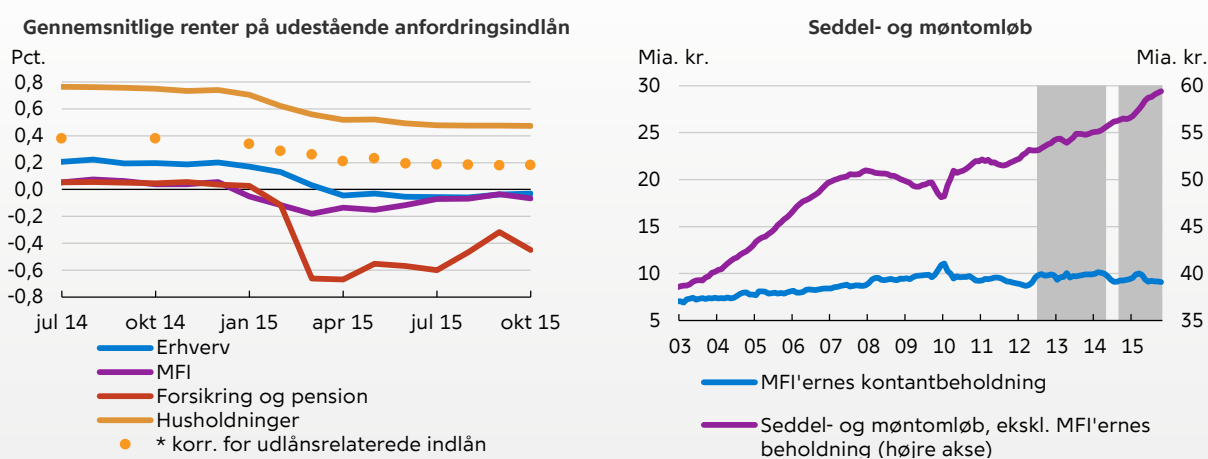
Nationalbanken har gennemført en undersøgelse af indlån med negativ rente, der viste, at andelen af indlån, der blev forrentet negativt i september 2015, er lidt mindre end den andel, der blev forrentet positivt. Størstedelen af indlånene blev dog forrentet med 0 pct. For MFI'erne og forsikrings- og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

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

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

Pengeinstitutternes renter på anfordringsindlån og seddel- og møntomløbet

Figur 22

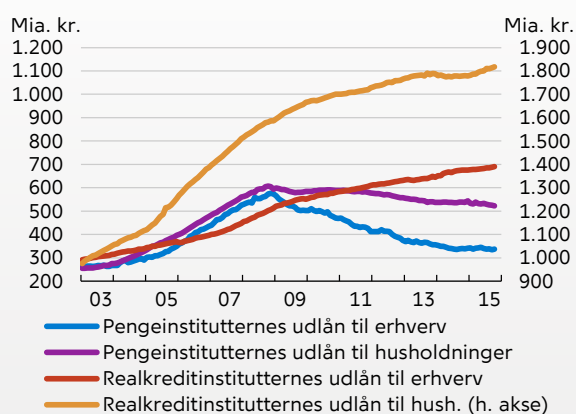


Anm.: Venstre figur: Gennemsnitlige månedlige renter. Anfordringsindlån for husholdninger inkluderer indlån relateret til prioritetslignende udlån, der bevirker, at den gennemsnitlige rente på anfordringsindsud ligger noget højere end renten på størstedelen af husholdningernes almindelige lønkonti. I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

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv

Figur 23



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

Kilde: Danmarks Nationalbank.

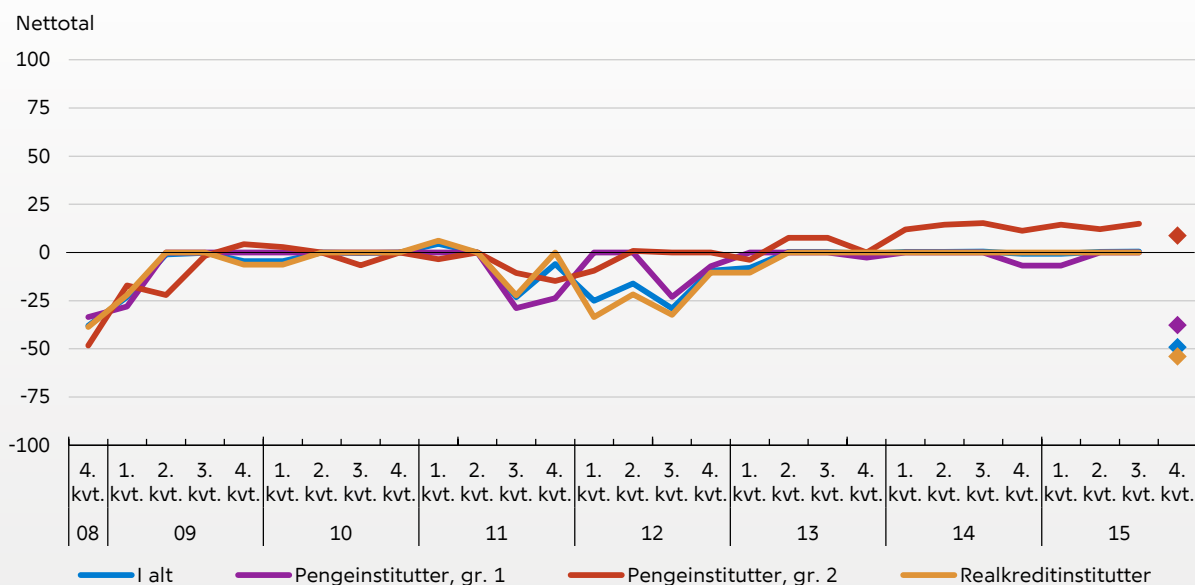
husholdninger og erhverv steget med henholdsvis 23 og 11 mia. kr. For begge sektorer dækker det over, at udlånet hos pengeinstitutterne fortsat falder, og realkreditinstitutternes udlån stiger.

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

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

Ændring i kreditstandarder over for private

Figur 24



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

Kilde: Danmarks Nationalbank.

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

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

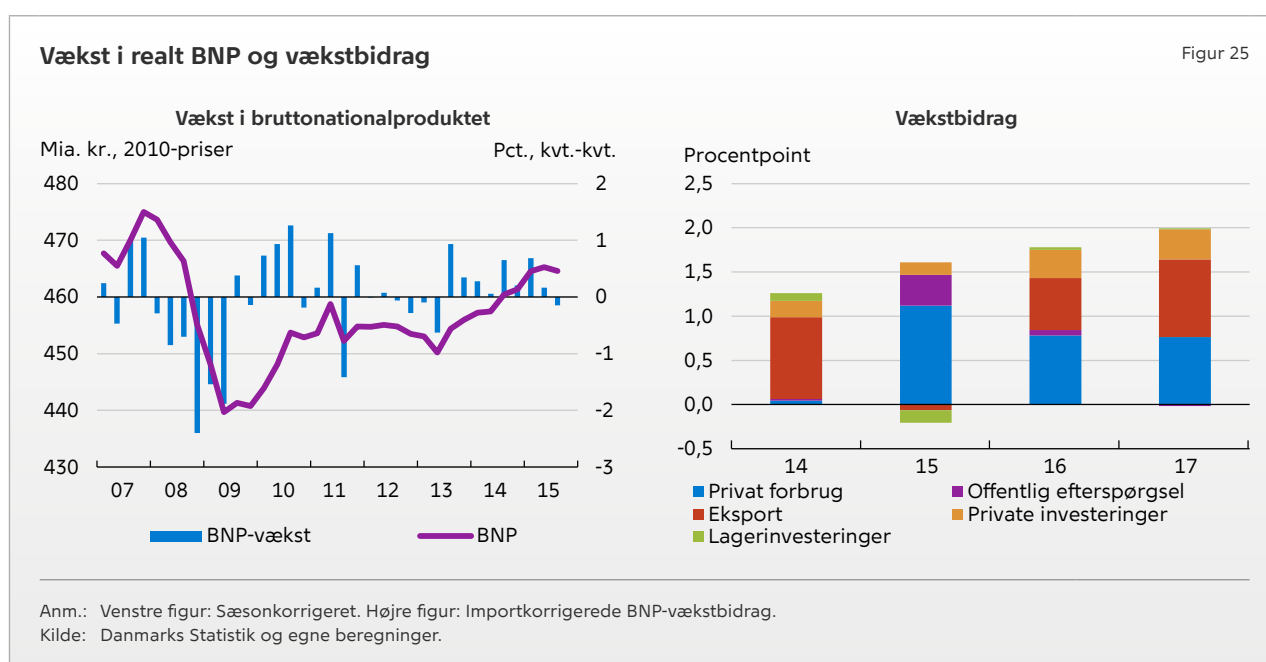
udlån til erhverv har været støt stigende. Andelen af virksomheder i stikprøven, der søgte realkreditfinansiering, var dog kun ca. 5 pct., så usikkerheden er betydelig. Samtidig kan stigningen i afslagsprocenterne ikke nødvendigvis ses som et udtryk for, at kreditstandarderne er ændret, da de låneansøgende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

DANSK ØKONOMI

INDENLANDSK AKTIVITET

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

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



Centrale økonomiske størrelser

Tabel 2

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

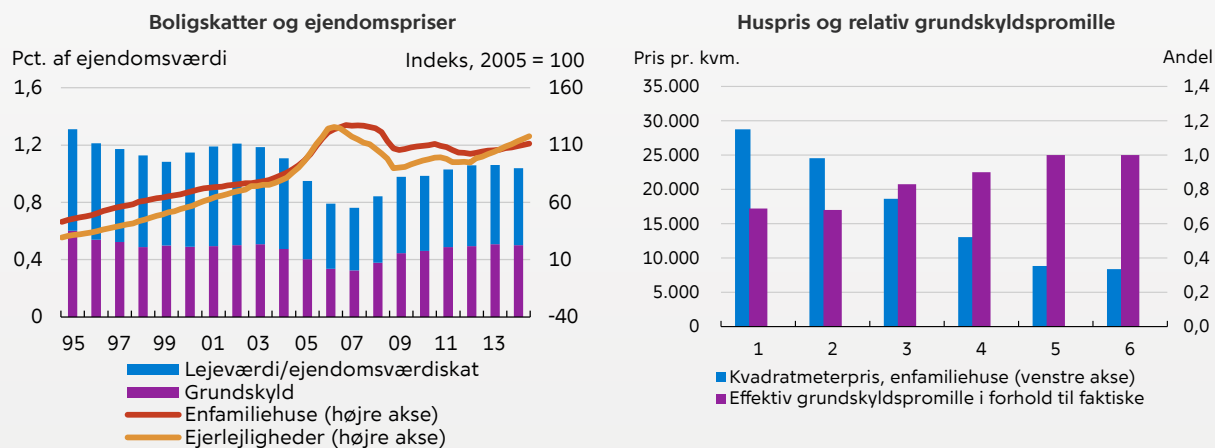
Fastfrysning af grundskylden i 2016 virker destabiliserende på boligmarkedet

Boks 2

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

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

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



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

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

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

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

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

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

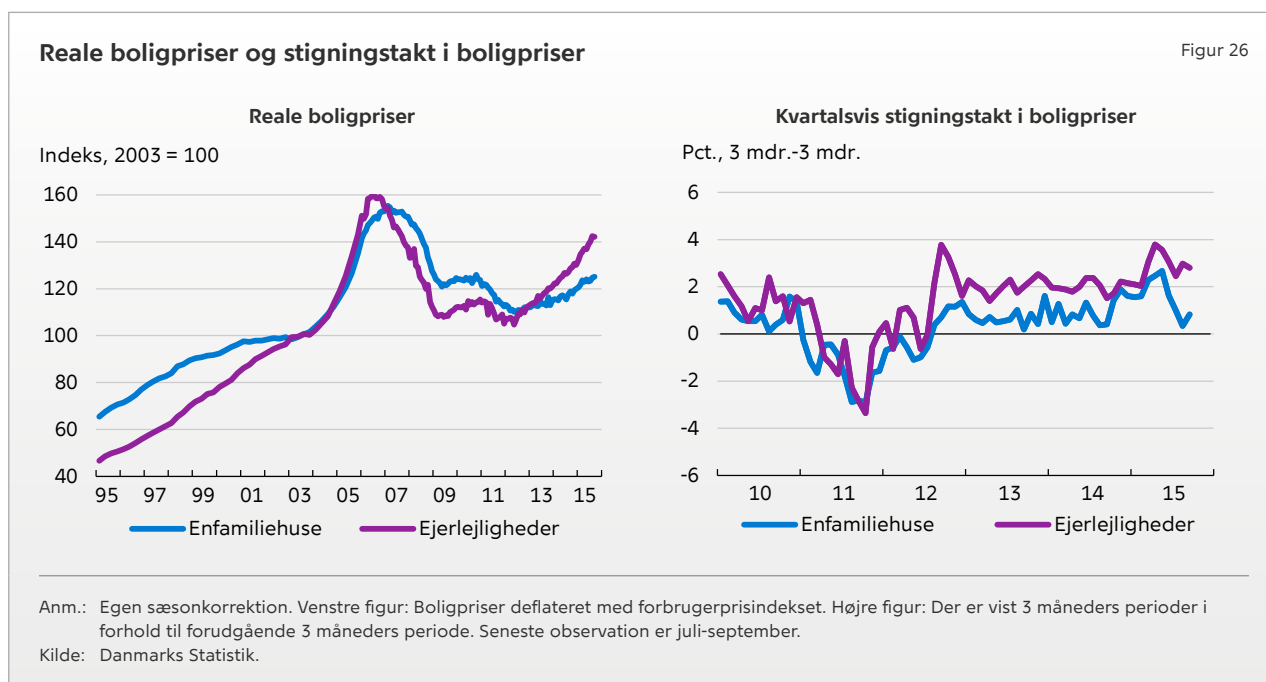
Der er både opad- og nedadrettede risici knyttet til prognosen. Den svagere udvikling i verdensøkonomien har sat sig spor i dansk eksport. Hvis det udvikler sig til en mere generel global afdæmpning, kan forventningerne til eksportudviklingen igen skuffe, og det kan svække vækstforløbet. I opadgående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

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

BOLIGMARKED

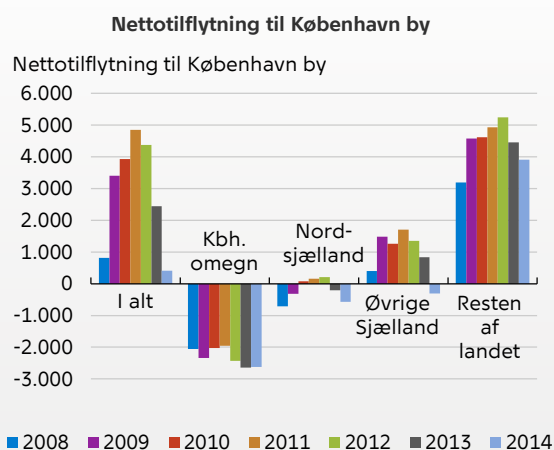
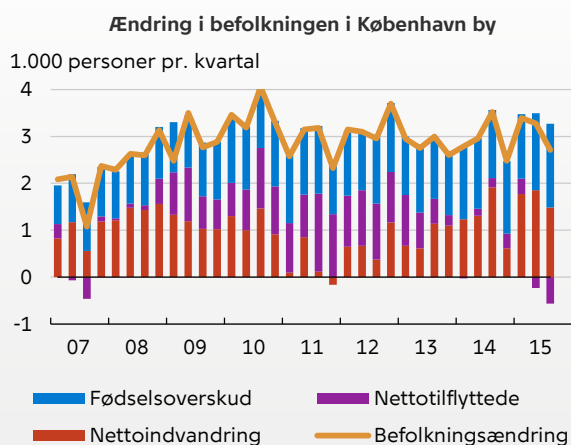
Udviklingen på boligmarkedet er blevet mere afdæmpet det seneste halve år efter acceleration først på året, jf. figur 26 (venstre). Den lange rente er steget siden begyndelsen af året, og det synes at have dæmpet både aktivitet og prisstigninger. Udviklingen er tydeligst for enfamiliehuse og lidt mindre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

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



Befolkningsudviklingen i København

Figur 27



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

Kilde: Danmarks Statistik og Københavns Kommune. Egen sæsonkorrektion.

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

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

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

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

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

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

UDENRIGSHANDEL OG BETALINGSBALANCE

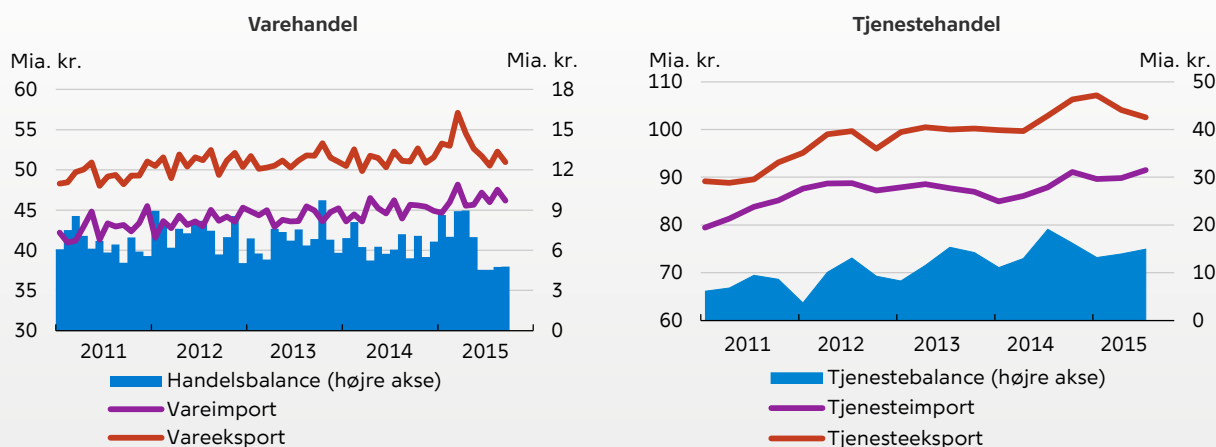
Eksporten af både varer og tjenester opgjort i værdi faldt i 3. kvartal og er dermed tilbage på niveauet for et år siden efter ret kraftige stigninger i slutningen af sidste år og begyndelsen af i år.

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

6 Målt ved Nykredits Huspristillid samt Greens hustillidsindikator.

Handels- og tjenestebalance

Figur 28



Anm.: Løbende priser.
Kilde: Danmarks Statistik.

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

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

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

ten fremadrettet kan nyde godt af en fremgang på eksportmarkederne.

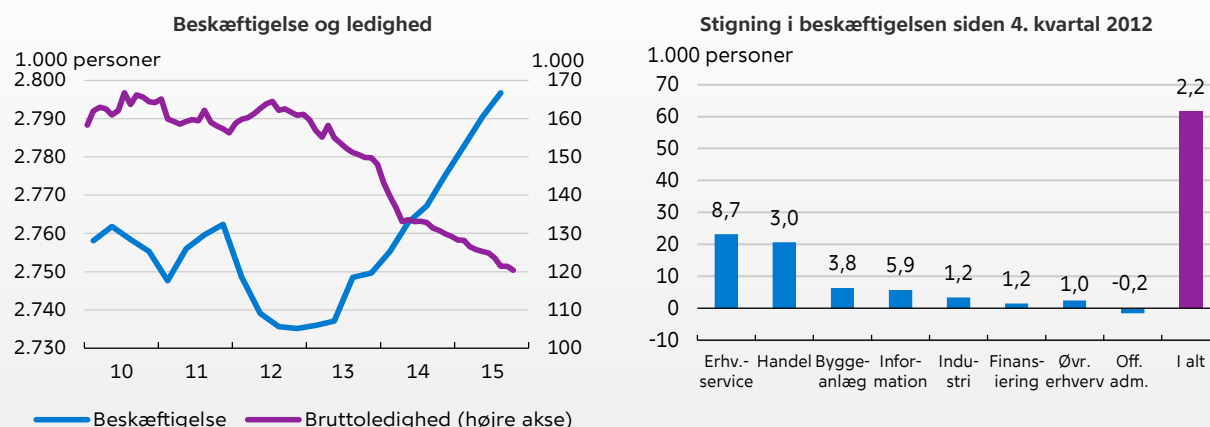
Sæsonkorrigeret var der et overskud på betalingsbalancens løbende poster på 12,5 mia. kr. i september 2015. Opgjort som 12-måneders sum frem til september var der et overskud i underkanten af 150 mia. kr. svarende til næsten 8 pct. af BNP. Det er lidt mindre end i den forudgående 12-måneders periode.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

ARBEJDSMARKED OG KAPACITET

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

Beskæftigelse og ledighed samt beskæftigelsesstigning siden 4. kvartal 2012

Figur 29



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

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

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

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

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

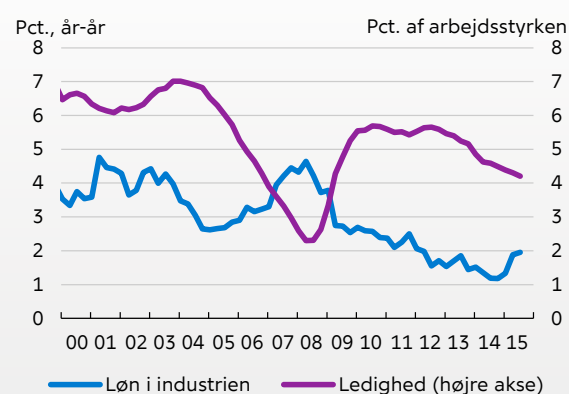
rende til 4,5 pct. af arbejdsstyrken. Ved udgangen af 2017 ventes bruttoledigheden at udgøre lidt over 110.000 personer, stort set svarende til det strukturelle niveau, så arbejdskraftreserven herfra vil være væk.

LØN

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

Lønstigning og ledighed

Figur 30



Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Forbrugerpriser

Tabel 3

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

Anm.: Seneste faktiske tal er oktober 2015.

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

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

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

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

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

PRISER

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

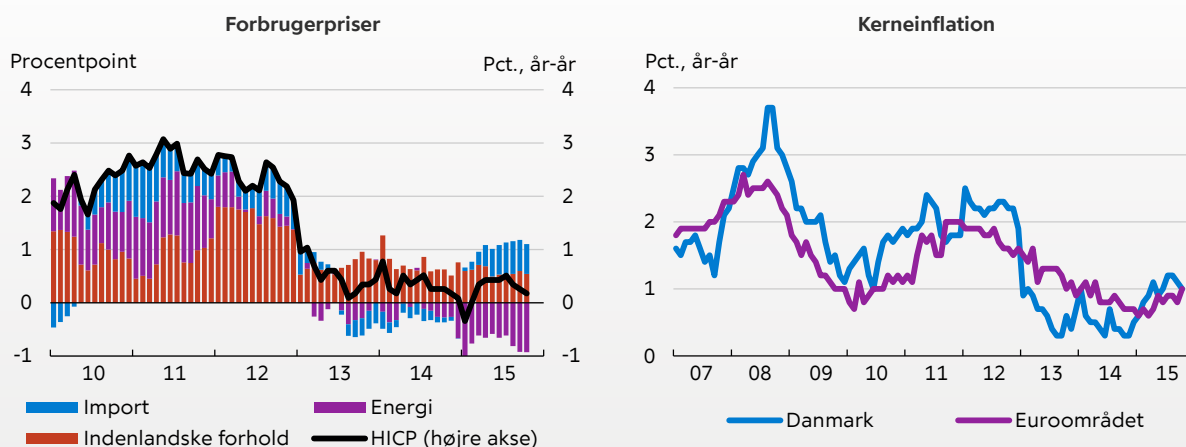
Kerneinflationen, målt som HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, er langsomt på vej op og var 1,0 pct. i oktober, jf. figur 31 (højre). Stigningen skyldes bl.a. højere priser på importerede varer som følge af en svagere effektiv kronekurs, mens den lavere oliepris omvendt lægger et nedadrettet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

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

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

Vækst i forbrugerpriser og kerneinflation

Figur 31



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

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

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

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

OFFENTLIGE FINANSER

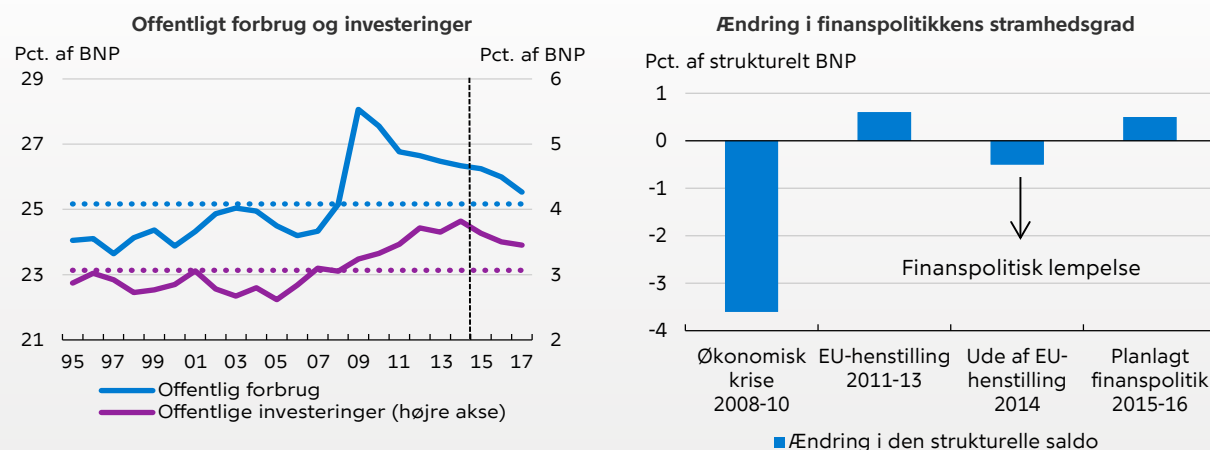
Det offentlige forbrug ventes i år at stige 1,1 pct. realt. I de kommende år skønnes den offentlige forbrugsvækst at blive forholdsvis afdæmpet. Det har i flere år været planlagt at reducere de offentlige investeringer, men det har vist sig svært at gennemføre, og den samlede offentlige efterspørgsel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

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

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

Offentligt forbrug og investeringer samt ændring i strukturel saldo

Figur 32



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

Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet og Danmarks Nationalbank.

