

# KAPITEL I

## KONJUNKTURVURDERING OG AKTUEL ØKONOMISK POLITIK

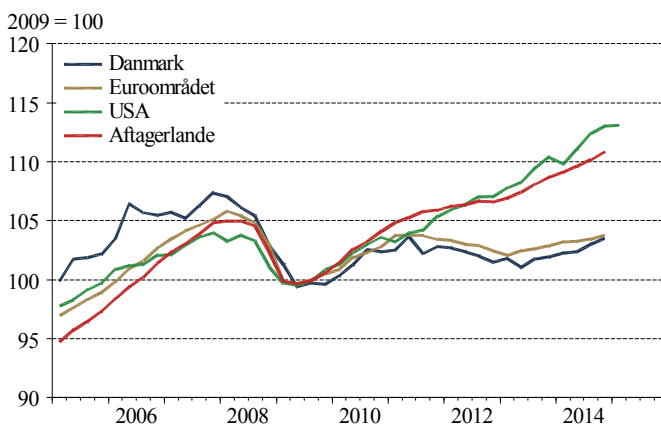
### I.1 Indledning

**Fremgang i dansk  
økonomi ...**

**... og forventet  
vækst omkring  
2 pct. i 2015-16**

Gennem det seneste halvandet år har der været en jævn fremgang i dansk økonomi, jf. figur I.1. I 2014 steg BNP med 1,1 pct., hvilket var tilstrækkeligt til, at output gap blev reduceret med ca.  $\frac{1}{4}$  pct.point. Fremgangen i produktionen er fortsat langsom, men trods dette er beskæftigelsen steget med mere end 30.000 personer siden midten af 2013. Grundlaget for en stærkere fremgang i Danmark forekommer solidt, hvilket blandt andet skyldes en forventning om en fortsat bedring i euroområdet. På denne baggrund ventes en BNP-vækst på knap 2 pct. i år og ca.  $2\frac{1}{4}$  pct. i 2016.

*Figur I.1 BNP*



Anm.: Aftagerlande er en sammenvæjning af BNP-vækst i de 35 vigtigste aftagerlande med industrieksportvægte. Seneste observation er 1. kvartal 2015 for USA og 4. kvartal 2014 for resten.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Macrobond.

Kapitlet er færdigredigeret den 11. maj 2015.

**Lysere udsigt for euroområdet**

Den internationale konjunktursituation er i bedring, og ikke mindst i USA har opsvinget bidt sig fast. Den amerikanske centralbank (FED) ventes derfor at påbegynde rentenormaliseringen sidst på året. I euroområdet har der været en jævn, men beskedent fremgang siden begyndelsen af 2013. Der er fortsat store forskelle mellem, hvor hurtigt det går fremad i de enkelte lande, men for flere af de værst ramte lande er tilbagegang nu vendt til fremgang. Den europæiske centralbank (ECB) har i tillæg til en pengepolitisk rente nær nul påbegyndt en betydelig, yderligere lempelse af pengepolitikken i form af et opkøbsprogram for især statsobligationer. Dette har sænket de længere renter og har bidraget til at svække euroen og dermed styrke konkurrenceevnen for eurolandene og Danmark. Samtidig bidrager lav oliepris og en mindre kontraktiv finanspolitik til en positiv vurdering af udsigterne for euroområdet.

**Lyse udsigter for dansk økonomi**