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

ØKONOMISK POLITIK

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

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

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

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

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

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

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

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

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

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

INTERNATIONAL ØKONOMI

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

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

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

RENTER, VALUTA OG OLIEPRIS

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

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 4

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

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

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

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

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

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

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

FINANSPOLITISKE FORUDSÆTNINGER

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

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

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

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

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

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

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

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

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

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 5

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

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

ARTIKLER

BETALINGSBALANCE, UDLANDSFORMUE OG VALUTARESERVE

Søren Lejsgaard Autrup,
Paul Lassenius Kramp, Erik Haller Pedersen
og Morten Spange, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Danmark har siden 1990 haft overskud på betalingsbalancens løbende poster¹. Forud var gået en lang periode med underskud. Som konsekvens heraf er en udlandsgæld, som toppede i anden halvdel af 1980'erne på ca. 45 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, vendt til en udlandsformue af samme størrelsesorden, jf. figur 1. Bevægelsen fra debitor- til kreditornation afspejler en betydelig stigning i bruttoopsparingen i samfundet over de seneste 30-35 år.

Overskuddet på betalingsbalancen udgør aktuelt næsten 8 pct. af BNP. Det har ikke været højere i efterkrigstiden og afspejler i nogen grad konjunktursituationen, hvor investerings- og forbrugskvoterne ligger lavt. Men selv med en normalisering af disse og en tilbagevenden til en neutral konjunktursituation skønnes Danmark aktuelt at have et betalingsbalanceoverskud i størrelsesordenen 4-5 pct. af BNP.

Dette underliggende betalingsbalanceoverskud stammer fra et opsparingsoverskud i den private sektor især som følge af indbetalinger til arbejdsmarkedspensioner kombineret med sunde offentlige finanser, som er tilrettelagt, så de er holdbare på langt sigt.²

Husholdninger og virksomheder har bl.a. via et veludviklet finansielt system gode muligheder for at tilrettelægge deres forbrug og investeringer,

som de ønsker. Husholdningerne sparer op for at kunne forbruge senere, og fx bidrager pensionsopsparing til, at man efter endt arbejdsliv kan opretholde et nogenlunde jævnt forbrug. Udbygningen af især arbejdsmarkedspensioner har bidraget til øget bruttoopsparing i den private sektor og har medført, at den private pensionsformue er steget kraftigt. Antallet af danskere på pension stiger imidlertid, og forskellen mellem pensionsindbetalinger og -udbetalinger falder. Hermed vil opbygningen af pensionsformue efterhånden aftage, og husholdningerne vil begynde at bruge af formuen. Det medvirker til, at overskuddet på betalingsbalancen ventes at falde. Tilpasningen forventes imidlertid at blive gradvis, herunder fordi formueindkomsten fra nettofordringer på udlandet, der sidste år udgjorde 4 pct. af BNP, kun langsomt giver øget indenlandsk efterspørgsel.

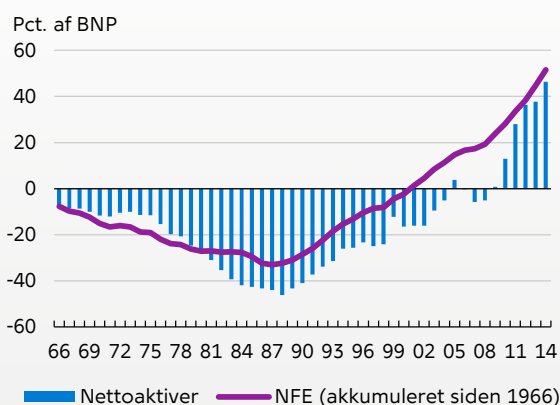
Det store overskud på betalingsbalancen afspejler således især den aktuelle konjunktursituation, holdbare offentlige finanser og opsparing til en fremtid med en væsentlig anden befolkningssammensætning med flere ældre. Overskuddet giver derfor ikke i sig selv anledning til at justere den økonomiske politik hverken nu som følge af det aktuelt store overskud eller fremadrettet, når overskuddet begynder at falde. Det er fx ikke tilrådeligt

1 Betalingsbalancens løbende poster¹ og "betalingsbalancen" anvendes her som synonymmer.

2 Opsparingsoverskud bruges som synonym for nettofordringerhvervelse.

Danmarks aktiver over for udlandet, netto

Figur 1



Anm.: Danmarks aktiver over for udlandet, netto. Nettofordringsserhvervelsen (NFE), er den indenlandske bruttoopsparing minus investeringer i realkapital. Den akkumulerede NFE svarer til nettoformuen korrigeret for formuegevinster og -tab. Disse udliges erfaringsmæssigt over tid. Danmarks nettofordringsserhvervelse svarer til betalingsbalancesaldonen tillagt kapitalposter, netto, fx udbetaling af forsikringspræmier.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

at forsøge at nedbringe overskuddet på betalingsbalancen ved at søge at modvirke det private opsparingsoverskud med store offentlige underskud.

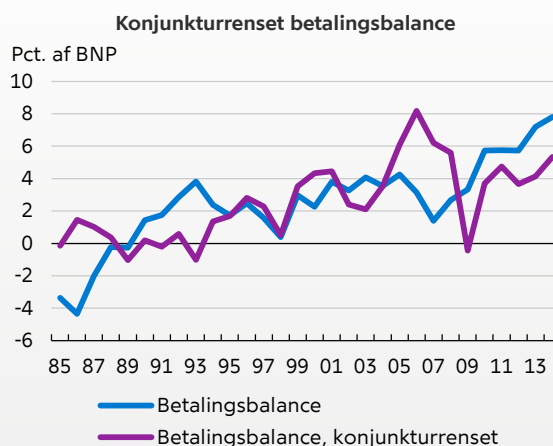
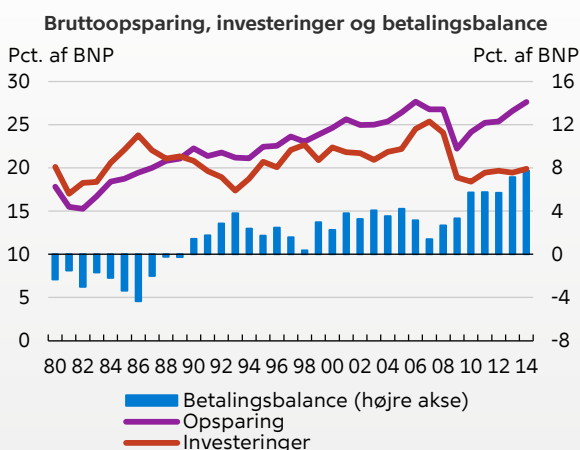
Endvidere har opbygning af en udlandsformue afledte konsekvenser for pengepolitikken. En stor udlandsformue kan være med til at sikre et lavt rentespænd over for euroområdet, men kan også i perioder forårsage kapitalindstrømning og et opadrettet pres på kronen, så der opbygges en stor valutareserve. Køb af valuta til valutaresserven giver ikke anledning til at ændre reservens risikoprofil.

HVORFOR ER DER OVERSKUD PÅ BETALINGSBALANCEN?

Betalingsbalancen er i nationalregnskabet forskellen mellem den samfundsmæssige opsparing og de indenlandske investeringer i realkapital. Forbedringen af betalingsbalancen siden begyndelsen af 1980'erne har især baggrund i en højere indenlandsk bruttoopsparing, som frem til begyndelsen af årtusindet blev forøget med ca. 10 pct. af BNP og har derefter ligget på et nogenlunde konstant niveau, jf. figur 2 (venstre). Investeringerne i Danmark har derimod svinget omkring et niveau på 20 pct. af BNP i hele perioden. Siden 2009 har de ligget i underkanten af dette niveau.

Opsparing, investeringer og betalingsbalance samt konjunkturrenset betalingsbalance

Figur 2



Anm.: Venstre figur: Investeringer inkluderer lagerinvesteringer og faste bruttoinvesteringer i Danmark. Forskellen mellem bruttoopsparing og investeringer stemmer ikke helt overens med betalingsbalancen, idet kapitaloverførsler ikke er inkluderet. Betalingsbalancen er baseret på nationalregnskabet. Højre figur: Konjunkturrenset betalingsbalance er beregnet ved at antage, at formueindkomst og andre overførsler ikke svinger med produktionsgab (faktisk korrelation i perioden 1990-2014 er -0,02). Elasticiteten mellem vare- og tjenestebalancen og produktionsgab estimeres til ca. -1 i perioden 1990-2014. Denne elasticitet bruges til at beregne en konjunkturrenset vare- og tjenestebalance. De store udsving i den konjunkturrensete betalingsbalance fra 2005-12 skyldes kraftige udsving i produktionsgab i kølvandet på finanskrisen.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Under lavkonjunkturer stiger overskuddet på betalingsbalancen, især fordi virksomheder og husholdninger reducerer omfanget af nye investeringer i Danmark. Den indenlandske bruttoopsparing er derimod mindre konjunkturfølsom, bl.a. fordi opsparingen i den private og offentlige sektor typisk bevæger sig modsat af hinanden. Det viser sig ved, at under lavkonjunkturer øger den private sektor opsparingen, mens den offentlige sektor har større udgifter, færre indtægter og derfor en mindre opsparing.

Det store overskud på betalingsbalancen skyldes delvist, at dansk økonomi fortsat befinder sig under sit konjunkturmæssigt neutrale niveau, jf. figur 2 (højre). Beregninger på Nationalbankens makroøkonomiske model viser, at en normalisering af de aktuelt lave investerings- og forbrugsniveauer vil reducere overskuddet på betalingsbalancen som andel af BNP fra det nuværende niveau med ca. 3-4 procentpoint, jf. boks 1. Selv

med et lukket produktionsgab og med en genopretning af den forholdsvis lave investerings- og forbrugskvote i den private sektor vil der skønsomt fortsat være et betalingsbalanceoverskud i størrelsesordenen 4-5 pct. af BNP, hvilket er lidt over det gennemsnitlige overskud i perioden 1995-2014.

Saldoen på betalingsbalancen kan også opgøres som forskellen mellem værdien af eksporten og importen tillagt nettoformueindkomst fra udlandet. En sådan tilgang viser, at den stigende tendens i det faktiske overskud de senere år først og fremmest er et resultat af, at nettoafkastet af udlandsformuen stiger, jf. figur 3. Afkastet er øget i takt med væksten i udlandsformuen, men det afhænger også af sammensætningen af formuen på aktiver og passiver samt af renter og aktiekurser. Hvor der tidligere var en nettoudgift, har der siden 2005 været et positivt nettoafkast af udlandsformuen, som sidste år var 4 pct. af BNP.

Betalingsbalancens størrelse ved en normalisering af forbrug- og investeringskvoter

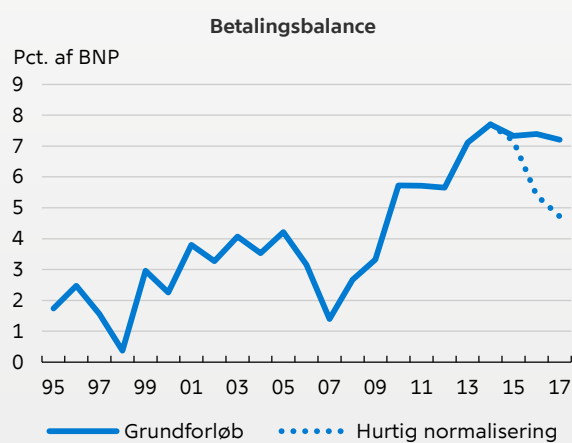
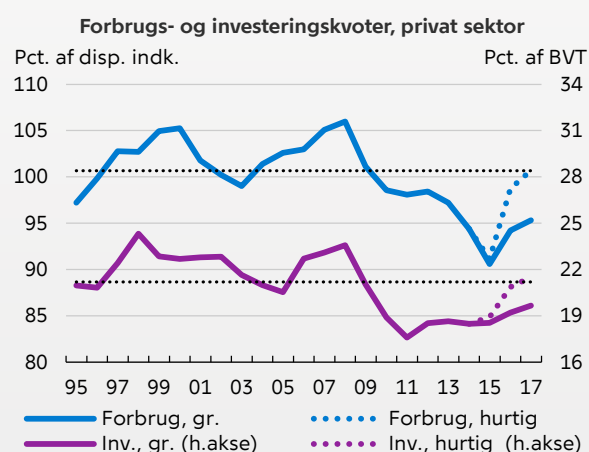
Boks 1

Dansk økonomi er inde i et opsving. Som udgangspunkt forventes væksten kun gradvist at tiltage. Det betyder, at forbrugs- og investeringskvoterne kun langsomt normaliseres, og de vil i de kommende år forblive lave i forhold til de seneste årtier, jf. figur nedenfor (venstre). Overskuddet på betalingsbalancen vil stort set forblive på det nuværende høje niveau, jf. figur nedenfor (højre).

I et alternativt scenarie med en hurtigere normalisering af forbrug og investeringer vil overskuddet på betalingsba-

lancen derimod falde fra det nuværende niveau med ca. 3-4 procentpoint frem til 2017. Men også i et sådant scenarie vil der være et betydeligt overskud på betalingsbalancens løbende poster i størrelsesordenen 4-5 pct. af BNP. Beregningen er baseret på gennemsnitlige forbrugs- og investeringskvoter siden 1995, og det underliggende betalingsbalanceoverskud vil derfor ligge tæt på det gennemsnitlige overskud i perioden.

Normalisering af forbrugs- og investeringskvote

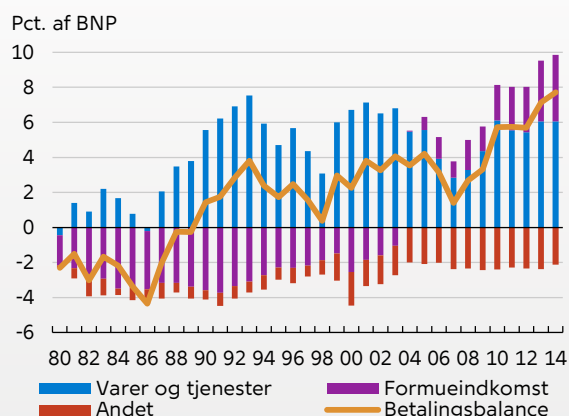


Anm.: Venstre figur: De sorte stiplede linjer er gennemsnittet i perioden 1995-2015, 2. kvartal. Grundforløbet, gr., er Nationalbankens centrale skøn. Det kraftigere opsving, (hurtig normalisering), sætter i begge scenarier ind i 2. kvartal 2015. Forbrugskvoten viser det private forbrug relativt til husholdningernes disponible indkomst korrigeret for den ekstraordinære skat fra omlægning af kapitalpensioner. Investeringskvoten viser erhvervsinvesteringerne relativt til BVT i den private sektor ekskl. bolig.

Kilde: Egne beregninger på Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA.

Betalingsbalancen fordelt på vare-tjenestebalance, formueindkomst og øvrige poster

Figur 3



Anm.: Der er tale om nettostørrelser. "Andet" dækker bl.a. over EU-betalinger og ulandshjælp.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Vare- og tjenestebalancen er derimod faldet svagt siden begyndelsen af 1990'erne.

Overskuddet på betalingsbalancen påvirkes af konkurrenceevnen. Under en højkonjunktur, hvor de indenlandske investeringer er høje, og betalingsbalanceoverskuddet er lavt, stiger de indenlandske lønninger mere end de udenlandske, og konkurrenceevnen svækkes. En dårlig konkur-

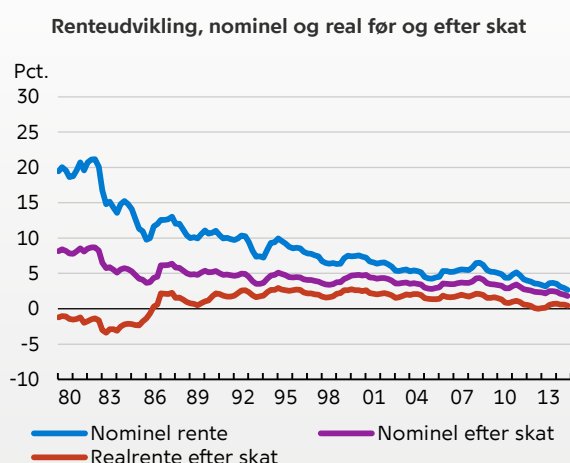
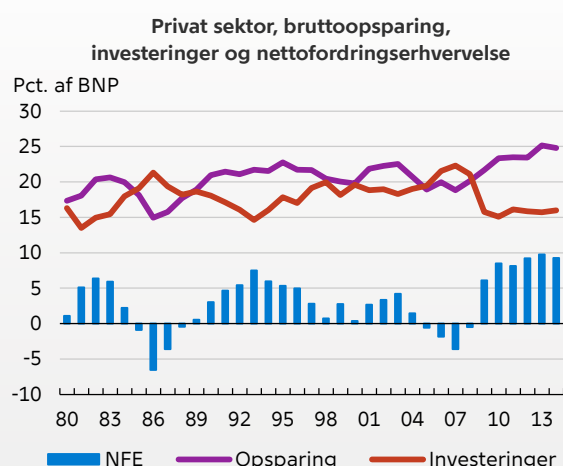
renceevne vil med tiden reducere eksporten og presse produktion og beskæftigelse ned. Det vil reducere de indenlandske lønninger, så konkurrenceevnen styrkes samtidig med, at svag indenlandsk efterspørgsel trækker de indenlandske investeringer ned, hvilket forbedrer betalingsbalancen. Danmark har aktuelt en god konkurrenceevne, og der er plads til lidt højere lønstigninger i de kommende år i takt med øget pres på arbejdsmarkedet. Problemer med konkurrenceevnen kan ikke være strukturelle, da økonomien efterhånden vil tilpasse sig, men det kan tage tid.

SKATTESYSTEMET, DEMOGRAFI OG ARBEJDSMARKEDSPENSIONER HAR ØGET OPSPARINGEN I DEN PRIVATE SEKTOR

Overskuddet på betalingsbalancen stammer fra et stort opsparingsoverskud i den private sektor, dvs. det er resultatet af mange decentrale beslutninger. I 2014 var det private opsparingsoverskud ca. 9 pct. af BNP, når der korrigeres for fremrykningen af beskatning af kapitalpensioner, og har været svagt stigende siden 1980'erne, jf. figur 4 (venstre). Udviklingen har været drevet af især virksomhederne, mens husholdningernes opsparingsoverskud har svinget omkring et konstant lavt niveau. Opdelingen af den private sektors opsparingsoverskud i husholdninger og virksomheder er dog vanskelig, jf. boks 2. Fokus er derfor på den private sektor under ét.

Privat sektors nettofordringserhvervelse samt renteutvikling

Figur 4



Anm.: Venstre figur: NFE er nettofordringserhvervelsen. Investeringer er inkl. lagerinvesteringer. Forskelle mellem NFE og opsparing minus investeringer er kapitaloverførsler og anskaffelse af ikke-finansielle ikke-producerede aktiver, netto. Opsparing og NFE er i 2013 og 2014 korrigeret for fremrykningen af beskatning af kapitalpensioner.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank, Macrobond og egne beregninger.

Styrkelsen af opsparingstilbøjeligheden i den private sektor afspejler bl.a. en kraftig reduktion af rentefradragets oprindeligt meget høje skattemæssige værdi, som blev påbegyndt med skatte-reformen i midten af 1980'erne og efterfølgende er blevet fulgt af yderligere reduktioner, jf. figur 4 (højre). Den lavere værdi af rentefradraget har gjort det mere attraktivt at spare op og bidrog

til at løfte den private sektors strukturelle opsparingsniveau i løbet af 1980'erne. For øjeblikket, hvor både inflation og nominelt renteniveau er meget lave, spiller det reducerede rentefradrag en mindre rolle end tidligere.

En anden medvirkende årsag til, at opsparingen er steget, har været den demografiske udvikling med store årgange, som har sparet op, mens

Opsplitning af nettofordringserhvervelsen i den private ikke-finansielle sektor på husholdninger og virksomheder

Boks 2

Husholdningerne ejer en væsentlig del af de danske virksomheder og har dermed mulighed for at spare op i disse. Det betyder, at det er vanskeligt at adskille husholdningernes og virksomhedernes nettofordringserhvervelse. I stedet kan de to sektorer med fordel ses under ét.

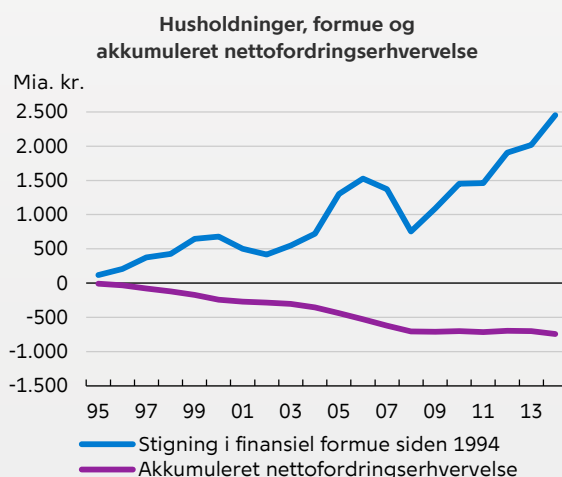
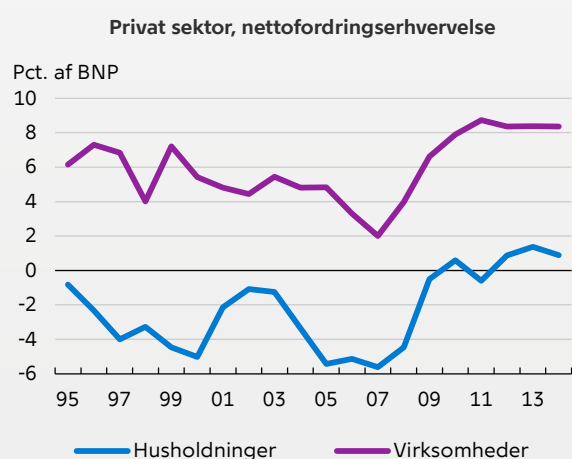
Ifølge nationalregnskabet har husholdningernes nettofordringserhvervelse i gennemsnit været -2,3 pct. af BNP årligt siden midten af 1990'erne, mens virksomhedernes nettofordringserhvervelse har været 5,9 pct. af BNP, jf. figur nedenfor (venstre). Husholdningernes nettofordringserhvervelse er forskellen mellem indkomsten efter skat og udgifter til forbrug og investeringer. En del af indkomsten stammer fra formueindkomst. Opgørelsen af denne er dog ikke helt simpel.

Overskud i en virksomhed bliver ikke nødvendigvis udloddet som udbytte. I stedet kan ejerne lade overskuddet blive i virksomheden eller få det udbetalt ved, at virksomheden opkøber egne aktier. Hvad ejerne vælger at gøre med overskuddet, kan bl.a. afhænge af skatteforhold. Vælger

ejeren – fx en husholdning – at spare op i virksomheden, er der ikke nogen udbetaling fra virksomheden til husholdningen, som i stedet får en kapitalgevinst, idet overskud efter udbyttebetalinger øger værdien af virksomheden. Hvis overskuddet udbetales ved, at virksomheden opkøber egne aktier, registreres det i nationalregnskabet som et salg af dele af ejerens formue og ikke som en udbetaling fra virksomheden til ejeren. Alt i alt kan opgørelsen af husholdningernes formueindkomst i nationalregnskabet give anledning til, at husholdningernes faktiske bruttoopsparing undervurderes, mens virksomhedernes bruttoopsparing overvurderes.¹

Ser man alene på husholdningernes nettofordringserhvervelse i nationalregnskabet, har de siden 1995 netto akkumuleret gæld for 740 mia. kr., jf. figur nedenfor (højre). I samme periode er deres finansielle formue dog steget med over 2.450 mia. kr., hvilket svarer til, at de har haft kapitalgevinster på ca. 3.190 mia. kr. En del af disse kapitalgevinster er udtryk for, at ejerne af virksomhederne, herunder husholdningerne, har valgt at lade overskud forblive i virksomhederne.

Nettofordringserhvervelse samt formueudvikling og akkumuleret nettofordringserhvervelse i husholdningerne



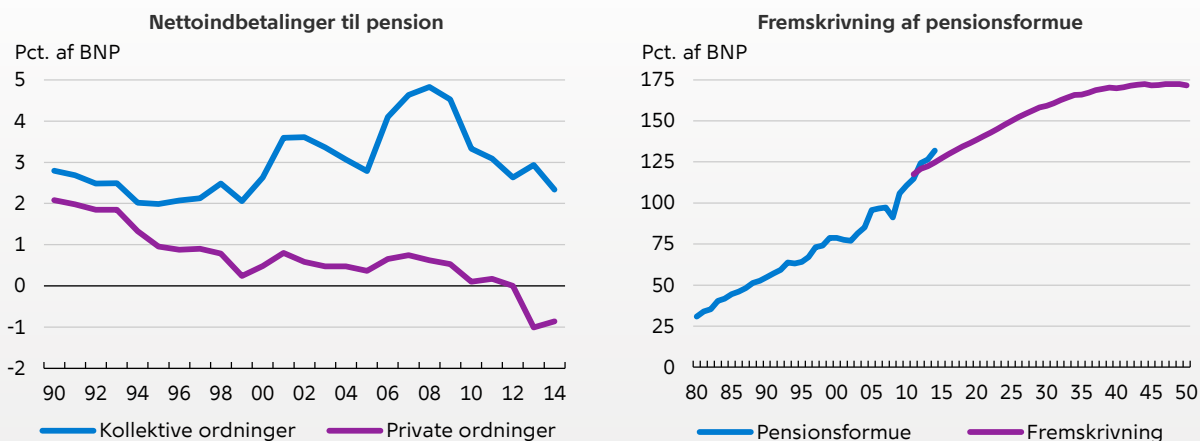
Anm.: Venstre figur: Husholdningernes nettofordringserhvervelse er i 2013 og 2014 korrigeret for fremrykningen af beskatning af kapitalpensioner. Højre figur: Akkumuleret nettofordringserhvervelse og ændring i finansiell nettoformue.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. For danske virksomheder ejet af udlandet er nationalregnskabets opgørelse af opsparingen anderledes. Ikke-udbetalt overskud bliver registreret som formueindkomst til udlandet via posten reinvesteret indtjening. Det bidrager til, at ændringerne i udlandsformuen over tid i vid udstrækning følger den akkumulerede betalingsbalance, jf. figur 1.

Nettoindbetalinger til pension og udvikling i husholdningernes pensionsformue

Figur 5



Anm.: Venstre figur: Nettoindbetalinger er forskellen på indbetalinger inkl. pensionsafkast minus skatter og udbetalinger. Der er korrigeret for fremrykning af beskatning af kapitalpensioner. Højre figur: Pensionsformuen er privat sektors samlede pensionsformue, dvs. både private og kollektive ordninger. Pensionsformuen som andel af BNP er fremskrevet med DREAM's strukturelle pensionsformue i forhold til strukturelt BNP. I 2011-14 er der forskel på den strukturelle og den faktiske kvote, da sidstnævnte påvirkes af konjunkturelle forhold.
Kilde: ADAM, Danmarks Nationalbank og egne beregninger. DREAM – Langsigtet økonomisk fremskrivning 16. november 2015.

de var erhvervsaktive – erfaringsmæssigt særligt i den sidste del af den erhvervsaktive periode. Men store årgange trækker sig tilbage i disse år og erstattes af mindre, yngre årgange.

For at sikre pensionister en højere indkomst end folkepensionen alene har arbejdsmarkedets parter siden begyndelsen af 1990'erne indgået aftaler om indbetaling til arbejdsmarkedspensioner. Indbetalingerne overstiger i opbygningsfasen udbetalingerne, jf. figur 5 (venstre). Større indbetalinger til arbejdsmarkedspension betyder dog, at nogle husholdninger vælger at reducere anden opsparring eller optage gæld. En krone indbetalt på en arbejdsmarkedspension øger således ikke husholdningernes samlede opsparring med en krone. Studier baseret på individdata viser, at en krone ekstra i arbejdsmarkedspension øger husholdningernes samlede opsparring med ca. 70-85 øre, jf. DØR (2008). Indbetalinger på private pensionsordninger har en mindre effekt på husholdningernes opsparring.³ Pensionsindbetalinger kan trækkes fra i skat på indbetalingstidspunktet, hvilket reducerer skatteindtægterne og dermed

trækker i retning af en lavere offentlig opsparring. Den offentlige og private opsparring under ét vil derfor øges mindre end husholdningernes opsparring isoleret.

Arbejdsmarkedspensionerne er fortsat under opbygning og vil være det de næste 25-30 år. Pensionsformuen forventes at toppe på omkring 170 pct. af BNP i 2040-50, jf. figur 5 (højre). Hastigheden, hvormed pensionsformuen opbygges, falder dog, og fremadrettet vil det langsomt føre til, at den strukturelle opsparring bliver lavere, og dermed at overskuddet på betalingsbalancen falder.

Skattesystemet kan påvirke incitamenterne til at spare op. Beskatningen afhænger af typen af opsparring, dvs. om det er pensionsopsparring, anden finansiel opsparring eller opsparring i bolig. Derudover vil størrelsen af både formue og formueindkomst kunne medføre en reduktion i de offentlige ydelser. Det betyder, at der er store forskelle i den sammensatte afkastbeskatning på tværs af individer og opsparingsform, jf. DØR (2008).⁴ Det er således ikke klart, om skattesystemet samlet set tilskynder til opsparring.

³ Effekten af pensionsopsparring på husholdningernes samlede opsparring varierer med alder, samt hvorvidt man er boligejer eller lejer. Andersen (2015) estimerer, at en krone indbetalt på en privat pensionsordning øger husholdningernes samlede nettoopsparring med ca. 20 øre. Den mindre effekt fra private pensionsordninger end fra arbejdsmarkedspensionerne skyldes især, at indbetalingerne er frivillige.

⁴ Den sammensatte afkastbeskatning er defineret som den samlede effekt af beskatning af afkast og reduktion i offentlige ydelser.

Det er også uklart, om olie- og gasudvindingen i Nordsøen har bidraget til at øge opsparingen i den private sektor, idet indtægterne herfra påvirker og er drevet af både forbrug og investeringer. Hertil kommer, at udenlandske selskaber står for en stor del af udvindingen. Noget af overskuddet ved olie- og gasproduktionen tilfalder derfor disse selskaber, som henter en del heraf hjem i form af udbyttebetalinger, hvilket isoleret set reducerer overskuddet på betalingsbalancen. Udbytterne lå i en årrække på 8-10 mia. kr. pr. år, men er de senere år faldet til et noget lavere niveau.

Det store opsparringsoverskud i den private sektor er resultatet af mange decentrale beslutninger. Arbejdsmarkedspensioner er frivillige aftaler indgået af arbejdsmarkedets parter, og det er vanskeligt at pege på forvridende forhold i fx skattesystemet, som samlet set trækker i retning af højere privat opsparing. Endvidere har husholdninger og virksomheder i Danmark gode muligheder for at optimere deres forbrugs- og investeringsbeslutninger, bl.a. har vi et meget veludviklet finansielt system, som giver både husholdninger og virksomheder mulighed for at spare op eller låne. Hermed kan de tilrettelægge deres opsparing, forbrug og investeringer over tid, stort set som de selv ønsker. Det er derfor ikke tilrådeligt at forsøge at nedbringe overskuddet

på betalingsbalancen ved at søge at modvirke det private opsparringsoverskud med store offentlige underskud.

SUNDE OG HOLDBARE OFFENTLIGE FINANSER

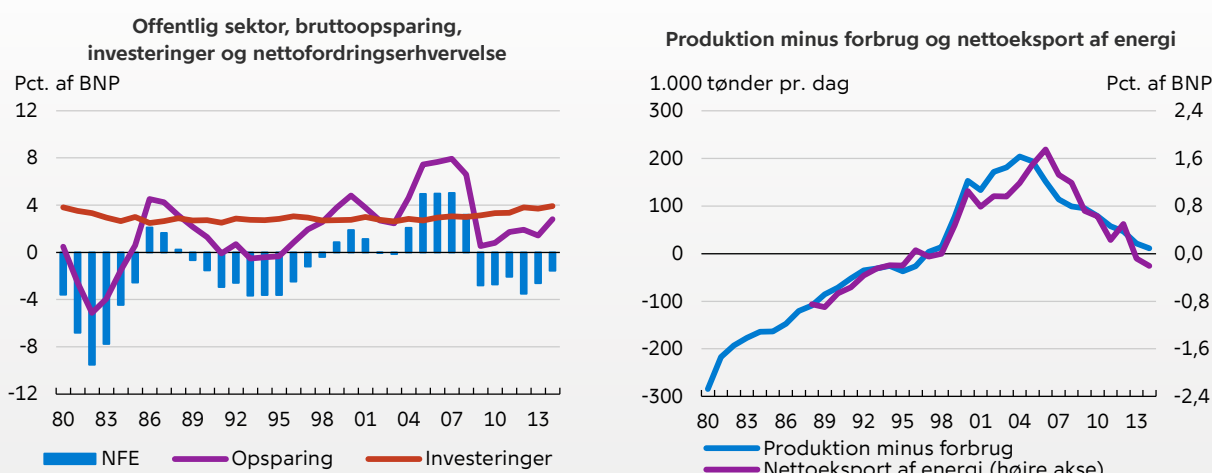
I begyndelsen af 1980'erne havde den offentlige sektor store underskud, jf. figur 6 (venstre). Siden slutningen af 1990'erne har der imidlertid været fokus på at tilrettelægge finanspolitikken, så den er holdbar, hvilket har bidraget til at øge den offentlige opsparing med omkring 5 pct. af BNP fra begyndelsen af 1980'erne til slutningen af 1990'erne. Holdbare offentlige finanser og et ønske om en jævn udvikling i de offentlige udgifter indebærer, at store men midlertidige indtægter kun i mindre grad vil slå ud i øget offentligt forbrug eller skattelettelser og i højere grad blive sparet op. Det gælder fx for statens indtægter fra udvindingen af olie og gas.

Danmark har i efterhånden en del år udvundet olie og gas, og der har siden 1997 været overskud på betalingsbalancen for energi, jf. figur 6 (højre). Udvindingen er faldet gennem det seneste årti, og i 2014 var Danmarks handel med energi stort set i balance. Produktionen reducerer dog behovet for at importere energi.

Produktionen af olie og gas beskattes, og statens andel af overskuddet skønnes af Energi styrelsen at have været ca. 60 pct. i 2014. Skatte-

Offentlig sektors nettofordringserhvervelse og produktion og handel med energi

Figur 6



Anm.: Venstre figur: NFE er nettofordringserhvervelsen. Investeringer er inkl. lagerinvesteringer. Forskelle mellem NFE og opsparing minus investeringer er kapitaloverførsler og anskaffelse af ikke-finansielle aktiver, netto. Opsparing og NFE er i 2013 og 2014 korrigeret for fremrykningen af beskatning af kapitalpensioner.

Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond og egne beregninger.

provenuet har i perioden 1963-2014 været 404 mia. kr. i 2014-priser, hvilket svarer til 21 pct. af BNP i 2014, koncentreret i sidste del af perioden. Med udgangspunkt i at de offentlige finanser skal være holdbare, er en del af statens olieindtægter formentlig blevet sparet op og har derfor bidraget til, at statens gæld siden midten af 1990'erne blev reduceret fra over 50 pct. af BNP til blot 11 pct. af BNP i 2008. Lavkonjunktoren i kølvandet på finanskrisen og det deraf følgende offentlige underskud har siden da øget statens gæld, som ved udgangen af 2014 udgjorde ca. 24 pct. af BNP.

Den lavere statsgæld har sammen med det lave renteniveau i sig selv bidraget til at forbedre de offentlige finanser, så den offentlige sektors nettoformueindkomst er gået fra at udgøre -5 pct. af BNP i midten af 1980'erne til i dag at være positiv, når offentlige fonde inkluderes.

ER OVERSKUDET PÅ BETALINGSBALANCEN ET PROBLEM?

ET OVERSKUD KAN VÆRE FORNUFTIGT

Et overskud på betalingsbalancen er ikke nødvendigvis udtryk for, at der er en ubalance i økonomien. Et overskud er en måde at udskyde forbrug til senere. Det kan være fornuftigt i en situation, som den Danmark står i med en befolkning, som gennemsnitligt bliver ældre over de kommende årtier. Aldringen af befolkningen de kommende årtier er et vilkår for de fleste avancerede økonomier, men ikke i samme grad alle steder.

Ikke alle lande kan have overskud på betalingsbalancen samtidigt. Det ene lands overskud modsvares af andre landes underskud. Danmark adskiller sig især fra de fleste andre lande ved, at vi har valgt at finansiere en del af de fremtidige udgifter til pension ved at spare op – ved siden af at vi korrigerer pensionsalderen med den forventede levetid. Det sker i såvel privat, kollektivt som offentligt regi. Mange andre lande skal betale størstedelen af fremtidige pensioner ud af de offentlige løbende fremtidige indtægter, dvs. fremtidige skatter på de erhvervsaktive. I Danmark er der fokus på at sikre holdbare offentlige

finansier, således at fremtidige skatteopkrævninger ikke skal stige for at kunne dække de løbende udgifter til bl.a. offentlig pension og sundhed. Det har bidraget til, at vi gennemsnitligt har bedre offentlige finanser i Danmark end i andre lande.

Det er desuden naturligt, at forholdsvis velstående lande som Danmark og en række andre nordeuropæiske lande har overskud på betalingsbalancen, mens lande i fx Syd- og Østeuropa med et mindre kapitalapparat og et større vækstpotentiale ("catching up") har underskud. Disse lande har behov for kapital udefra for at udvikle deres økonomi og realisere dens vækstpotentiale. Det er på den anden side vigtigt, at lande med betalingsbalanceunderskud ikke opbygger for stor udlandsgæld. Gælden skal være holdbar, ellers kan udenlandske investorer miste tilliden til landet, hvorved det kan blive vanskeligere at finansiere underskuddet.

Lande, der vokser, kan dog godt have et permanent over- eller underskud på betalingsbalancen. Så en lang periode med overskud eller underskud er ikke nødvendigvis udtryk for en uholdbar udvikling. Det kræver dog, at sammensætningen af betalingsbalancen på formueindkomst og andre poster tilpasser sig. Tænkes Danmarks betalingsbalanceoverskud fx permanent at være 5 pct. af BNP, vil udlandsformuen konvergere mod 130 pct. af BNP, hvis den nominelle vækst er 4 pct.⁵ Hvis det videre antages, at det nominelle afkast af udlandsformuen er 5 pct., vil formueindkomsten alene være 6,5 pct. af BNP ($130 \cdot 5 / 100$). Det betyder, at vare- og tjenestebalancen samt overførsler permanent skal være -1,5 pct. af BNP for at fastholde et overskud på betalingsbalancen på 5 pct. En stor udlandsformue trækker således i retning af, at overskuddet på vare- og tjenestebalancen skal være mindre, hvis udviklingen skal være holdbar.

En positiv udlandsformue kan virke som en buffer, der mindsker risikoen for en pludselig stor kapitaludstrømning. Endvidere kan den være med til at sikre et lavt rentespænd over for euroområdet, jf. senere. Der er dog også en kreditrisiko forbundet med at opbygge store fordringer på udlandet. Opstår der problemer med at servicere gælden for lande, der har vedvarende betalings-

⁵ Hvis overskuddet er x pct. af BNP og den nominelle vækst er y pct., vil udlandsformuen konvergere på $x \cdot (1+y) / y$, fx $5 \cdot (1+0,04) / 0,04 = 130$ pct. af BNP.

balanceunderskud og stor udlandsgæld, bliver det naturligvis også et problem for kreditorlande som Danmark, der risikerer, at noget af udlandsformuen går tabt.

En stor udlandsformue giver endvidere en eksponering over for renteutviklingen samt aktie- og valutakurser, og evnen til at placere midlerne rigtigt bliver vigtig. I det danske tilfælde tages disse placeringsbeslutninger decentralt i de enkelte virksomheder og pensionskasser i modsætning til lande som fx Norge, hvor hovedparten af de

udenlandske aktiver er koncentreret i Statens Pensionsfond. For Danmarks vedkommende ejer udlandet en stor del af danske realkredit- og statsobligationer, som aktuelt giver en lav forrentning, mens danskerne har placeret formuen i udenlandske aktiver med større risiko og dermed større forventet afkast. I 2014 var der således en nettoformueindkomst på knap 75 mia. kr. fra en nettoformue på ca. 860 mia. kr., hvilket giver et implicit afkast på ca. 8,5 pct. Det høje afkast er delvist et udtryk for, at danskerne har opbygget

Nedbringelse af danske husholdningers store bruttogæld kan medføre et endnu større overskud på betalingsbalancen

Boks 3

Danske virksomheder og husholdninger har gennem en årrække opbygget både en betydelig bruttogæld og -formue. Det er også slået igennem på gæld og formue over for udlandet. Bruttostørrelserne – dvs. både danskernes aktiver i udlandet og udlandets aktiver i Danmark – er vokset kraftigt, jf. figur nedenfor (venstre). Ultimo 2. kvartal 2015 ejede danskerne aktiver i udlandet for 6.070 mia. kr., mens udlændinge ejede danske aktiver for 5.210 mia. kr. Dermed havde danskerne en nettoformue i udlandet på 860 mia. kr., svarende til ca. 43 pct. af BNP.

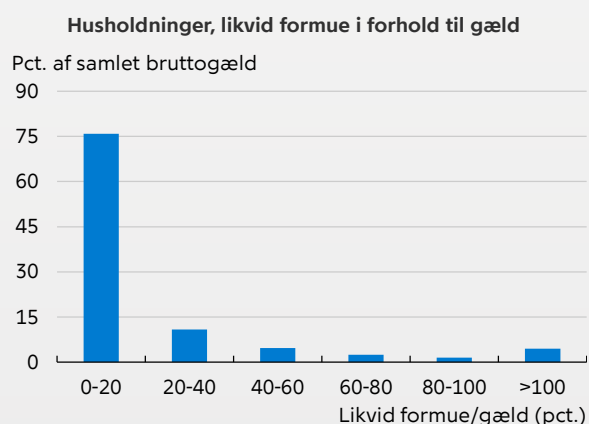
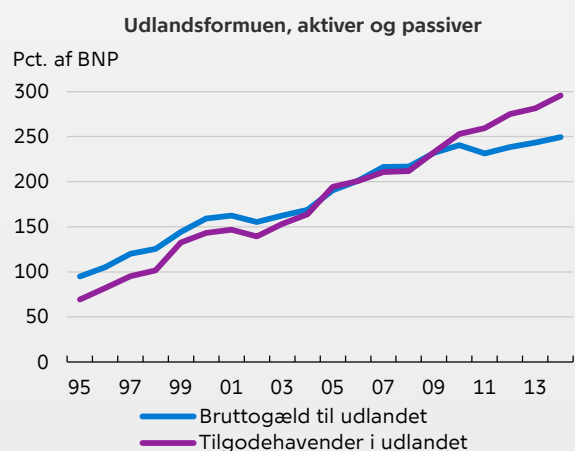
Der har fra observatører af dansk økonomi været en del fokus på især husholdningernes høje bruttogældsætning. En nedbringelse af bruttogælden kan – hvad enten den er national eller international – imidlertid vanskeligt ske uden en afledt effekt på betalingsbalancen, hvor overskuddet i givet fald vil tendere at blive endnu større.

Givet at husholdningerne har en betydelig nettoformue, kunne de i princippet reducere gælden ved at sælge dele af deres aktiver. Det er dog i praksis kun muligt i begrænset omfang. En stor del af husholdningernes formue er placeret i pensionsordninger og bolig, som ikke umiddelbart kan sælges. Husholdningerne har bankindsud for ca. 600 mia.

kr. og værdipapirer for ca. 1.700 mia. kr. Halvdelen af disse er dog ejerandelsbeviser udstedt af virksomheder ejet fuldt ud af husholdningerne, bl.a. af små håndværksvirksomheder, butikker, tandlæger eller lignende. Disse aktiver kan heller ikke umiddelbart sælges. Den resterende værdipapirbeholdning er ejet af et relativt lille antal husholdninger. Størstedelen af husholdningerne har derfor en beskedent likvid formue i forhold til deres bruttogæld. Langt størstedelen af den samlede bruttogæld, ca. 75 pct., holdes af husholdninger med en likvid formue (bankindsud og værdipapirer i depot), som udgør mindre end 20 pct. af deres bruttogæld, jf. figur nedenfor (højre). Husholdningerne har således samlet set kun i begrænset omfang mulighed for at reducere deres gæld ved at sælge ud af aktiverne.

Husholdningernes store bruttogæld afspejler bl.a., at de lånefinansierer formueopbygning, især i boliger, men i et vist omfang også i pension og fri finansiell formue, jf. Isaksen mfl. (2011). En mere symmetrisk beskatning af gæld og formue vil reducere husholdningernes incitament til at puste deres balance op. Alternativt kan de reducere gælden via løbende opsparing, men højere opsparing fører let til et endnu større overskud på betalingsbalancen.

Danskernes aktiver og passiver over for udlandet samt likvide formue i forhold til gæld



Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik og egne beregninger.

meget store bruttobalancer, dvs. danskerne har på samme tid stor formue i udlandet og stor gæld til udlandet. Især har der været fokus på husholdningernes store bruttogæld, som kan øge deres følsomhed over for renteudsving og derfor medføre større makroøkonomiske udsving. Der kan derfor være et samfundsøkonomisk ønske om at få bruttogælden nedbragt især i husholdningerne, men det kan medføre et endnu større overskud på betalingsbalancen, jf. boks 3.

AFKASTET PÅ UDLANDSFORMUEN KOMMER IND I DEN DANSKE ØKONOMI MED FORSINKELSE

Husholdningerne ejer kun i begrænset omfang udenlandske fordringer direkte og får dermed i første omgang kun i mindre grad del i afkastet af udlandsformuen. De umiddelbare effekter på det private forbrug er derfor begrænsede.

Afkastet på udlandsformuen tilfalder hovedsagelig de store virksomheder, pensionskasser og investeringsforeninger. Det kan måske i et vist

omfang fremme investeringer i realkapital, men generelt er investeringerne overvejende drevet af efterspørgslen i økonomien. Noget af indkomsten kanaliseres videre i form af udbyttebetalinger, men da mange af de største danske virksomheder er fonds- eller familieejede, rammer det stadig kun husholdningerne i begrænset grad, jf. boks 4. Hertil kommer, at det kun er et fåtal af velhavende husholdninger, som ejer aktier i større stil.

En del af den stigende nettoformueindkomst fra udlandsformuen tilfalder den offentlige sektor som følge af en reduktion af den offentlige gæld og dermed lavere renteudgifter. Det forbedrer holdbarheden af de offentlige finanser.

Formueindkomsten fra udlandet kanaliseres ind i husholdningernes økonomi dels via pensionsformuen og dermed på sigt højere pensionsudbetalinger, dels gennem højere lønstigninger. Erfaringsmæssigt udgør løn på langt sigt en nogenlunde fast andel af nationalindkomsten, BNI, i samfundet, jf. figur 7. Når BNI øges via afkastet på udlandsformuen, er der plads til højere lønninger.

De største danske virksomheder

Boks 4

De største danske virksomheder er i høj grad familie- eller fondsejede, jf. tabellen. Det betyder, at de optjente overskud efter skat i første omgang kun i begrænset omfang kommer bredere dele af husholdningerne til del. De betalte sel-

skabsskatter er omvendt med til at finansiere de offentlige udgifter mere bredt, ligesom det er tilfældet for indkomstbeskatningen af virksomhedernes medarbejdere i Danmark samt øvrige betalte skatter og afgifter.

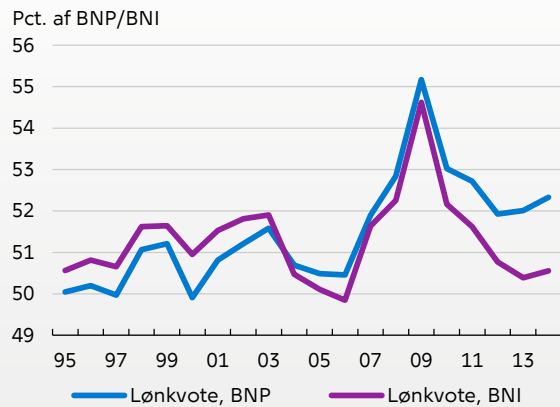
De største danske virksomheder målt på driftsresultat i 2014

	Navn	Type	Driftsresultat (mia. kr.)	Egenkapital, bogført værdi (mia. kr.)	Egenkapital, markedsværdi, ultimo 2014 (mia. kr.)	Ansatte i alt (1.000 pers.)
1	A.P. Møller - Mærsk	Fond	29	259	273	89
2	Novo Nordisk	Fond	26	40	677	40
3	LEGO	Fond	7	13	-	13
4	Nordea Bank Danmark	Aktie	6	45	-	6
5	Carlsberg	Fond	5	56	73	47
6	Danske Bank	Aktie	4	153	167	18
7	TDC	Aktie	3	19	38	9
8	Pandora	Aktie	3	7	61	10
9	Jyske Bank	Aktie	3	28	30	3
10	Vestas Wind Systems	Aktie	3	18	50	18

Anm.: Fondsdominerede og familieejede selskaber er benævnt "Fond", Aktieselskaber med en bredere ejerkreds er benævnt "Aktie". Egen opdeling.
Kilde: Børsen Analyse 2014 og Bloomberg.

Lønkvoter

Figur 7



Anm.: BNP er bruttonationalproduktet, og BNI er bruttonationalindkomsten.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Fra midten af 1990'erne til midten af 2000'erne steg de danske lønninger i industrien hurtigere end i udlandet. I årene op til finanskrisen i 2008 blev kapacitetssituationen strammere som følge af en overophedning af økonomien drevet af en lånefinansieret boligboble. Tabet af lønkonkurrenceevne i disse år er dog indhentet igen, men forløbet understreger vigtigheden af et roligt, ikke forceret forløb.

Siden midten af 1990'erne har Danmark endvidere haft en løbende forbedring af bytteforholdet, idet danske virksomheder har formået at sælge deres varer og tjenesteydelser til stadig bedre priser, mens de har nydt godt af det nedadrettede pres på importpriserne. Ikke alle overskudslande har haft en forbedring af bytteforholdet. Sverige, som i høj grad producerer produkter, som er underlagt et stærkt nedadrettet prispres, fx elektronik, har haft en forværring af sit bytteforhold.

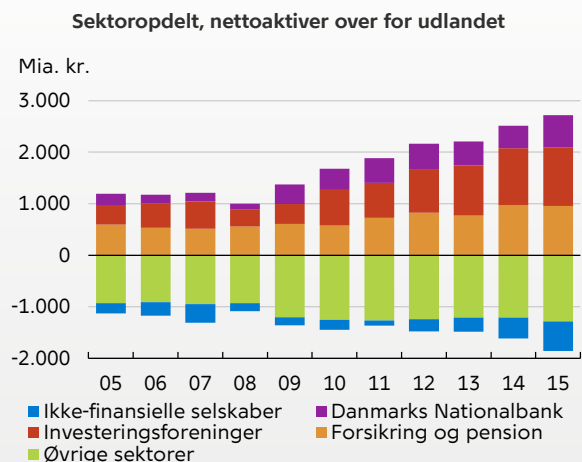
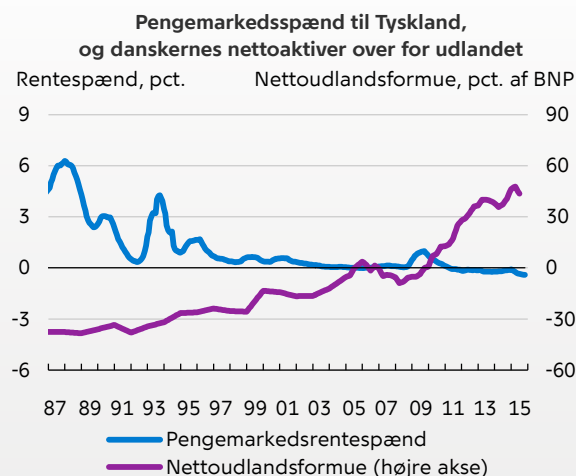
Indkomsten fra udlandet øger nationalindkomsten, men ikke den indenlandske produktion, BNP. Som en konsekvens heraf har lønnens andel af den indenlandske produktion været stigende. Den stigende lønandel i den indenlandske produktion svarer til en løbende intern revaluering og dermed en forværring af konkurrenceevnen. Ses der bort fra perioden med overophedning, er dette sket i et roligt og afmålt tempo. I et fastkursregime som det danske er det på denne måde, at en (for) god konkurrenceevne korrigeres.

UDLANDSFORMUENS BETYDNING FOR RENTER OG VALUTARESERVE

Danmarks overskud på betalingsbalancens løbende poster indebærer en løbende kapitaleksport, som har betydet, at der er opbygget en betydelig

Rentespænd og nettoudlandsformue samt nettoaktiver over for udlandet for sektorer

Figur 8



Anm.: Venstre figur: Rentespænd er spændet mellem 3 måneders-depositrenter i Danmark og Tyskland. Spændet er et 12-måneders gennemsnit. Nettoudlandsformuen er opgjort på årsbasis til og med 2004 og på kvartalsvis basis fra og med 2005. Højre: 2015 er for ultimo 1. halvår.

Kilde: Thomson Reuters Datastream og Danmarks Nationalbank.

udlandsformue, jf. figur 8 (venstre). Den ventes at stige yderligere de kommende år. Formuen er fordelt på forskellige sektorer, og Danmarks samlede nettoudlandsformue er summen af alle indenlandske sektors nettobeholdninger af udenlandske aktiver. Derfor er nettoudlandsformuen ikke en portefølje, der kan forvaltes af en myndighed eller institution, sådan som det for eksempel er tilfældet med statens gæld eller Nationalbankens valutareserve. De enkelte husholdninger, investorer, finansielle institutioner og virksomheder foretager deres individuelle investeringsvalg.

I Danmark er der primært tre sektorer, der holder flere udenlandske aktiver end passiver, jf. figur 8 (højre). Forsikrings- og pensionssektoren har netto placeret ca. 950 mia. kr. i udenlandske aktiver. Det svarer til lidt mere end hele Danmarks samlede nettoudlandsformue. Investeringsforeningerne har også en betydelig nettoudlandsformue, da ejerne af investeringsbeviserne typisk har et krav på investeringsforeningen i kroner, mens foreningen kan have investeret pengene i fx udenlandske aktier og obligationer. Endelig har Nationalbanken en stor nettoudlandsformue, der afspejler, at valutareserven placeres i fremmed valuta, mens passiverne er i danske kroner. Omvendt har særligt realkreditinstitutter negativ nettoudlandsformue. Det skyldes, at mange udenlandske investorer investerer i danske realkreditobligationer.

NETTOUDLANDSFORMUEN

KAN HAVE REDUCERET RENTERNE

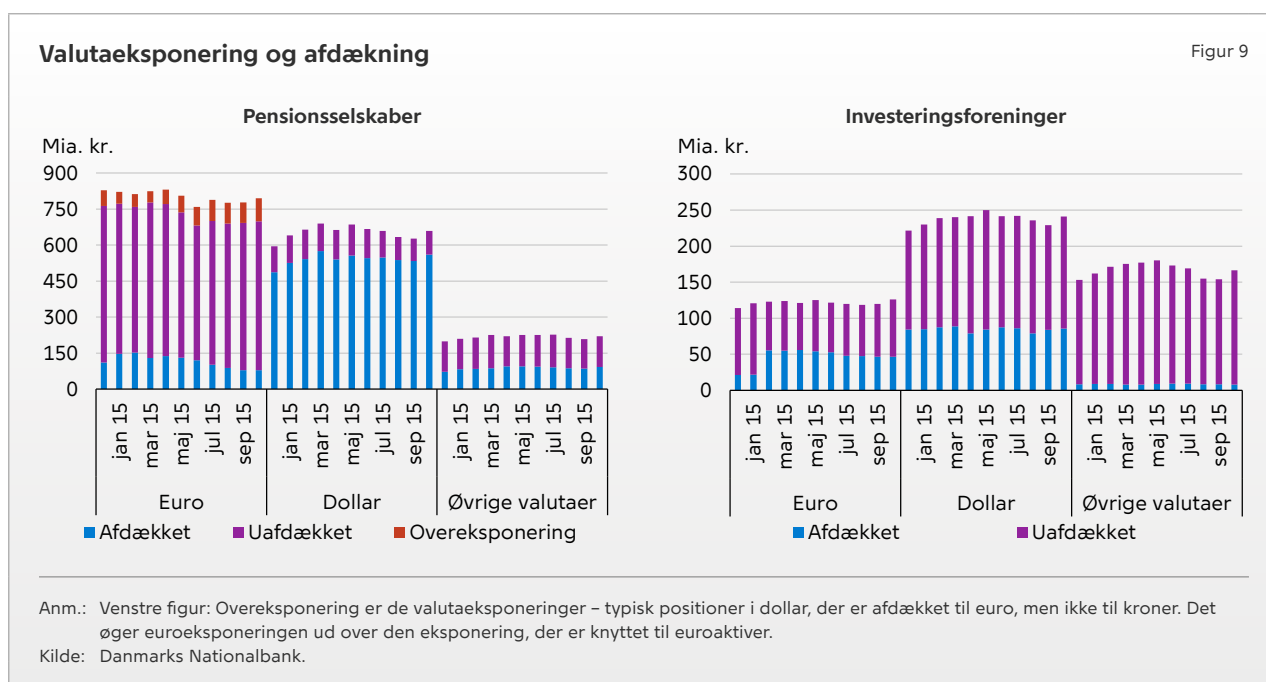
Den øgede nettoudlandsformue har formentligt bidraget til at reducere de pengepolitiske renter i Danmark. Det afspejler, at investorerne placerer deres formue på baggrund af en række forhold, herunder forventninger til afkast og den tilknyttede usikkerhed, som potentielt afhænger af udlandsformuen.

Frem til midten af 1990'erne svingede rentespændet mellem Danmark og Tyskland, udtrykt ved de korte pengemarkedsrenter, kraftigt, og var ofte på adskillige procentpoint, jf. figur 8 (venstre). I den følgende periode, til finanskrisen brød ud i 2008, lå spændet derimod meget stabilt på et moderat positivt niveau. Efter at spændet forbigående blev udvidet i forbindelse med finanskrisen, har det været negativt det meste af tiden siden 2012. Investorerne er dermed aktuelt villige til at holde finansielle investeringer i danske kroner, selv om de får et lidt lavere afkast end i euro. Det langfristede rentespænd mellem Danmark og Tyskland er dog positivt.

INVESTORER FORETRÆKKER

OFTE INDENLANDSKE AKTIVER

Rentespændet påvirkes af såkaldte "preferred habitat"-præmier. De afspejler, at nogle investorer ønsker at investere i specifikke aktiver. Ofte foretrækker de fx aktiver i egen valuta. Det kan bl.a.



skyldes, at der er færre omkostninger til informationsindsamling og løbende overvågning. Hvis der er en overefterspørgsel efter bestemte aktiver, vil det reducere renten på dem via en preferred habitat-præmie.

Stigningen i nettoudlandsformuen har øget danske investorers placeringsbehov. I det omfang de har præferencer for indenlandske aktiver, er efterspørgslen efter kroneaktiver derfor øget. Der opstår således nogle betalingsstrømme, som reducerer ligevægtsrentespændet.

I forhold til villigheden til at omlægge valutaeksponering er det også relevant, i hvilke sektorer nettoudlandsformuen er, og hvor der løbende er opsparing. En betydelig del af opsparingen er i pensionsformuen, der forventes at stige indtil 2040-50, så sektorens placeringsbehov vil fortsætte med at stige. Sektorens størrelse gør det vanskeligt at placere alle pengene i kroneaktiver, uden at det resulterer i en høj koncentrationsrisiko. Sektorens passiver er pensionsudbetalinger i danske kroner, mens omtrent halvdelen af aktiverne er i udenlandsk valuta. Heraf er en del afdækket til kroner, jf. figur 9 (venstre). I kraft af sin størrelse har pensionssektorens dispositioner stor betydning for forholdene på kronemarkedet. Det blev tydeligt i begyndelsen af 2015, hvor den stod bag en væsentlig del af efterspørgslen efter kroner.

Også investeringsforeninger bidrog til efterspørgslen efter kroner, da sektoren samlet set afdækkede en del af eksponeringen til euro, jf. figur 9 (højre). Begge sektorer har fortsat meget store eksponeringer i euro og andre valutaer.

Opbygningen af Danmarks nettoformue forventes at være et langvarigt fænomen. Dermed er der også grund til at tro, at rentespændet til euroområdet vil være lavere end i årene forud for finanskrisen. Præcis hvor stort rentespændet til euroområdet skal være for at sikre balance i kapitalstrømmene ud og ind af landet, er dog svært at vurdere. Det vil afhænge af flere forhold, såsom tillid til euroområdet, tillid til kronkursen og dansk økonomi samt den generelle risikoaversion og omfanget af preferred habitat i de finansielle markeder.

De seneste år har været præget af nogle ekstraordinære begivenheder, herunder statsgældskrisen i en række eurolande, som førte til, at nogle investorer anvendte kroner som "sikker havn", jf. Jørgensen mfl. (2013). Disse år kan derfor ikke

give en sikker pejling af situationen på længere sigt. Desuden er spændet i de lidt længere forwardrenter aktuelt positivt, hvilket dog i et vist omfang afspejler, at ECB gennem sit opkøbsprogram har presset de længere renter ned. Et ligevægtsrentespænd på tæt ved nul forekommer sandsynligt, således at Nationalbankens renter på langt sigt vil ligge tæt på ECB's renter.

UDSVING I UDLANDSFORMUEN KAN SLÅ UD I VALUTARESERVEN

Presset på kronen i januar-februar 2015 afspejlede bl.a., at en række udenlandske investorer købte kroner i stort omfang. Dermed stod de til at høste en gevinst, hvis fastkurspolitikken blev opgivet, og kronen i lighed med schweizerfrancen apprecierede over for euroen. Det var dog også en væsentlig faktor bag presset på kronen, at forskellige indenlandske investorer, herunder dele af forsikrings- og pensionssektoren, ikke i så høj grad som tidligere ønskede at bære den eksponering over for udsving i kronkursen, som deres investeringsportefølje isoleret set medfører. Derfor øgede de deres afdækning, hvilket slog ud i en højere efterspørgsel efter kroner.

I løbet af de seneste måneder har de udenlandske investorer solgt kroner, så deres beholdning af kroneaktiver er lidt lavere end ved årets indgang. De indenlandske investorer har også solgt kroner, men bevægelsen har været trægere, og netto er de ikke tilbage ved situationen fra januar.

Langvarige skift i de indenlandske investorers villighed til at holde uafdækkede positioner i euro kan føre til langvarige udsving i størrelsen på Nationalbankens valutareserve. I lange perioder kan reserven blive betydeligt større, end den tidligere har været, og rentespændet til euroområdet kan blive lavere eller negativt.

Nationalbanken holder primært valutareserven for at kunne understøtte kronkursen, hvis den kommer under pres. Opstår der et overudbud af kroner, som tenderer mod at svække kursen over for euro, vil Nationalbanken intervenere i markedet ved at bruge valuta fra reserven til at støtteopkøbe kroner. Derfor er den eneste målsætning for valutareservens størrelse, at den skal være tilstrækkelig. Hensynet til på ethvert tidspunkt at kunne foretage støtteopkøb af kroner betyder, at valutareserven er investeret i likvide og værdifaste fordringer i euro. Derfor giver reserven et relativt stabilt, men lavt afkast.

Køb af valuta til valutareserven modsvares typisk af øget gæld til pengeinstitutterne. Nationalbankens egenkapital påvirkes derfor som udgangspunkt ikke, selv om balancen øges i takt med reserven. En større valutareserve giver ikke anledning til at ændre dens risikoprofil.

LITTERATUR

Andersen, Henrik Yde (2015), Do tax incentives for saving in pension accounts cause debt accumulation? Evidence from Danish register data, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, kommende.

Chetty, Raj, John N. Friedman, Søren Leth-Petersen, Torben Heien Nielsen og Tore Olsen (2014), Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: Evidence from Denmark, *The Quarterly Journal of Economics*, nr. 129 (3).

DØR (2008), *Dansk Økonomi*, kapitel 2, forår.

Isaksen, Jacob, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen og Søren Vester Sørensen (2011), Husholdningernes balancer og gæld – et internationalt landestudie, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, del 2.

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

PENGEMARKEDET VED PRES PÅ KRONEN OG NEGATIVE RENTER

Morten Fremmich Andresen,
Bank- og Markedsafdelingen,
Mark Strøm Kristoffersen og Lars Risbjerg,
Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Indskudsbevisrenten er toneangivende for renterne på pengemarkedet i en situation som den nuværende, hvor de pengepolitiske modparter har et placeringsbehov i Nationalbanken, der overstiger den samlede folioramme. At indskudsbevisrenten nu er negativ, har ikke rokket ved dens betydning for kronen og dermed ved Nationalbankens mulighed for at styre kronekursen.

Pengemarkedet blev påvirket af presset på kronen i begyndelsen af året. For at undgå at kronen blev styrket, nedsatte Nationalbanken indskudsbevisrenten til -0,75 pct. Da penge- og realkreditinstitutternes lån og placering i Nationalbanken udgør et alternativ til lån og placeringer i pengemarkedet, førte det til et betydeligt fald i pengemarkedsrenterne.

I Nationalbanken kan penge- og realkreditinstitutterne placere deres likviditet i indskudsbeviser eller på foliokonti. Foliorenten er nul. De pengepolitiske modparter foretrækker derfor som udgangspunkt at placere likviditet på deres foliokonti for på den måde at undgå negativ forrentning.

Det samlede placeringsbehov overstiger imidlertid rammen for, hvor meget modparterne samlet kan placere på deres foliokonti. Modparterne under ét skal derfor placere en del af deres likviditet i indskudsbeviser. En forøgelse af det samlede indestående i Nationalbanken vil således blive forrentet til indskudsbevisrenten. Indskudsbevisrenten er på den baggrund bestemmende for renterne på pengemarkedet.

Nedsættelsen af indskudsbevisrenten har udvidet spændet mellem foliorenten og indskudsbevisrenten og dermed rummet for udsving i dag til dag-pengemarkedsrenterne. Volatiliteten i de usikrede dag til dag-renter kan desuden være påvirket af den lave aktivitet i markedet, som gør, at rentefastsættelsen sker på baggrund af få transaktioner og afhænger af likviditetsforholdene den pågældende dag. Volatiliteten ændrer ikke de pengepolitiske renters effekt på kronekursen.

Omsætningen på det usikrede dag til dag-pengemarked er faldet, siden Nationalbanken indførte negative renter. Det afspejler især, at pengeinstitutternes indlån i Nationalbanken har været store, så behovet for at foretage transaktioner i pengemarkedet har været lavt.

Aktiviteten i euroområdet dag til dag-pengemarked er også faldet. Omsætningen i euroområdet er faldet til det laveste niveau siden indførelsen af euroen, efter Den Europæiske Centralbank, ECB, udvidede sit opkøbsprogram fra marts 2015, og pengeinstitutternes indskud på anfordring i ECB steg.

Aktiviteten i længere usikrede lån er aftaget siden finanskrisen. Det er et internationalt fænomen, som afspejler den større fokus på likviditets- og kreditrisici. I perioden med pres på kronen i begyndelsen af året var der større aktivitet i markedet for FX-swaps end i den resterende del af året. Den større aktivitet i FX-swapmarkedet afspejlede den store efterspørgsel efter kroner.

PENGEMARKEDSRENTER OG PENGEPOLITISKE RENTER

Det danske pengemarked omfatter det indbyrdes marked mellem penge- og realkreditinstitutter for låneaftaler og rentederivater i kroner med løbetid op til 1 år, jf. boks 1. For de pengepolitiske modparter – penge- og realkreditinstitutterne – er korte lån og placeringer i Nationalbanken et alternativ til lån og placering i det korte pengemarked. De pengepolitiske renter er derfor retningsgivende for pengemarkedsrenterne.

I en situation som den nuværende, hvor de pengepolitiske modparter har et stort placeringsbehov i Nationalbanken, er det indlånsrenten i Nationalbanken, der er bestemmende for pengemarkedsrenterne. Penge- og realkreditinstitutterne kan placere i indskudsbeviser eller på foliokonti, jf. boks 2. Foliorammerne sikrer,

at placeringen i indskudsbeviser er tilstrækkelig til, at indskudsbevisrenten er bestemmende for pengemarkedsrenterne. Banksektorens marginale placering i Nationalbanken sker i indskudsbeviser til indskudsbevisrenten, og en forøgelse af det samlede indestående i Nationalbanken vil således blive forrentet med indskudsbevisrenten.

De pengepolitiske modparter samledes placeringsbehov i Nationalbanken påvirkes af Nationalbankens interventioner i valutamarkedet. Når Nationalbanken foretager interventionskøb af valuta fra pengeinstitutterne, som under presset på kronen i januar-februar 2015, modsvares det af større indlån i Nationalbanken, og indskudsbevisrenten vil slå igennem på rente- og prisfastsættelsen i penge- og valutamarkedet. Der er ikke andre muligheder for de pengepolitiske modparter set under et end at placere i indskudsbeviser, når deres placeringsbehov i

Det danske pengemarked og den årlige pengemarkedsundersøgelse

Boks 1

Pengemarkedslån omfatter usikrede lån, repoer (lån mod sikkerhed i obligationer) og FX-swaps. I en FX-swap indgås samtidig en spot- og en terminshandel i valuta. Først veksles valuta mod kroner (spothandlen) mod, at der på et senere tidspunkt veksles tilbage til en kurs, terminkursen, fastsat ved swappens indgåelse (terminshandlen).

Herudover er korte værdipapirer og Nationalbankens indskudsbeviser en del af pengemarkedet.

Rentederivater omfatter bl.a. Cita-swaps og FRA'er. Cita-swap (Copenhagen Interbank T/N Average) er en kort renteswap, hvor der byttes en variabel rente (T/N-renten) mod

en fast rente, som fastsættes ved aftalens begyndelse. FRA (Forward Rate Agreement) er en aftale om at fastlåse renten i en fremtidig periode. For mere information om produkterne i pengemarkedet, se Danmarks Nationalbank (2009).

Nationalbanken gennemfører en årlig undersøgelse af pengemarkedet i 2. kvartal, hvor pengeinstitutterne indberetter omsætningsdata mv. I undersøgelsen for 2015 er der tillige indsamlet data for 1. kvartal i lyset af presset på kronen i begyndelsen af året. I forlængelse heraf har Nationalbanken interviewet flere markedsdeltagere om udviklingen på pengemarkedet.

Nationalbankens pengepolitiske instrumenter

Boks 2

De pengepolitiske instrumenter er de ind- og udlånsfaciliteter, som Nationalbanken stiller til rådighed for penge- og realkreditinstitutterne, de pengepolitiske modparter. Modparterne har adgang til to faciliteter i Nationalbanken: markedsoperationer og indskud på foliokonto.

Foliokonti er anfordringskonti, hvor modparterne kan placere likviditet dag til dag. Der er fastsat en samlet ramme for modparternes samlede indskud på foliokonti i Nationalbanken ved dagens slutning. Hvis modparternes samlede placeringer på folio er større end den samlede ramme, konverteres folioindskud til indskudsbeviser. En pengepolitisk modpart kan overskride sin individuelle folioramme, så længe den samlede folioramme ikke overskrides.

Ved Nationalbankens ordinære markedsoperationer den sidste bankdag i hver uge kan modparterne låne mod

pant og placere i indskudsbeviser. Hvis det er nødvendigt, foretager Nationalbanken herudover ekstraordinære markedsoperationer, hvor Nationalbanken køber eller sælger indskudsbeviser for at styre likviditeten i pengemarkedet. De ekstraordinære markedsoperationer kan være annonceret på forhånd. Annoncerede operationer i en given måned offentliggøres 2. sidste bankdag i den forudgående måned. Fastlæggelsen af de annoncerede ekstraordinære markedsoperationer er baseret på information om statslige betalinger, som indgår i Nationalbankens likviditetsprognose. Herudover kan Nationalbanken foretage uannoncerede ekstraordinære operationer fx i forbindelse med Nationalbankens interventioner i valutamarkedet, der ikke kan forudsiges på forhånd. Disse operationer offentliggøres kl. 10 samme dag, som de gennemføres.

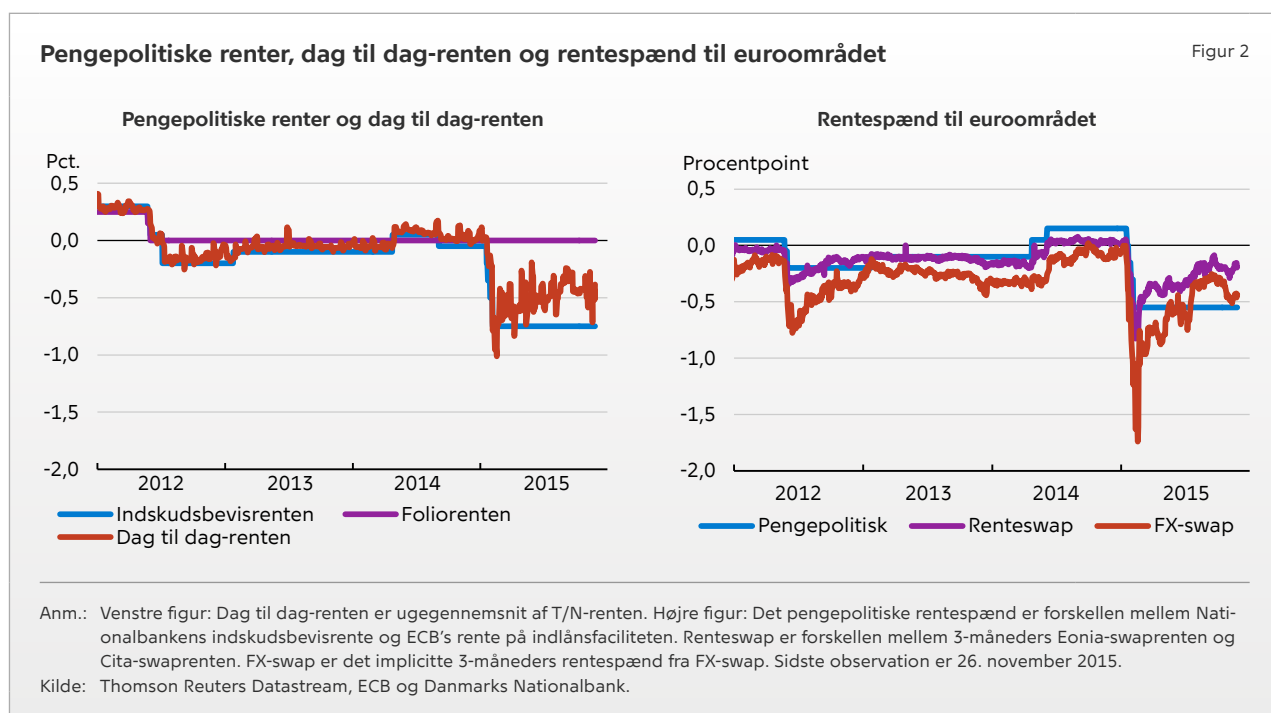
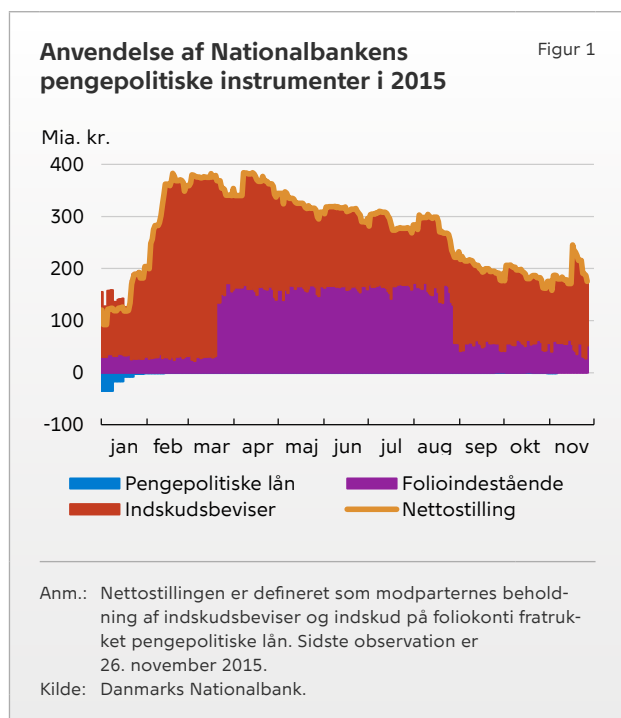
Nationalbanken overstiger den samlede folioramme.

Den enkelte modpart kan reducere sine placeringer i Nationalbanken, men det vil modsvarer af, at andre modparter øger deres placeringer. Modparternes mellemværende med Nationalbanken er på den måde et lukket system. Det samlede

nettomellemværende med Nationalbanken kaldes nettostillingen, jf. figur 1.

Pengeinstitutternes samlede placeringsbehov i Nationalbanken blev kraftigt forøget i forbindelse med Nationalbankens interventionskøb i januar og februar, og Nationalbanken forhøjede på den baggrund foliorammerne i marts. Nationalbanken foretog efterfølgende et betydeligt interventionsalg af valuta og reducerede foliorammerne i august for at sikre det fortsatte gennemslag af indskudsbevisrenten på pengemarkedsrenterne. Pengemarkedsrenter kan i perioder med forventninger til rentændringer svinge kraftigt. I februar 2015, efter Nationalbanken havde nedsat indskudsbevisrenten til -0,75 pct., faldt pengemarkedsrenterne markant, og de korte pengemarkedsrenter var i en kort periode under indskudsbevisrenten, jf. figur 2. Det afspejlede markedsforventninger til yderligere rentefald. Den betydelige valutaindstømning i perioden øgede desuden banksektorens likviditet. Det bidrog til faldet i pengemarkedsrenterne.

De lave danske pengemarkedsrenter betød, at spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet var negativt – også mere negativt end det pengepolitiske spænd, jf. figur 2. Det negative rentespænd gjorde det mindre attraktivt at placere i kroner i forhold til euro. Udviklingen i rentespændet i pengemarke-



det var et vigtigt led i afdæmpningen af presset på kronen.

Som alternativ til at købe kroner mod euro i dag og placere direkte i pengemarkedet kan investorer købe kroner på et fremtidigt tidspunkt – på termin. Det implicitte spænd mellem renten i de to valutaer i disse forretninger, FX-swapspændet, faldt betydeligt mere end det pengepolitiske rentespænd og de øvrige pengemarkedsrentespænd. Det blev dyrere at købe kroner på termin.

Det lavere implicitte rentespænd afspejlede den store efterspørgsel fra udenlandske investorer og danske forsikrings- og pensionselskaber efter at købe kroner mod euro på termin, jf. Danmarks Nationalbank (2015). Samtidig er markedet for valutaterminer i kroner begrænset af, at der kun er få udbydere, hvilket også kan give en afvigelse mellem de implicitte rentespænd fra andre penge-markedsspænd. Da presset på kronen aftog, blev det implicitte rentespænd væsentligt indsnævret.

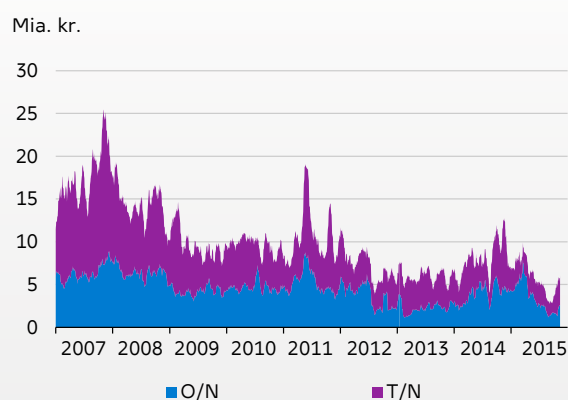
MINDRE BEHOV FOR USIKREDE DAG TIL DAG-LÅN

Omsætningen i usikrede dag til dag-lån, som bankerne bruger i deres daglige likviditetsstyring, faldt fra et allerede lavt niveau, efter Nationalbanken nedsatte indskudsbevisrenten til -0,75 pct., jf. figur 3. Omsætningen i det usikrede dag til dag-marked har også tidligere været lav, når indskudsbevisrenten har været negativ. Det skyldes bl.a., at indskudsbevisrenten er lavere end foliorenten, så penge- og realkreditinstitutterne får et rentemæssigt incitament til at øge deres folioindestående i Nationalbanken. Institutterne har samtidig haft større mulighed for at placere på folio, da foliorammerne generelt har været højere end ved positiv indskudsbevisrente. Det større folioindestående har givet institutterne mulighed for i højere grad at håndtere daglige likviditetsudsving uden at benytte det usikrede dag til dag-pengemarked.

Omsætningen i tomorrow next-lån, T/N, er faldet i de seneste år, og overnight-lånenes, O/N, andel af det usikrede dag til dag-marked steg fra begyndelsen af 2013. O/N-lån starter på dagen, hvor de aftales, mens T/N-lån starter dagen efter, lånene aftales. I en periode med store beløb på folio kan pengeinstitutter have mindre behov for

Daglig omsætning i usikrede dag til dag-udlån fordelt på O/N-lån og T/N-lån

Figur 3



Anm.: 21-dages glidende gennemsnit. Der indgås desuden spot next-lån, S/N, i det usikrede dag til dag-marked, men omfanget heraf er begrænset. Sidste observation er 23. november 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

at styre forudsete likviditetsudsving to dage frem. Desuden kan det have haft en effekt, at afvikling af handler i det danske obligationsmarked gik fra tre til to valørdage i oktober 2014.

T/N-lån har traditionelt stået for en stor del af omsætningen i det usikrede dag til dag-marked, hvilket bl.a. afspejler, at Nationalbanken ikke har en marginal (daglig) udlånsfacilitet, som det kendes fra fx ECB, og som modparterne kan benytte, hvis der opstår et uforudset likviditetsbehov, jf. Abildgren mfl. (2010). Bankerne har i det danske marked derfor typisk anvendt T/N-lån til at styre forudsete og planlagte likviditetsbevægelser, mens O/N-markedet har været anvendt til at håndtere uforudsete udsving.

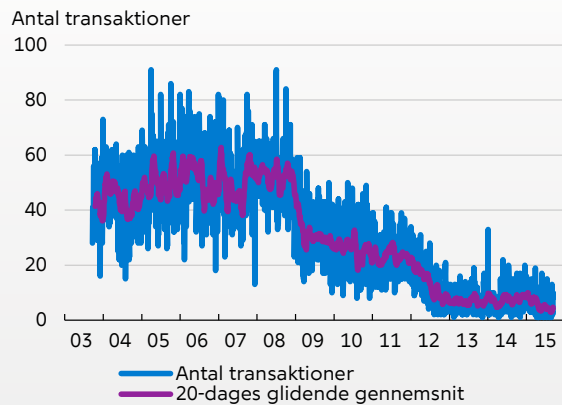
Omsætningen i forbindelse med dage med markedsoperationer har i gennemsnit været større end omsætningen på øvrige dage ved negativ indskudsbevisrente. Omsætning i forbindelse med markedsoperationsdage steg i forhold til omsætningen på øvrige dage, da der blev indført negativ indskudsbevisrente første gang i midten af 2012. Forholdet faldt, da indskudsbevisrenten var positiv fra april til september 2014, hvorefter det steg igen.

FÆRRE, MEN STØRRE TRANSAKTIONER

Det mindre behov for usikrede dag til dag-lån afspejler sig også i antallet af transaktioner. Det gennemsnitlige daglige antal usikrede dag til

Antal transaktioner på det usikrede dag til dag-pengemarked

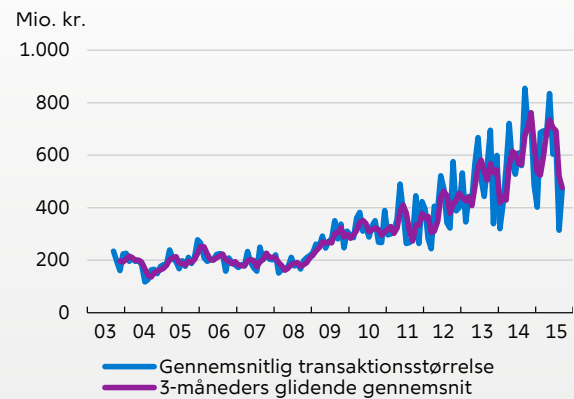
Figur 4



Anm.: Daglige observationer. Dataperioden dækker 22. september 2003 til 11. september 2015. Kun lån mellem de pengepolitiske modparter indgår. Se Abildgren mfl. (2015) for en nærmere beskrivelse af de anvendte data.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Gennemsnitlig transaktionsstørrelse for usikrede dag til dag-lån

Figur 5



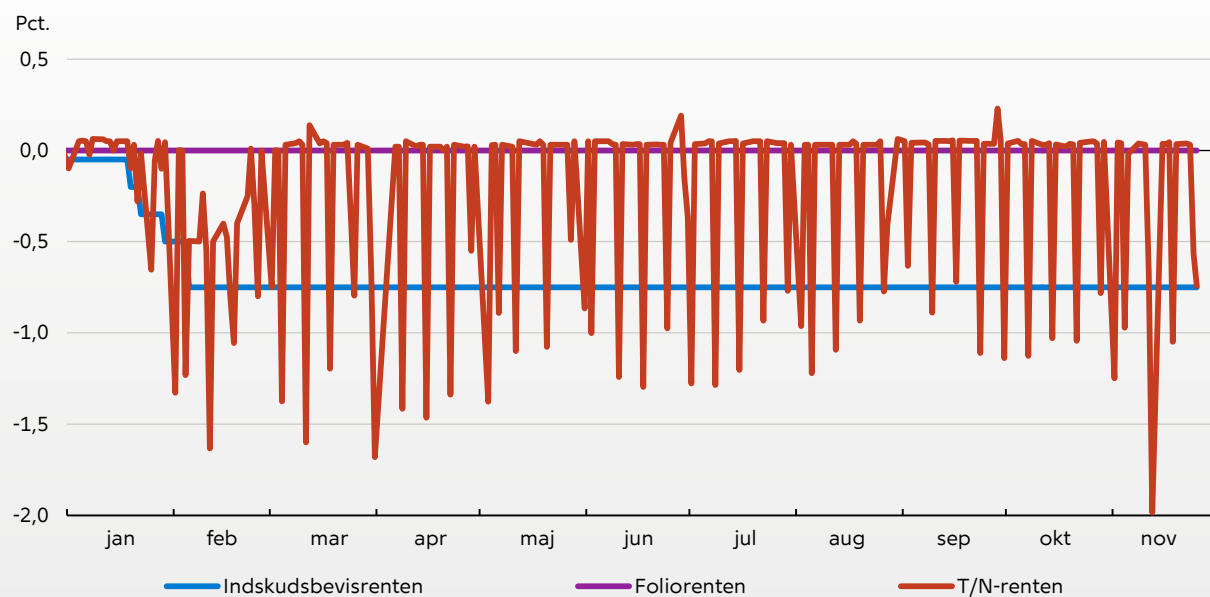
Anm.: Månedlige gennemsnit. Dataperioden dækker 22. september 2003 til 11. september 2015. Kun lån mellem de pengepolitiske modparter indgår. Se Abildgren mfl. (2015) for en nærmere beskrivelse af de anvendte data.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

dag-lån blandt de pengepolitiske modparter er faldet fra omkring 50 i årene forud for den finansielle krise til det nuværende niveau på under 10 transaktioner i gennemsnit pr. bankdag, jf. figur 4. I Abildgren mfl. (2015) foretages en detaljeret analyse af de pengepolitiske modparter

indbyrdes handel med usikrede dag til dag-lån på transaktionsniveau i perioden fra september 2003 til marts 2015. Det fremgår bl.a. af analysen, at der har været meget få T/N-lån i gennemsnit pr. bankdag siden indførelsen af negativ indskudsbevisrente. Dermed vil enkelttransaktio-

Indskudsbevisrenten, foliorenten og T/N-renten siden begyndelsen af 2015

Figur 6



Anm.: T/N-renten er vist på dagen, hvor T/N-lånet starter. Sidste observation er 26. november 2015.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Når banksektorens placeringer i Nationalbanken overstiger foliorammen, vil en forøgelse af sektorens samlede placeringer i Nationalbanken skulle placeres i indskudsbeviser. Indskudsbevisrenten udgør dermed alternativrenten til placeringer i pengemarkedet og er toneangivende for pengemarkedsrenterne.

Indretningen af Nationalbankens pengepolitiske instrumentarie bevirker, at dag til dag-pengemarkedsrenten på en given dag afhænger af, om Nationalbanken afholder markedsoperationer. På dage, hvor der ikke gennemføres markedsoperationer, er den teoretiske dag til dag-rente foliorenten, fordi placering på folio for det enkelte institut er alternativet til placering i pengemarkedet dag til dag, så længe den samlede folioramme overholdes. På dage med markedsoperationer afvejer modparterne afkastet ved at placere i dag til dag-pengemarkedet mod afkastet ved at placere i indskudsbeviser. Den teoretiske bestemmelse af dag til dag-renten gælder i en situation med fuldkommen konkurrence, uden markedsfriktioner og risikoneutrale pengepolitiske modparter, og kan derfor afvige fra den faktiske dag til dag-rente.

Den teoretiske dag til dag-rente på markedsoperationsdage fastsættes, så afkastet ved at placere i pengemarkedet er lig indskudsbevisrenten frem til næste annoncerede markedsoperation. Hvis indskudsbevisrenten er negativ og lavere end foliorenten, skal den teoretiske dag til dag-rente på markedsoperationsdage være mere negativ end indskudsbevisrenten, så den opvejer, at den teoretiske dag til dag-rente på øvrige dage er lig foliorenten.

Beregningen af den teoretiske dag til dag-rente kan illustreres med et eksempel for en fredag, hvor der gennemføres en ordinær markedsoperation, og hvor der er syv dage til næste markedsoperation. Dag til dag-renten om fredagen gælder tre dage (fredag, lørdag og søndag). I de følgende fire dage er dag til dag-renten lig med foliorenten. Modpartens afvejning mellem at placere i indskudsbeviser og i pengemarkedet kan derfor skrives som:

$$3 * \text{Dag til dag renten} + 4 * \text{Foliorenten} = 7 * \text{Indskudsbevisrenten}$$

Ved en foliorente på 0,00 pct. og en indskudsbevisrente på -0,75 pct. giver det:

$$3 * \text{Dag til dag renten} + 4 * (0,00 \text{ pct.}) = 7 * (-0,75 \text{ pct.}) \Leftrightarrow$$

$$\text{Dag til dag renten} = \frac{7}{3} * (-0,75 \text{ pct.}) = -1,75 \text{ pct.}$$

På fredage, hvor Nationalbanken ikke har annonceret yderligere markedsoperationer den efterfølgende uge, vil den teoretiske dag til dag-rente dermed være -1,75 pct.

I ovenstående forklaring af den teoretiske dag til dag-rente skelnes ikke mellem O/N- og T/N-lån. O/N-renten vil påvirkes på dagen, hvor markedsoperationen foretages. T/N-lån starter dagen efter, at lånet aftales. Det betyder, at det er T/N-renten, der aftales dagen før den annoncerede markedsoperation, som påvirkes af markedsoperationer, og at T/N-renten ikke påvirkes af uannoncerede markedsoperationer.

ner kunne have en relativt stor betydning for den samlede T/N-rente.

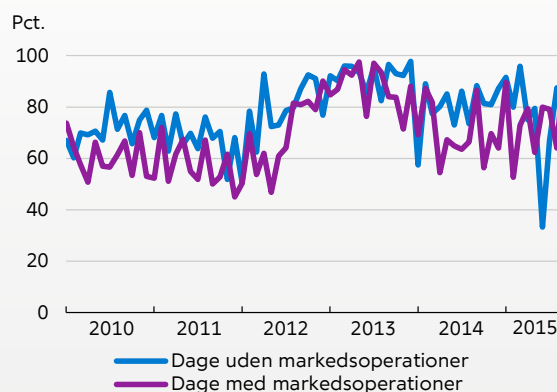
Der har særligt siden 2012 været en tendens til stigende gennemsnitlige transaktionstørrelser i det usikrede dag til dag-marked, jf. figur 5. Det afspejler delvist, at mange af de helt små handler er bortfaldet som følge af den generelt rigelige likviditet, faldet i antallet af især mindre pengeinstitutter og øget opmærksomhed på kreditrisiko i kølvandet på finanskrisen, jf. Abildgren mfl. (2015). Den hyppigst forekommende transaktionstørrelse har været voksende over tid. Den hyppigste transaktionstørrelse før finanskrisen var 50 mio. kr., mens den var 200 mio. kr. i de tre første kvartaler af 2015.

STØRRE UDSVING I DAG TIL DAG-RENTEN

Der er betydelige udsving i dag til dag-renten på forskellige ugedage, jf. figur 6. Den største del af udsvingene er af teknisk karakter, der skyldes, at

Andel af usikret dag til dag-omsætning, hvor låntager har relativt mest plads på folio

Figur 7



Anm.: Månedlige andele. Dataperioden dækker 1. januar 2010 til 11. september 2015. Kun lån mellem de pengepolitiske modparter indgår. Se Abildgren mfl. (2015) for en nærmere beskrivelse af de anvendte data. Figuren viser andelen af omsætningen i usikrede dag til dag-lån, hvor långivers foliorammeudnyttelse overstiger låntagers, og låntager har plads på folio. Foliorammeudnyttelse er beregnet som bankens foliosaldo i procent af dens folioramme ved afslutningen på det pengepolitiske døgn, se også boks 4.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

dag til dag-renten på en given dag afhænger af, om Nationalbanken afholder markedsoperationer, jf. boks 3. Disse udsving øges med afstanden mellem indskudsbevisrenten og foliorenten. Den tekniske volatilitet er uproblematisk – den er systematisk og velkendt af markedsdeltagerne.

Rentefastsættelsen på en given dag er i de seneste år sket på baggrund af få transaktioner

og afhænger af likviditetsforholdene i markedet den pågældende dag. I perioder med negative renter har aktiviteten i højere grad end normalt været drevet af, at institutter med plads på folio har lånt af institutter med mindre eller ingen plads på folio, jf. figur 7. I perioderne med negativ indskudsbevisrente har renten på dag til dag-lån i gennemsnit været højere, når låntager havde re-

Låntager med plads på folio låner til højere rente

Boks 4

I denne boks præsenteres resultaterne fra en regressionsanalyse af renten på usikrede dag til dag-lån ved brug af data på transaktionsniveau, se Abildgren mfl. (2015) for en nærmere beskrivelse af data. Tidligere studier har vist, at det er muligt at få en god beskrivelse af dag til dag-renten på usikrede lån i en simpel regressionsmodel ved brug af aggregerede data, jf. fx Mindested mfl. (2013) og Christensen mfl. (2014). Den estimerede model for dag til dag-renten kan sammenfattes i følgende ligning:

$$r_t = \beta_0 + \beta_1 * \text{Folioudnyttelse}_t + \beta_2 * \text{Teoretisk}_t + \beta_3 * \text{Folioindestående}_t + \beta_4 * \text{Foliofordeling}_t + \beta_5 * \text{Månedsultimo}_t \quad (1)$$

hvor r angiver renten på det usikrede dag til dag-lån som spænd over foliorenten. *Folioudnyttelse* er en indikator, der antager værdien 1, hvis långiver har en procentvis højere udnyttelse af sin folioramme end låntager, og låntager har plads på folio, og 0 ellers.¹ *Teoretisk* angiver det teoretiske rentespænd til foliorenten, jf. forklaringen i boks 3. *Folioindestående* angiver det samlede indestående på foliokonti i Nationalbanken i milliarder kroner og er et mål for den samlede likviditet blandt de pengepolitiske modparter. *Foliofordeling* er et mål for koncentrationen af folioindestående, der opgøres som procentandelen af det samlede folioindestående i Nationalbanken, som haves af banken med det

største folioindestående, jf. Syrstad (2012). *Månedsultimo* er en indikator med værdien 1 på den sidste handelsdag i måneden og 0 ellers.

Fokus i denne boks er koefficienten β_1 . Koefficienten kan fortolkes som merrenten på lån, hvor låntager har relativt mere plads på sin foliokonto end långiver, set i forhold til øvrige usikrede dag til dag-lån. Ved estimation af merrenten tages højde for en række faktorer, der normalt forventes at påvirke rentedannelsen på det usikrede dag til dag-penge-marked, jf. ligning (1).

Når modellen estimeres for alle dage i perioderne med positiv indskudsbevisrente fra september 2003 til september 2015, er den estimerede koefficient β_1 negativ, jf. tabel. Derimod er den estimerede koefficient β_1 positiv i perioder med negativ indskudsbevisrente. Den positive koefficient i perioder med negativ indskudsbevisrente skal ses i lyset af, at låntagerne med plads på folio her har været villige til at låne til en højere rente end den marginale rente for markedet som helhed – indskudsbevisrenten – fordi de har kunnet placere på deres foliokonti til højere rente (foliorenten på nul). Den negative koefficient i perioder med positiv indskudsbevisrente kan afspejle, at långivere med rigelig likviditet gerne vil låne ud i pengemarkedet til en relativt lav rente for at undgå at skulle placere overskudslikviditet til en endnu lavere rente (foliorenten).

Den estimerede koefficient β_1

	Perioder med positiv indskudsbevisrente		Perioder med negativ indskudsbevisrente	
	Alle dage	Dage med markedsoperationer	Alle dage	Dage med markedsoperationer
Låntager har relativt mest plads på folio	-0,0181*** (0,0013)	-0,0345*** (0,0027)	0,0374*** (0,0079)	0,0721*** (0,0163)

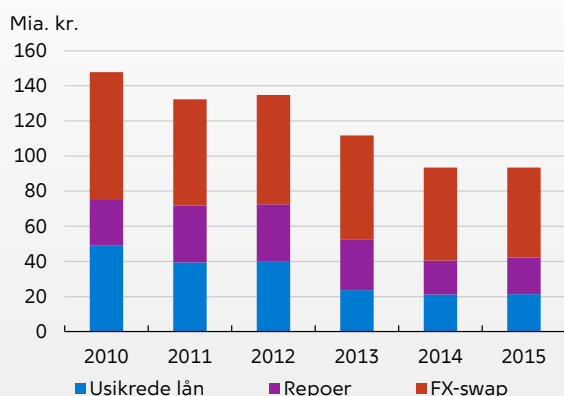
Anm.: *, ** og *** angiver signifikansniveauer på henholdsvis 10, 5 og 1 pct. Robuste standardfejl i parentes. Tabellen viser koefficienten til *folioudnyttelse* (en indikator med værdien 1, hvis långiver har en større udnyttelse af sin folioramme end låntager, og låntager har plads på folio, og 0 ellers) i en regressionsmodel som beskrevet ovenfor. Dataperioden dækker 22. september 2003 til 11. september 2015. Se Abildgren mfl. (2015) for en nærmere beskrivelse af de anvendte data.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

1. Ideelt set burde foliorammeudnyttelsen beregnes på det tidspunkt, hvor låneaftalen indgås, efter korrektion for de forudsatte likviditetsudsving frem til afslutningen af det pengepolitiske døgn, hvor lånet begynder. Dette er dog ikke muligt på baggrund af de tilgængelige data. Foliorammeudnyttelsen er i stedet beregnet som bankens foliosaldo i procent af dens folioramme opgjort ved afslutningen af det pengepolitiske døgn, hvor lånet begynder.

Gennemsnitlig daglig omsætning for usikrede lån, repoer og FX-swap

Figur 8



Anm.: Gennemsnitlig daglig omsætning i både ud- og indlån i april for 2010-11 og 2. kvartal 2012-15. Samlet omsætning i ud- og indlån.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

lativt mere plads på sin foliokonto end långiveren, jf. boks 4. Det afspejler, at institutter med plads på folio har været villige til at låne til en højere rente end den marginale rente for markedet som helhed – indskudsbevisrenten – fordi de kunne placere på deres foliokonto til foliorenten.

Renteforventninger kan også påvirke T/N-renten. Det kan fx ske i perioder med pres på kronen, hvor der kan være forventninger om ændringer i Nationalbankens pengepolitiske renter. I februar 2015, efter indskudsbevisrenten var blevet nedsat til -0,75 pct., var T/N-renten i gennemsnit lavere end indskudsbevisrenten. T/N-renten kan desuden påvirkes af forventninger om konverteringer af folioindskud til indskudsbeviser.¹ Efter indførelsen af negativ indskudsbevisrente er omfanget af konverteringer øget markant. Nationalbanken har konverteret folioindestående til indskudsbeviser 47 gange i januar-november 2015.

SAMLET OMSÆTNING I DET DANSKE PENGEMARKED

Den samlede omsætning i pengemarkedslån var i 2. kvartal 2015 fortsat på et lavt niveau ifølge

1 Hvis fx Nationalbanken køber valuta, som under presset på kronen i begyndelsen af 2015, øges de pengepolitiske modparters samlede indestående i Nationalbanken. Det kan betyde, at Nationalbanken vil konvertere folioindskud til indskudsbeviser, hvilket kan reducere det forventede afkast ved at modtage indlån.

Nationalbankens årlige pengemarkedsundersøgelse, jf. figur 8. Det øgede fokus på likviditets- og kreditrisici siden finanskrisen har betydet et skifte fra usikrede til sikrede lån og en tendens til, at løbetiden på lånene generelt er blevet reduceret markant. Omsætning i usikrede udlån med løbetid over 1 dag var så godt som ikke-eksisterende, jf. figur 9.

Den øgede efterspørgsel efter kroner på termin i januar og februar gav sig udslag i en betydeligt højere omsætning i FX-swap i januar og februar end i de øvrige måneder i 1. halvår 2015. Omsætningen i FX-swap er i stort omfang drevet af kunders og bankers valutapositioner og afdækning af valutakursrisiko.

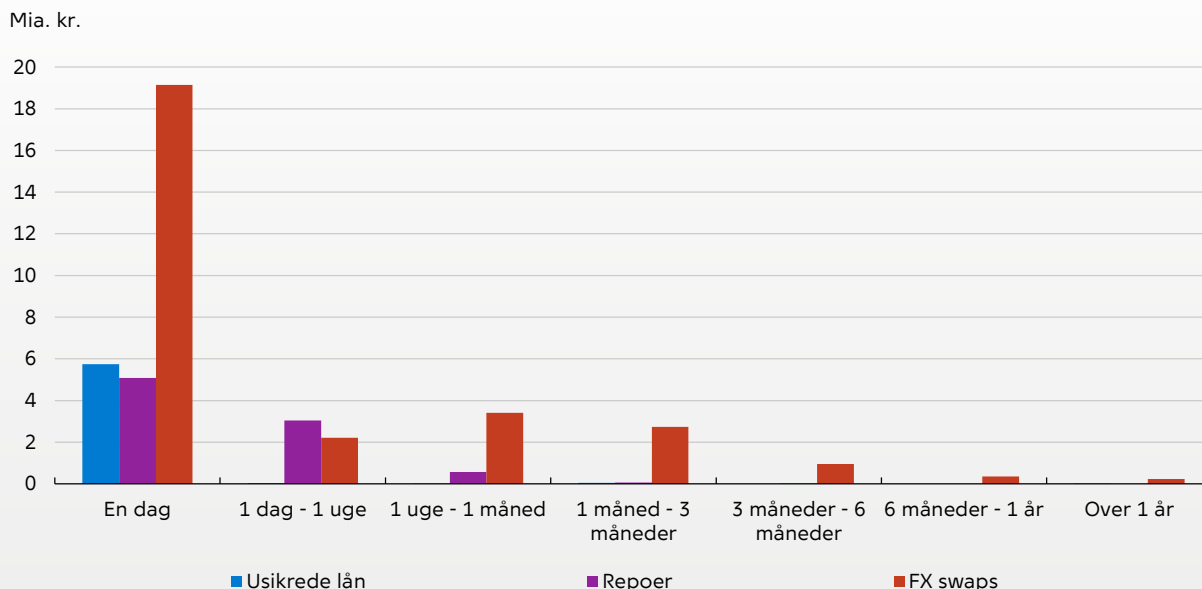
DAG TIL DAG-PENGEMARKEDET I EUROOMRÅDET

I euroområdet faldt omsætningen på det usikrede dag til dag-pengemarked til sit laveste niveau siden euroens indførelse efter udvidelsen af ECB's opkøbsprogram fra marts 2015, jf. figur 10 (venstre). Der har desuden generelt været en stor mængde overskudslikviditet i banksektoren, efter ECB indførte fuld tildeling af lån i sine markedsoperationer fra oktober 2008. Ligesom i Danmark har den rigelige likviditet mindsket bankernes behov for at benytte dag til dag-pengemarkedet. Der har været en tendens til, at omsætningen i dag til dag-pengemarkedet faldt, når overskudslikviditeten steg og omvendt.

I lighed med situationen i Danmark afhænger renter og volatilitet i euroområdet pengemarked af overskudslikviditeten og afstanden mellem ECB's pengepolitiske renter, jf. ECB (2014) og ECB (2015). Dag til dag-renten i euroområdet faldt og kom tættere på ECB's indlånsrente i takt med, at overskudslikviditeten steg, da ECB udvidede sit opkøbsprogram, jf. figur 10 (højre).

Gennemsnitlig daglig omsætning i udlån fordelt på instrumenter og løbetider i 2015

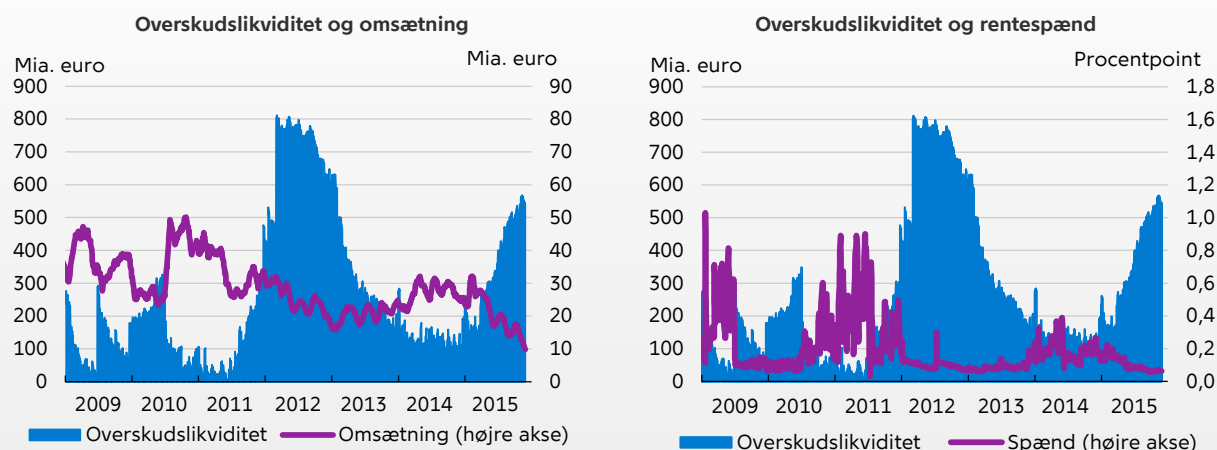
Figur 9



Anm.: Gennemsnitlig daglig omsætning i udlån i 2. kvartal 2015. Intervallerne dækker fra intervallets begyndelse og til og med intervallets slut. Fx dækker "1 uge - 1 måned" over lån med en løbetid over 1 uge og til og med 1 måned. Da lån over en længere periode kan opnås ved løbende at forny kortere lån i perioden, vil omsætningen tendere at være højere for korte løbetider end for lange.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Overskudslikviditet, omsætning i euroområdet dag til dag-marked og spænd mellem dag til dag-renten og ECB's indlånsrente

Figur 10



Anm.: Venstre figur: 21-dages glidende gennemsnit af omsætning i Eonia, den usikrede dag til dag-pengemarkedsrente i euroområdet. Højre figur: Spænd mellem 5-dages glidende gennemsnit af Eonia og ECB's indlånsrente. Sidste observation er 27. november 2015.
Kilde: ECB og Bloomberg.

LITTERATUR

Abildgren, Kim, Nicolaj Albrechtsen, Mark Strøm Kristoffersen, Søren Truels Nielsen og Rasmus Tommerup (2015), Det korte danske pengemarked før, under og efter finanskrisen, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 99.

Abildgren, Kim, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen (2010), *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Danmarks Nationalbank.

Christensen, Jonas Lundgaard, Palle Bach Mindested og Lars Risbjerg (2014), Seneste tendenser på pengemarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Danmarks Nationalbank (2009), *Pengepolitik i Danmark*.

Danmarks Nationalbank (2015), Kronen under pres i januar-februar 2015, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

ECB (2014), Recent developments in excess liquidity and money market rates, *ECB Monthly Bulletin*, januar.

ECB (2015), *Euro money market study 2014*.

Mindested, Palle Bach, Lars Risbjerg og Martin Wagner Toftdahl (2013), Lavere omsætning på det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 1.

Syrstad, Olav (2012), The daily liquidity effect in a floor system – empirical evidence from the Norwegian market, *Norges Bank Working Paper*, nr. 14.

BEREGNING AF PRODUKTIONSGAB

Troels Kromand Danielsen
og Casper Winther Nguyen Jørgensen,
Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Produktionsgabets angiver, hvor langt den danske produktion (målt ved BNP) er fra det strukturelle niveau, svarende til en normal kapacitetsudnyttelse i økonomien. Det anses derfor som en samlet indikator for den aktuelle konjunktursituation og spiller på den baggrund også en fremtrædende rolle i tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. Produktionsgabets skal derfor være tilgængeligt så tidligt som muligt, men samtidig også opgøres så præcist og pålideligt som muligt.

Nationalbanken har siden 2011 estimeret potentiel produktion og et produktionsgab for dansk økonomi, jf. Andersen og Rasmussen (2011). Artiklen her gør status for metoden med henblik på at vurdere, hvor pålidelig en indikator produktionsgabets er for konjunktursituationen. Revisioner af produktionsgabets har de senere år været beskedne, og det indikerer, at metoden giver et forholdsvist pålideligt billede af konjunkturerne i realtid. Det hænger bl.a. sammen med, at metoden er bundet op på sammenhænge fra økonomisk teori, hvilket mindsker den usikkerhed, der er forbundet med at estimere uobserverede variable.

Finansministeriet, De Økonomiske Råd, DØR, og Nationalbanken estimerer alle et produktionsgab. Der er generel enighed om konjunkturd udviklingen i Danmark – og anbefalingerne til retningen i den økonomiske politik – blandt de tre institutioner, herunder at der endnu er ledige ressourcer i den danske økonomi. Men der er forskel på vurderingen af, hvor mange ledige

ressourcer, der er til rådighed. Det gælder særligt vurderingen af den ledige arbejdskraft uden for arbejdsstyrken.

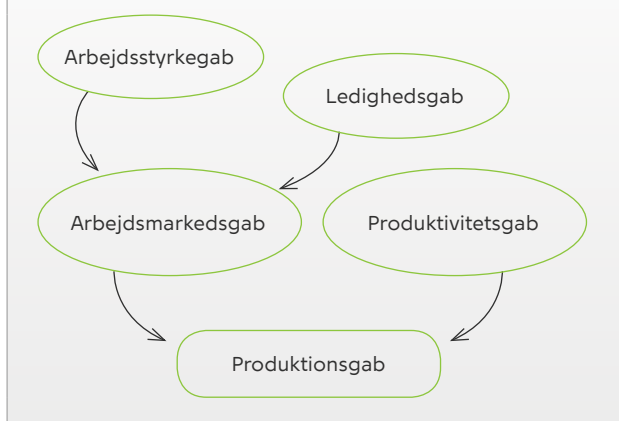
Estimationen af produktionsgabets vil altid være underlagt usikkerhed. Gabene skal derfor også tolkes varsomt og bør ikke stå alene, når man vurderer konjunktursituationen. De tilgængelige indikatorer for arbejdsmarkedet peger på, at der endnu er en vis ledig kapacitet i dansk økonomi. Men bl.a. tiltagende lønstigninger og indikatoren for mangel på arbejdskraft giver et billede af, at situationen på arbejdsmarkedet er gradvist på vej mod normalsituationen. Samtidig kan potentialet for beskæftigelsen være mindre nu end tidligere, fordi alderssammensætningen i arbejdsstyrken har ændret sig. Det understøtter Nationalbankens vurdering af, at produktionsgabets er omkring -1,5 pct. af BNP i år og indsnævres i de kommende år.

ESTIMATION AF PRODUKTIONSGABETS TAGER UDGANGSPUNKT I PRODUKTIONSFAKTORERNE

Beregningen af produktionsgabets tager udgangspunkt i de produktionsfaktorer, der anvendes i den danske produktion. For simpelhedens skyld anvendes der to produktionsfaktorer, nemlig kapitalapparat og arbejdskraft. Kapitalapparatet er de bygninger, maskiner og andet udstyr, som

Produktionsgabets beregning på baggrund af gabet i beskæftigelsen og produktiviteten

Figur 1



anvendes i produktionen, mens arbejdskraft er antallet af personer i beskæftigelse.¹ Ud over de to produktionsfaktorer bestemmes produktionen også af produktiviteten, dvs. den effektivitet, hvormed de to faktorer benyttes.

I princippet opgøres produktionsgabets ved at beregne separate gab for produktionsfaktorerne og i produktiviteten, jf. boks 1. I beregningerne antages kapitalapparatet dog altid at være på sit strukturelle niveau, bl.a. fordi justeringer af kapitalapparatet på det aggregerede niveau typisk foregår langsomt, jf. Andersen og Rasmussen (2011). Produktionsgabets beregnes derfor i praksis på baggrund af gab i produktiviteten (TFP-gabet²) og arbejdskraften (arbejdsmarkedsgabet). Arbejdsmarkedsgabet afspejler ledig kapacitet både i arbejdsstyrken (ledighedsgabet) og uden for arbejdsstyrken (arbejdsstyrkegabets), jf. figur 1. Under ét betegnes de forskellige gab som konjunkturgabets i det følgende.

Flere andre økonomiske institutioner som fx DØR, Finansministeriet, OECD og Europa-Kommissionen beregner også et produktionsgab for Danmark ved at tage udgangspunkt i produktionsfaktorerne. Men selv om den grundlæggende tilgang overordnet er ens, kan vurderingen af potentiel produktion og produktionsgabets alligevel være forholdsvist forskellig. Fx vurderer Nationalbanken

1 Reelt er det det samlede antal timer, som de beskæftigede har erlagt, der bør indgå som arbejdskraft. Det tages der højde for i estimationen af produktionsgabets, jf. boks 1.

2 Se boks 1 for en beskrivelse af TFP.

og DØR, at højkonjunktursen i midten af 2000'erne var noget kraftigere, end Finansministeriet vurderer, jf. figur 2. Tilsvarende vurderer DØR, at produktionsgabets aktuelt er væsentligt større end ifølge Nationalbanken og Finansministeriet.

Selv om styrken af konjunktursen (målt ved størrelsen på produktionsgabets) varierer mellem institutionerne, er der grundlæggende enighed om fortegnet – dvs. om der er høj- eller lavkonjunktur.

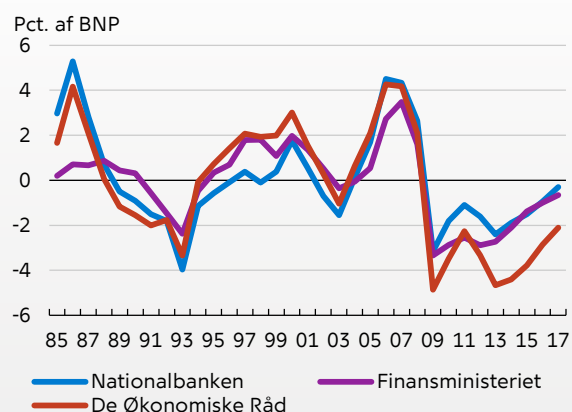
Det er vigtigt at slå fast, at det grundlæggende er forbundet med usikkerhed at estimere konjunkturgabets i produktionen og på arbejdsmarkedet mv. Selv om man i princippet kan beregne et usikkerhedsbånd for de enkelte gab, kan man ikke uden videre kombinere de enkelte usikkerheder til en samlet usikkerhed for fx produktionsgabets. Men usikkerheden betyder, at man skal være varsom med at konkludere håndfast på konjunkturgabets størrelse.

VURDERING AF KONJUNKTURSITUATIONEN OVER TID

Konjunkturgabets udgør samlet set en indikator for konjunktursituationen og er på den baggrund en vigtig del af grundlaget, når den økonomiske politik tilrettelægges. Derfor er det vigtigt, at konjunkturgabets kan estimeres, så de er tilgæn-

Skøn for produktionsgab

Figur 2



Anm.: For Finansministeriet er der i 2017 tale om en beregnings-teknisk fremskrivning.

Kilde: De Økonomiske Råd (oktober 2015), Finansministeriet (september 2015) og egne beregninger.

Gabene for produktion, arbejdsmarkedet og produktivitet betegnes under ét som konjunkturgab, og afspejler forskellen mellem de faktiske og strukturelle niveauer. De strukturelle niveauer afspejler et uobserveret underliggende potentiale, som økonomien ikke vedvarende vil afvige fra. Hvis økonomien afviger fra sit potentiale, er der kræfter, der vil trække den tilbage. Er ledigheden fx under sit strukturelle niveau, kan manglen på arbejdskraft presse lønningerne op i forhold til produktivitetsudviklingen. Det vil med tiden svække konkurrenceevnen og forringe afsætningsmulighederne, hvormed produktionen nedbringes. Arbejdskraften tilpasses den lavere produktion, og ledigheden bringes tilbage til det strukturelle niveau.

Produktionsgab, som udgør forskellen mellem faktisk og strukturel produktion, er sammensat af tre gab – ledighedsgab, arbejdsstyrkegab og TFP-gabet.

Ledighedsgab afspejler den ledige kapacitet, der befinder sig i arbejdsstyrken. Det vil sige, hvor meget ledigheden kan falde, uden at der opstår en uholdbar løn- og prisudvikling. Udviklingen i løn og priser giver ikke i sig selv nogen indikation af presset på arbejdsmarkedet. Det skyldes, at reallønsudviklingen over en længere periode vil afspejle arbejdskraftens produktivitet. Derfor estimeres ledighedsgab bl.a. ved at anvende signaler fra reallønnen relative position og bevægelse i forhold til produktiviteten. Ligger reallønnen betydeligt over produktiviteten, og/eller stiger reallønnen hurtigere end produktiviteten, giver det

et signal om, at ledigheden er under sit strukturelle niveau. Information om løn- og prisudviklingen indgår også i estimationen af arbejdsstyrkegab. Hertil anvendes Danmarks Statistiks indikator for mangel på arbejdskraft. Tilsammen udgør ledighedsgab og arbejdsstyrkegab et arbejdsmarkedsgab, der er et mål for, hvor meget beskæftigelsen kan stige, uden der opstår et løn- og prispres.

Den samlede mængde arbejdskraftinput er også bestemt af arbejdstiden for de beskæftigede. Det er vanskeligt at identificere konjunkturudsving i arbejdstiden på grund af modsatrettede konjunkturvirkninger. Fx vil mange studerende indtræde på arbejdsmarkedet i højkonjunkturer, hvilket vil trække den gennemsnitlige arbejdstid ned. Omvendt kan det øgede behov for arbejdskraft trække arbejdstiden op for fuldtidsansatte. Hertil kommer, at antallet af præsterede timer opgøres med stor usikkerhed. I lyset heraf opgøres der ikke et eksplicit gab for arbejdstiden. Det indgår i stedet i estimatet for produktivitetsgabet.

Totalfaktorproduktiviteten, TFP, er et samlet udtryk for, hvor effektivt produktionsfaktorerne anvendes i produktionsprocessen. TFP fanger de faktorer, der bidrager til at øge produktionen, ud over kapital og arbejdskraft, herunder eventuelle målefejl i opgørelserne for henholdsvis kapital og arbejdskraft, samt som nævnt også arbejdstid.

For en komplet gennemgang af metoden henvises til Andersen og Rasmussen (2011).

gelige så tidligt som muligt, men samtidig også så præcist og pålideligt som muligt. Der er især fokus på skønnet for den aktuelle konjunktursituation, når konjunkturgabene beregnes, mens opgørelsen af produktionsgab i tidligere perioder typisk er mindre interessant for tilrettelæggelsen af den økonomiske politik.

I dette afsnit belyses, hvordan skønnene for konjunktursituationen på forskellige tidspunkter har ændret sig over tid. Det kan indikere, hvor præcise de første skøn for produktionsgab har været og dermed deres pålidelighed.

PÅLIDELIGHED I REALTID

Opgørelsen af produktionsgab revideres typisk med tiden. Revisioner hænger ofte sammen med ny information, som er indløbet efter, at produktionsgab første gang blev estimeret. Det kan både være revisioner af hidtidige opgørelser eller en udvidet periode med datainformation. Ny information kan bidrage med to ting. På den ene side kan det give et nyt billede af konjunkturpresset. På den anden side kan det være information om et andet strukturelt niveau eller potentiel vækst end hidtil antaget.

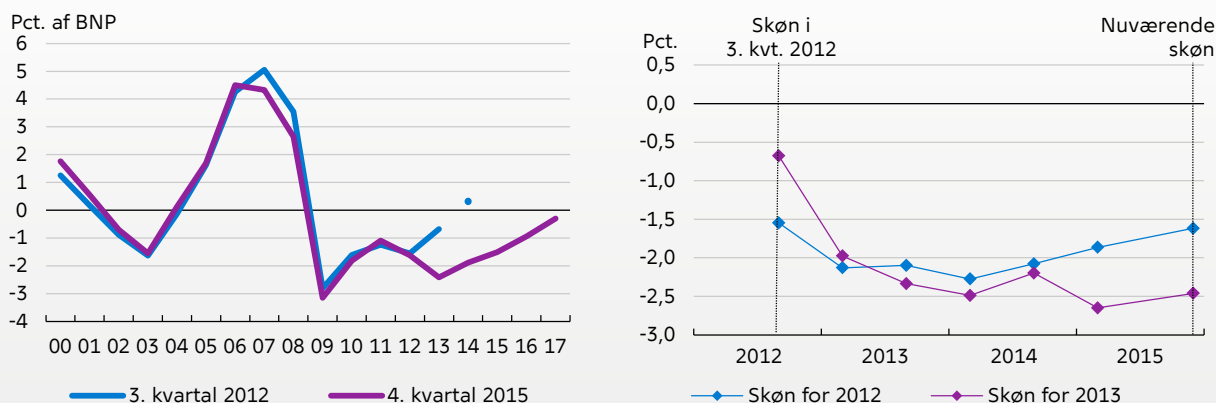
Et eksempel på ny information, der kan ændre opfattelsen af den aktuelle situation, er en anden pris- og lønudvikling end oprindeligt opgjort. Pris- og lønudviklingen udgør en indikator for kapacitetsudnyttelsen i økonomien, og derfor vil en ændret opgørelse pege i retning af et ændret konjunkturpres. En svagere udvikling i bruttonationalproduktet, BNP, end ventet og/eller tidligere opgjort kan fx også pege i retning af et andet konjunkturpres i den kommende periode.

Omvendt kan revisioner af data, der ikke nødvendigvis ændrer opfattelsen af konjunkturpresset, tegne et andet billede af strukturerne. Fx indeholdt hovedrevisionen af nationalregnskabet i 2014 som udgangspunkt ikke ny information om konjunkturpresset, selv om BNP-væksten blev revideret. Revisionen skyldtes bl.a., at en række definitioner blev ændret, herunder at BNP nu også indeholder værdier skabt gennem forskning og udvikling. Den revision afspejler som udgangspunkt ikke en anden konjunktursituation, men en anden definition af BNP og derfor også en anden definition og opgørelse af strukturelt BNP.

Ofte er det ikke let at identificere, om ny information afspejler strukturelle eller konjunkturrelle

Skøn for produktionsgab i udvalgte kvartalsoversigter

Figur 3



Anm.: Venstre figur: Produktionsgab for 2014 fra 3. kvartal 2012 er ikke fuldt opgjort. Prikken markerer en beregningsteknisk fremskrivning. Højre figur: Tiden på x-aksen angiver tidspunkt for offentliggørelse af skøn i Kvartalsoversigt. For overskuelighedens skyld er produktionsgabene kun vist i 1. og 3. kvartal (og 4. kvartal for denne Kvartalsoversigt).
Kilde: Egne beregninger.

ændringer. Ny information vil derfor i estimationen typisk påvirke både konjunkturgabene og de strukturelle niveauer.

Revisionerne af Nationalbankens produktionsgab har været begrænsede i de senere år. Det afspejles i, at produktionsgabene i perioden 2000-12 er stort set det samme i denne Kvartalsoversigt som i eksempelvis Kvartalsoversigten fra 3. kvartal 2012, jf. figur 3 (venstre). Dengang blev produktionsgabene for 2012 skønnet til -1,5 pct., og det er kun justeret marginalt til -1,6 pct. i denne Kvartalsoversigt. Det peger på, at det oprindelige bud tilbage i 3. kvartal 2012 for 2012 var nogenlunde præcist. Heller ikke i de mellemliggende kvartalsoversigter er produktionsgabene for 2012 vurderet nævneværdigt anderledes, jf. figur 3 (højre).

Til gengæld er vurderingen af 2013, som i 3. kvartal 2012 var en del af prognoseperioden, ændret betydeligt. Allerede i Kvartalsoversigten for 1. kvartal 2013 er produktionsgabene ændret fra -0,7 pct. til -2,0 pct. Revisionen afspejler netop de to ting, som ny information kan bibringe. For det første er BNP i en mellemliggende offentliggørelse revideret op fra midten af 2010 til begyndelsen af 2012, jf. figur 4. Revisionen af den historiske periode giver ikke umiddelbart et nyt billede af konjunkturpresset i perioden – fx påvirker den ikke indikatoren for kapacitetsudnyttelsen i industrien. Derfor er strukturelt BNP også revideret op. Den revision fører ind i prognoseperioden og øger isoleret set produktionsgabene i 2013. Samtidig er BNP-væksten

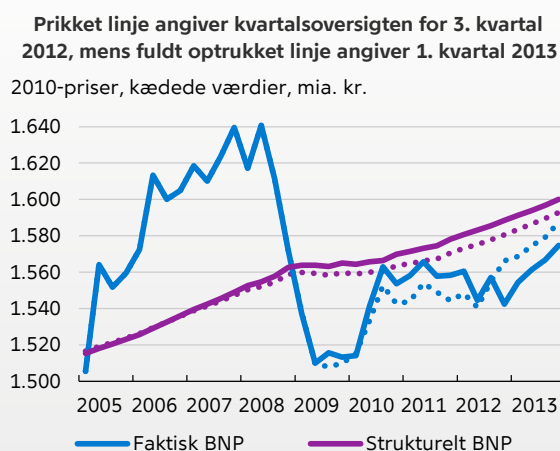
svagere end ventet ved udgangen af 2012. Det viser, at konjunkturerne er svagere end ventet, og derfor er BNP-skønnet for 2013 nedjusteret. Begge dele medvirker til, at produktionsgabene opjusteres.

ENDEPUNKTSAFHÆNGIGHED

De økonometriske metoder har en tendens til at lægge stor vægt på observationerne i slutningen af estimationsperioden, og derfor kan ændrede udsigter påvirke resultatet, da prognoseperioden indgår i estimationen. Det er det såkaldte "endepunktsproblem", som er en velkendt problemstil-

Faktisk og strukturel BNP

Figur 4



Kilde: Egne beregninger.

ling, når man forsøger at bestemme uobserverede variable.

Endepunktsproblemet kan illustreres ved en situation, hvor vækstudsigterne i udlandet har ændret sig negativt. Det vil typisk også slå ud i lavere ventet vækst i Danmark i løbet af prognoseperioden i kraft af lavere udenlandsk efterspørgsel. Lavere vækst i udlandet afspejler i udgangspunktet ikke svækkede strukturer i den danske økonomi, og sådanne nedjusteringer vil derfor typisk være et udtryk for en midlertidig, konjunkturbetinget forværring, udtrykt ved at produktionsgabene udvides. Alligevel kan også den strukturelle produktion blive påvirket i estimationen, fordi endepunktet er ændret.

Endepunktsproblemet kan ikke helt undgås. Selv om metoden til at estimere potentiel produktion har sit udspring i økonomisk teori, kan den ikke klart skelne mellem udbuds- og efterspørgselsstød.³ Statistiske modeller baseret på sammenhænge fra økonomisk teori er dog med til at reducere endepunktsafhængigheden. Det sker fx, fordi estimationen er baseret på indikatorer, som indeholder information om konjunkturpresset i prognoseperioden.

I praksis vil det derfor typisk påvirke både potentiel produktion og produktionsgabene, hvis vækstforløbet ændres – også selv om ændringen kan tilskrives ændret efterspørgsel. Den egen-skab kan i sig selv være nyttig nok: I lyset af den usikkerhed, der er knyttet til estimationen, kan det også afspejle, at den oprindelige antagelse om strukturerne var for optimistisk eller pessimistisk.

Metoden kan dog i for stor grad blive påvirket af de faktiske tidsserier, fx hvis et ændret vækstforløb slår fuldt igennem på produktionspotentialet. Selv om metoden til at estimere produktionsgabene er endepunktsafhængig, er det ikke umiddelbart i et omfang, som ændrer det overordnede billede af den aktuelle konjunktursituation, jf. boks 2.

OM EVALUERING AF PRODUKTIONSGAB

I princippet er det ikke muligt at opgøre produktionsgabenes pålidelighed, da facit ikke kendes. Revisioner af konjunkturgabene kan fx afspejle både ny information (som tilsiger et andet gab)

eller usikkerhed, der afspejler metodens (u)nøjagtighed. Det er således ikke et succeskriterie i sig selv, at den første vurdering af produktionsgabene ikke efterfølgende revideres. Det kan tværtimod være et tegn på, at metoden er for rigid, og at ny information, som giver et nyt billede af konjunktursituationen, ikke medtages i vurderingen. Produktionsgabene skal derfor ses i sammenhæng med de øvrige konjunkturindikatorer, og der skal gerne være overensstemmelse.

Store og hyppige revisioner kan dog være et tegn på, at metoden ikke i tilstrækkelig grad kan fange konjunktursituationen i realtid, fx fordi metoden er påvirket for meget af endepunktet. Samtidig gør store og hyppige revisioner det svært at anvende konjunkturgabene, når den økonomiske politik skal tilrettelægges.

LEDIG KAPACITET UDEN FOR ARBEJDSMARKEDET

Det samlede produktionspotentiale er bl.a. knyttet til beskæftigelsen. Derfor har det stor betydning for produktionen og velstanden i Danmark, hvor mange personer, der vender tilbage til arbejdsstyrken i de kommende år, i takt med at konjunkturerne normaliseres.

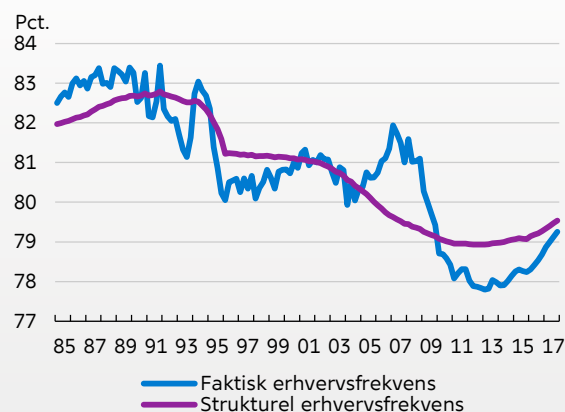
I midten af 2000'erne bar arbejdsmarkedet tydelig præg af at være overophedet med uholdbart høje lønstigninger i forhold til produktivitetsudviklingen og meget høj kapacitetsudnyttelse. Konjunkturuomslaget i beskæftigelsen i de år var kendetegnet ved store sving i arbejdsstyrken og ikke blot i ledigheden, som det tidligere primært har været tilfældet.

Den strukturelle arbejdsstyrke estimeres på baggrund af erhvervsfrekvensen, dvs. hvor mange personer i alderen 16-66 år, der er i arbejdsstyrken. Aktuelt vurderes forskellen mellem den faktiske og den strukturelle erhvervsfrekvens til -0,8 pct., jf. figur 5. Det svarer til, at der kan komme omkring 30.000 personer i beskæftigelse fra gruppen af personer uden for arbejdsstyrken.

Nationalbanken, Finansministeriet og DØR har forskellige vurderinger af udviklingen i den struk-

³ Det vil for det første kræve, at signalet fra lønvoten, som bruges i estimationen af ledighedsgabet, og de øvrige indikatorer, der indgår i estimationen, påvirkes i præcis overensstemmelse med modellens parametre. Derudover vil den indbyggede udglatning i det statistiske filter forhindre en sådan sondring.

Faktisk og strukturel erhvervsfrekvens Figur 5



Kilde: Egne beregninger.

turelle arbejdsstyrke. Mens Finansministeriet og DØR vurderer, at den er steget fra 2003 til 2013, skønner Nationalbanken, at den er omtrent uændret for perioden som helhed, jf. figur 6.

Det aktuelle konjunkturgab i arbejdsstyrken kan primært tilskrives studerende, personer på kontanthjælp, udenlandske arbejdstagere og selvforsørgede, der er blandt de grupper, som må formodes at være tættest knyttet til arbejdsmarkedet. I det følgende belyses udviklingen i den strukturelle arbejdsstyrke ud fra demografi og grupper uden for arbejdsstyrken.

ÆNDRET ALDERSSAMMENSÆTNING PÅVIRKER DEN SAMLEDE ERHVERVSFREKVENNS

Faldet i erhvervsfrekvensen i 2008-09 er ikke kun konjunkturbetinget, men også strukturelt. Her har den ændrede befolkningssammensætning siden

Endepunktsafhængighed i metoden

Boks 2

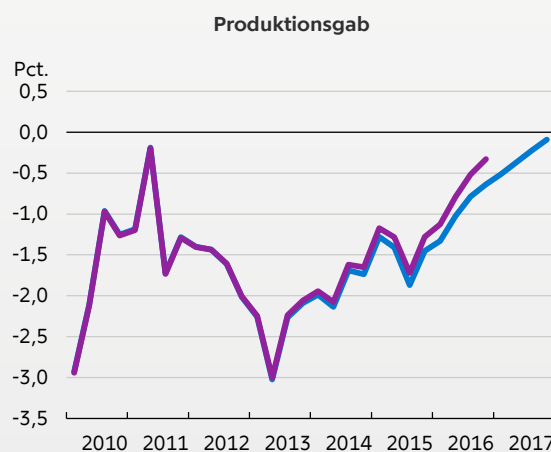
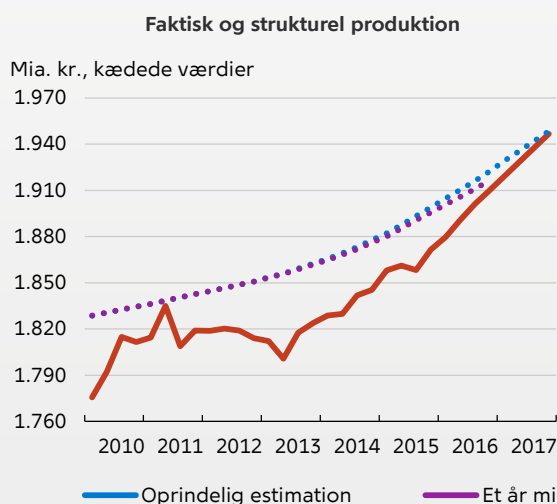
Endepunktsafhængigheden kan belyses ved at kortlægge metodens egenskaber, når der lægges et ekstra år på prognoseperioden. Det svarer til at estimere produktionsgab til og med henholdsvis 2016 og 2017 for konjunkturforløbet i denne prognose.

I prognosen ventes dansk økonomi at være tæt på normalsituationen i 2017. Året 2017 i prognosen bidrager i princippet ikke med ny information om årene op til. Derfor bør potentiel produktion og produktionsgab i udgangspunktet ikke være påvirket af det ekstra år i prognosen.

Beregningerne viser, at potentiel produktion og produktionsgab påvirkes nogenlunde ligeligt af det ekstra år, men i et relativt begrænset omfang, jf. figurerne herunder. Den overordnede opfattelse af konjunkturerne er derfor uændret.

Forsøget illustrerer imidlertid, at opgørelsen af potentiel produktion og potentiel vækst er behæftet med usikkerhed, og at den potentielle vækst i sidste prognoseår ikke nødvendigvis afspejler den potentielle vækst på mellemlangt og langt sigt.

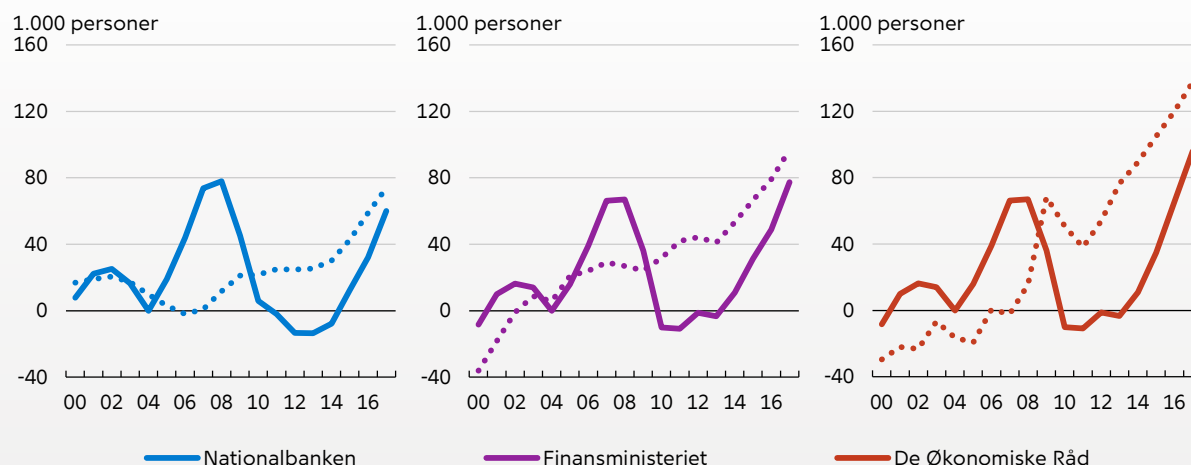
Faktisk og strukturel produktion og produktionsgab



Anm.: Venstre figur: Prikkede linjer angiver potentiel produktion.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Faktisk og strukturel arbejdsstyrke (faktisk arbejdsstyrke lig med 0 i 2004)

Figur 6



Anm.: Fuldt optrukne linjer angiver faktisk arbejdsstyrke, mens stiptet angiver strukturel arbejdsstyrke. Begreberne for arbejdsstyrken adskiller sig på tværs af institutionerne, og for sammenlignelighedens skyld er de sat til 0 i 2004. Nationalbanken opgør arbejdsstyrken som summen af beskæftigelsen og bruttoledigheden fratrukket de personer i støttet beskæftigelse, som indgår i begge. Finansministeriet og DØR opgør arbejdsstyrken som summen af beskæftigelsen og nettoledigheden. Aktiverede ledige, der ikke er i støttet beskæftigelse, indgår således i Nationalbankens arbejdsstyrkebegreb, mens de i Finansministeriets og DØR's opgørelse optræder uden for arbejdsstyrken. De forskellige begreber har ingen betydning for vurderingen af det samlede antal ledige ressourcer på arbejdsmarkedet. Nationalbankens beregninger er baseret på seneste nationalregnskab, hvor beskæftigelsen er nedrevideret med mellem 5.000 og 9.000 personer fra 2012 til 2015. For Finansministeriet er der i 2017 tale om en beregningsteknisk fremskrivning.
Kilde: Finansministeriet (september 2015), DØR (oktober 2015) og egne beregninger.

midten af 2000'erne spillede en rolle.⁴ Det skyldes bl.a., at de enkelte aldersgrupper har forskellig tilknytning til arbejdsmarkedet, og arbejdsmarkedets aldersfordeling påvirker derfor også den samlede erhvervsfrekvens.

Faldet i erhvervsfrekvensen indtraf for alle aldersgrupper på nær de 60-66-årige, hvis erhvervsfrekvens mere eller mindre er fortsat med at stige siden slutningen af 1990'erne. Men det er særligt udtalt for de unge mellem 16 og 29 år, jf. figur 7. Det afspejler især øget studieoptag, og at færre studerende har studiejob på grund af den svage konjunktursituation, jf. nedenfor.

Arbejdsstyrkens alderssammensætning har ændret sig en del fra midten af 2000'erne og til i dag. Fra 2003-08 steg andelen af 60-66-årige blandt personer mellem 16-66 år, jf. figur 8 (venstre). De 60-66-årige har en lavere tilknytning til arbejdsmarkedet end de øvrige grupper. Men da aldersgruppens erhvervsfrekvens er steget i perioden, har de 60-66-årige rent faktisk bidraget til samlet set at øge erhvervsfrekvensen, jf.

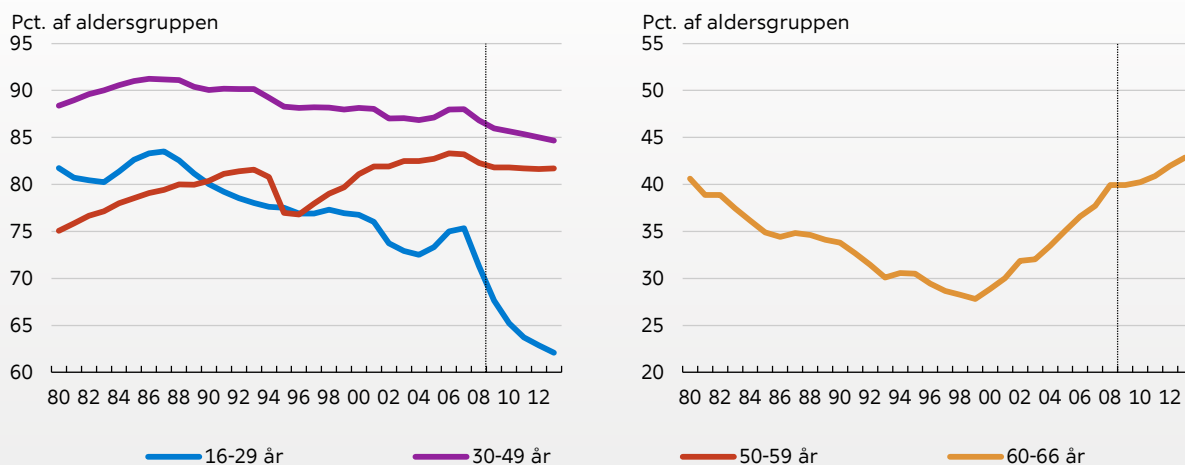
figur 8 (højre). Til gengæld er antallet af personer i aldersgruppen 30-49, som har den højeste erhvervsfrekvens, faldet siden 2003. Det betyder, at den demografiske udvikling samlet set har reduceret den strukturelle arbejdsstyrke i årene hen over krisen. Ændringer i befolkningens alderssammensætning betyder isoleret set, at erhvervsfrekvensen kan være reduceret med i størrelsesordenen 1,5 procentpoint.

Demografi spiller således en rolle i, hvordan strukturerne på arbejdsmarkedet udvikler sig. Nationalbanken estimerer den strukturelle erhvervsfrekvens for personer i aldersgruppen 16-66 år, hvor andelen af 60-66-årige indgår som forklarende variabel. Variablen har til hensigt at fange effekterne af 60-66-åriges lavere tilknytning til arbejdsmarkedet og trækker isoleret set den strukturelle erhvervsfrekvens ned, når andelen af 60-66-årige stiger, jf. Andersen og Rasmussen (2011). I lyset af at ældre aldersgrupper i stigende grad bliver på arbejdsmarkedet, bl.a. som følge af reformerne om senere tilbagetrækning fra

⁴ Derudover er der brud i statistikken mellem 2008 og 2009, som i følge Danmarks Statistik påvirker niveaet for beskæftigelsen i nedadgående retning.

Erhvervsfrekvens for udvalgte aldersgrupper

Figur 7



Anm.: Data fra den registerbaserede arbejdsstyrkestatistik. Der er databrud mellem 2008 og 2009.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

arbejdsmarkedet, kan det være hensigtsmæssigt eksplicit at tage højde for demografiske forskydninger i estimationen af den strukturelle arbejdsstyrke.

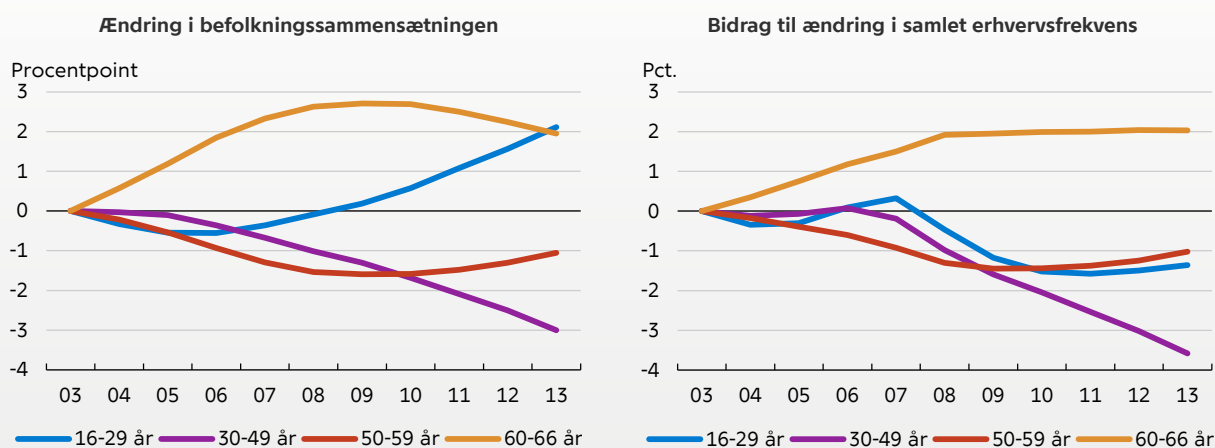
STUDERENDE

Studerende spillede en stor rolle under det seneste omslag i beskæftigelsen. For studerende

gælder, at de kun optræder i arbejdsstyrken, når de er beskæftigede. Det skyldes, at studerende sjældent er forsikret mod ledighed og derfor træder ud af arbejdsstyrken, når deres beskæftigelse ophører. Studerende uden beskæftigelse udgør således en potentiel arbejdskraftreserve uden for arbejdsstyrken og indgår derfor i arbejdsstyrkegabet.

Ændring i befolkningssammensætning og bidrag til ændring i samlet erhvervsfrekvens siden 2003

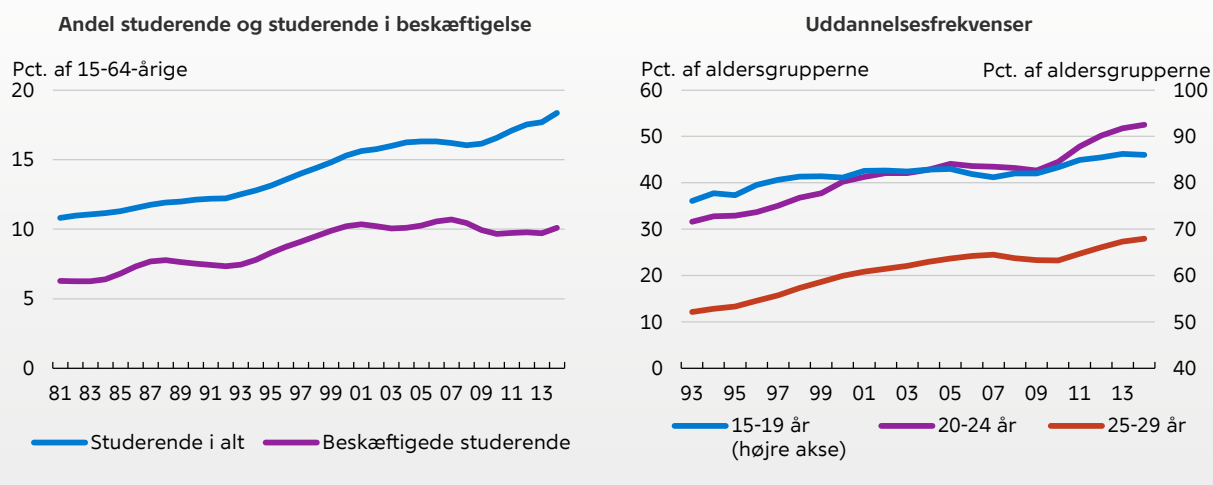
Figur 8



Anm.: Venstre figur: Ændringer i aldersgruppens andel af de 16-66-årige. Summen af linjerne er derfor 0 i hvert år. Højre figur: Linjerne summer hvert år til ændringen i den aggregerede erhvervsfrekvens siden 2003.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Studerende og erhvervsfrekvens for udvalgte aldersgrupper

Figur 9



Kilde: Danmarks Statistik.

Andelen af personer i den arbejdsdygtige alder, der studerer, er steget betydeligt siden 1980'erne, jf. figur 9 (venstre). Udviklingen afspejler både, at unge i stigende grad uddanner sig, og at de uddanner sig i længere tid, jf. figur 9 (højre). Dertil har en stigende andel 16-29-årige blandt personer i den arbejdsdygtige alder bidraget til udviklingen siden 2007. Isoleret set mindsker den større andel af studerende den ledige kapacitet i arbejdsstyrken, mens potentialet uden for arbejdsstyrken stiger.

De studerende har i høj grad også fundet beskæftigelse ved siden af studierne og har udgjort en stadig større andel af den samlede beskæftigelse i Danmark. Andelen af studerende, der finder beskæftigelse, varierer i høj grad med konjunkturerne, og tilbageslaget i 2008 ramte de unge med studiejob hårdt.

Da antallet af studerende er steget og andelen af beskæftigede studerende faldet i de senere år, kunne de studerende udgøre en betydelig arbejdskraftreserve. Men deres beskæftigelsespotentiale vurderes at være begrænset som følge af en række forhold, herunder den såkaldte fremdriftsreform, der har til formål at reducere studietiden og sikre, at de studerer på fuld tid. Det begrænsede potentiale understøttes af arbejdskraftundersøgelsen, AKU, hvor ledigheden blandt studerende kun ligger ca. 15.000 over gennemsnittet i 2007-08, da opsvinget var på sit højeste.

Dertil kommer, at studerende hovedsageligt varetager studiejob på nedsat tid.

KONTANTHJÆLPSMODTAGERE

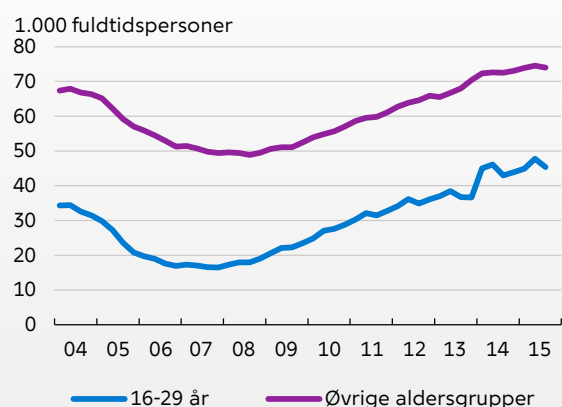
Antallet af kontanthjælpsmodtagere varierer med konjunkturerne, fordi kontanthjælp i visse tilfælde fungerer som en indkomsterstattende ydelse for personer, der ikke er forsikrede mod ledighed. Personerne skal stå til rådighed for arbejdsmarkedet og indgår derfor i ledigheden (og dermed i arbejdsstyrken).

Men ikke alle kontanthjælpsmodtagere står til rådighed for arbejdsmarkedet. Disse personer burde i princippet ikke være påvirket af konjunkturerne, men der er en ret klar tendens til konjunkturafhængighed blandt gruppen, når man betragter udviklingen fra 2004 til i dag, jf. figur 10.

Det er derfor bemærkelsesværdigt, at antallet af ikke-jobparate kontanthjælpsmodtagere fortsætter med at stige, på trods af at arbejdsmarkedet er i fremgang, beskæftigelsen stiger, og ledigheden falder. Det kan være et tegn på, at udviklingen er af mere strukturel karakter, og at de derfor ikke umiddelbart kan forventes at vende tilbage til beskæftigelse. Udviklingen indikerer, at konjunkturbidraget fra kontanthjælpsmodtagere til arbejdsstyrkegabet kan være begrænset. Blandt unge vil kontanthjælpsreformen dog trække i retning af, at flere unge under 30 år kommer i uddannelse, men også i job, end tidligere.

Kontanthjælpsmodtagere (ekskl. aktiverede), ikke jobparate

Figur 10



Anm.: Opgørelsen omfatter både kontanthjælps- og uddannelseshjælpsmodtagere og dækker også uoplyst visitationskategorier.

Kilde: Jobindsats.dk.

UDENLANDSK ARBEJDSKRAFT OG GRÆNSEPENDLERE

Arbejdskraftens frie bevægelighed i EU giver danske virksomheder adgang til en betydelig reserve af udenlandsk arbejdskraft. Denne reserve blev øget betragteligt i 2004 og 2007 med EU-udvidelserne mod øst.

Arbejdskraftsmobiliteten blandt udenlandske lønmodtagere viste sig at være relativt høj under den seneste højkonjunktur. Her bidrog tilgangen af udenlandske lønmodtagere til at lette presset

på arbejdsmarkedet, og de var med til at understøtte opsvinget. Den seneste udvikling på arbejdsmarkedet indikerer, at den udenlandske arbejdskraft fortsat har en høj mobilitet, jf. Danielsen og Jørgensen (2015). Således har udenlandske lønmodtagere i de senere år bidraget til at øge beskæftigelsen i en periode, hvor antallet af danske statsborgere i den arbejdsdygtige alder er aftaget.

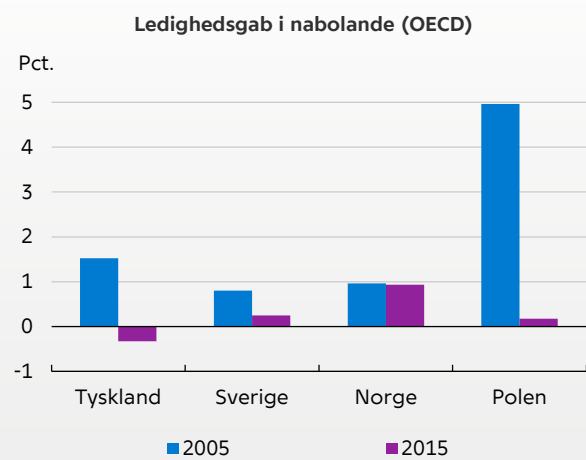
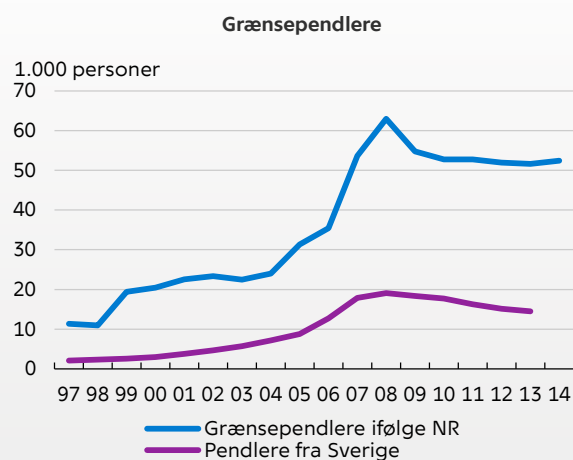
Det er ikke kun de personer, der flytter til Danmark, der udgør et beskæftigelsespotentiale. Også personer bosiddende uden for Danmark kan bidrage til den danske beskæftigelse. Antallet af såkaldte grænsependlere er steget betydeligt siden 2004, jf. figur 11 (venstre). En del af stigningen kan afspejle danskere, som er flyttet til Sverige, men som har beholdt deres job i Danmark. De skal ikke regnes som et strukturelt bidrag til beskæftigelsen i Danmark.

Den mulige tilgang af udenlandsk arbejdskraft påvirker ikke kun den ledige kapacitet uden for arbejdsstyrken, men kan også være med til at forbedre strukturerne i arbejdsstyrken. Ved at lette lønpresset ved en given ledighedsprocent, kan den udenlandske arbejdskraftreserve have bidraget til de sidste ti års fald i strukturledigheden.

Det er vanskeligt at vurdere, i hvilket omfang den udenlandske arbejdskraftreserve vil bidrage til at øge beskæftigelsen i de kommende år. Det afhænger af en lang række forhold, som fx løn- og arbejdsforhold på konkurrerende arbejdsmarke-

Grænsependlere og ledighedsgab i nabolande

Figur 11



Anm.: Både metode og ledighedsbegreb i OECD's opgørelse af ledighedsgabet afviger fra Nationalbankens.

Kilde: Danmarks Statistik, Ørestat og OECD.

der, herunder konjunktursituationen i andre lande, de forskellige arbejdsmarkeders institutioner, kultur- og sprogbarrierer mv. Disse forhold kan være svære at modellere, og det er derfor vanskeligt at fastlægge det præcise bidrag fra udenlandsk arbejdskraft.

Der er indikationer på, at en ny opgangsperiode ikke i lige så høj grad som tidligere kan understøttes af tilgang af udenlandsk arbejdskraft. Situationen på konkurrerende arbejdsmarkeder, målt ved ledighedsgabet, viser, at efterspørgslen efter arbejdskraft i dag er større end i midten af 2000'erne, jf. figur 11 (højre), især i Tyskland og Polen, men også i Sverige.

INDIKATOR FOR MANGEL PÅ ARBEJDSKRAFT

I metoden, der estimerer strukturel arbejdsstyrke og arbejdsstyrkegabet, er en af de centrale indikatorer den spørgeskemabaserede mangel på arbejdskraft i industrien. Indikatoren, der angiver, i hvor høj grad rekrutteringsproblemer udgør en hindring for produktionen, viser en ekstraordinært stor mangel på arbejdskraft under højkonjunktoren i midten af 2000'erne, jf. figur 12 (venstre).

Indikatoren er ensidet i den forstand, at den kun måler styrken af mangel på arbejdskraft og ikke den modsatte situation, hvor der ikke er mangel på arbejdskraft. Det kan indebære en risiko for, at estimationen overvurderer styrken af opsving og tilsvarende undervurderer styrken af

nedture – også selv om arbejdsstyrkegabet er nul i gennemsnit over perioden.

Indikatoren er dog ikke det eneste signal for arbejdsstyrkegabet. Lønpresset indgår ligeledes i estimationen af gabet og er med til at identificere negative gab i perioder med lavkonjunktur, som fx omkring 2009 og frem, jf. figur 12 (højre). Den stærke overophedning før da afspejler som nævnt bl.a. også, at den strukturelle erhvervsfrekvens samtidig blev reduceret lidt som følge af ændret alderssammensætning i arbejdsstyrken, jf. ovenfor.

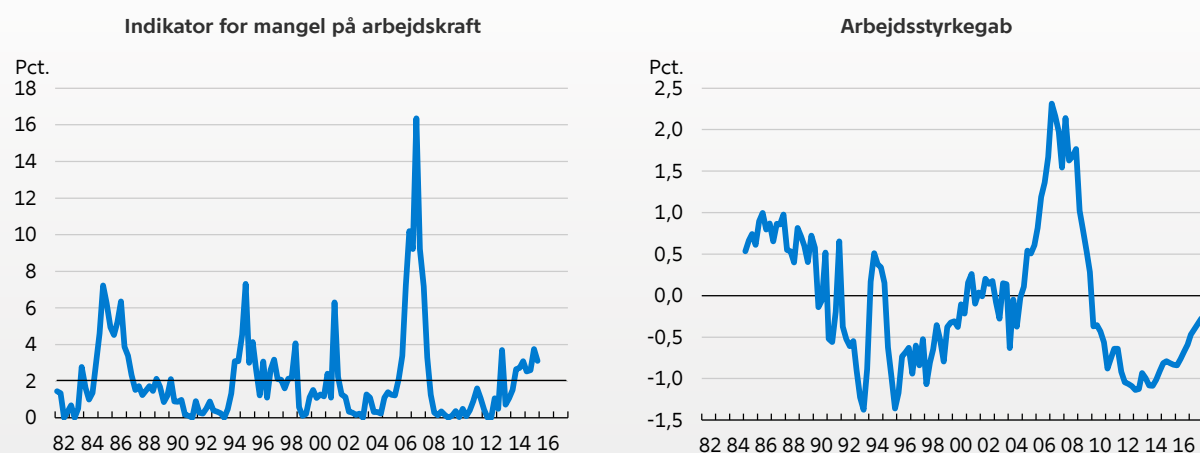
ANDRE INSTITUTIONERS VURDERING AF POTENTIALET I DANSK ØKONOMI

Der er aktuelt forskel på størrelsen af produktionsgabet mellem Nationalbanken, Finansministeriet og DØR. Nationalbanken og Finansministeriet skønner begge, at produktionsgabet i 2015 udgør i omegnen af -1,5 pct., dog med forskellig fordeling på produktivitets- og arbejdsmarkedsgab. DØR vurderer, at produktionsgabet er større, lidt mere end -3,5 pct., jf. figur 13 (venstre).

Overordnet afspejler de forskellige vurderinger forskellige metoder, datagrundlag og skøn. Finansministeriet estimerer fx på bruttoværditilvækst, BVT, ekskl. råstofindvinding, mens Nationalbanken estimerer på BNP. Finansministeriets

Indikator for mangel på arbejdskraft i industrien og arbejdsstyrkegabet

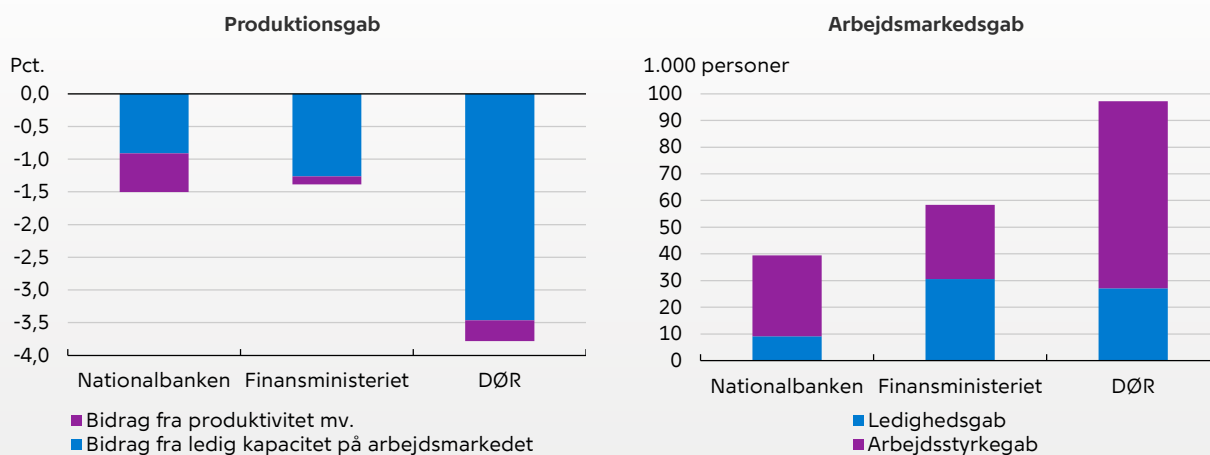
Figur 12



Anm.: Arbejdsstyrkegabet er angivet som gabet i erhvervsfrekvensen. Venstre figur: Streg angiver gennemsnit over perioden.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Produktions- og arbejdsmarkedsgab i 2015

Figur 13



Anm.: Venstre figur: Et positivt tal angiver, at den faktiske produktion ligger over sit strukturelle niveau. Produktivitet dækker i Finansministeriets og Nationalbankens beregninger over totalfaktorproduktiviteten, mens den dækker over mandeproduktiviteten i DØR's beregninger. Højre figur: I Nationalbankens og Finansministeriets ledighedsgab anvendes bruttoledigheden, mens DØR anvender nettoledigheden. Kilde: Finansministeriet (september 2015), DØR (oktober 2015) og egne beregninger.

model knytter sig særligt til gabene ved eksplicit at modellere produktivitetsgabet, mens dele af Nationalbankens og DØR's model retter sig mod fastlæggelsen af de strukturelle niveauer.

Der er især forskel på vurderingen af de ledige ressourcer på arbejdsmarkedet mellem de tre institutioner, jf. figur 13 (højre). Nationalbanken skønner arbejdsmarkedsgabet til knap 40.000 personer i 2015. Heraf kan 10.000 personer komme fra bruttoledigheden, mens ca. 30.000 personer kan træde ind i arbejdsstyrken. Finansministeriet og DØR vurderer begge, at flere personer kan komme i beskæftigelse fra både ledighed og uden for arbejdsstyrken.

Finansministeriet anslår, at ca. 60.000 personer kan komme i beskæftigelse, uden at der opstår et generelt pres på arbejdsmarkedet. Heraf kan ca. halvdelen komme fra bruttoledigheden, hvilket er noget flere, end Nationalbanken skønner. Forskellen afspejler, at Finansministeriets estimat for strukturledigheden ligger lavere end Nationalbankens.

DØR vurderer, at der er en betydelig større mængde ledig kapacitet på arbejdsmarkedet,

særligt uden for arbejdsstyrken. Arbejdsmarkedsgabet skønnes til 97.000, hvoraf størstedelen kan henføres til arbejdsstyrkegabet⁵ på 70.000 personer. Arbejdsstyrkegabet udgøres især af studerende og en restgruppe, der bl.a. omfatter selvforsørgende og grænsearbejdere samt en statistisk diskrepans. Tilsammen udgør restgruppen og de studerende ca. 55.000 personer af DØR's gab i 2015, jf. Andersen og Linaa (2015).

I modsætning til Nationalbanken og Finansministeriet tager DØR udgangspunkt i befolkningen og grupperne uden for arbejdsstyrken i stedet for selve arbejdsstyrken. DØR estimerer således et strukturelt niveau og et konjunkturbidrag fra en række af grupperne uden for arbejdsmarkedet, herunder den statistiske diskrepans, og den strukturelle arbejdsstyrke fås ved at trække de strukturelle niveauer for grupperne uden for arbejdsstyrken fra befolkningen, der kan antages som strukturel.

Estimationer af produktionsgab er altid forbundet med usikkerhed. Gabene skal derfor tolkes varsomt og bør ikke stå alene i vurderingen af konjunktursituationen. En række indikatorer peger

⁵ DØR's arbejdsstyrkegab indeholder aktiverede, som i stedet indgår i ledighedsgab for Nationalbanken, jf. anmærkning til figur 6. Det forklarer en lille del af forskellen til Nationalbankens arbejdsstyrkegab, men det kan ikke forklare forskellen i arbejdsmarkedsgabet.

på, at der aktuelt er en vis ledig kapacitet i dansk økonomi, jf. Danielsen og Jørgensen (2015). Men de peger også på, at situationen på arbejdsmarkedet gradvist er på vej mod normalsituationen. De nominelle lønstigninger er tiltagende omend endnu fra et lavt niveau, mens reallønnen stiger betydeligt i kraft af den lave inflation. Indikatoren for mangel på arbejdskraft er stigende og nu på niveau med anden halvdel af 1990'erne og midten af 2000'erne, og kapacitetsudnyttelsen i industrien er tæt på sit historiske gennemsnit. Det er i tråd med Nationalbankens vurdering af, at produktionsgabets størrelse er -1,5 pct. af BNP i år og indsnævres i de kommende år.

LITTERATUR

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

Andersen, Sofie og Jesper Linaa (2015), Beregning af strukturel arbejdsstyrke, De Økonomiske Råd.

Danielsen, Troels og Casper Winther Jørgensen (2015), Ledig kapacitet på arbejdsmarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, del 2.

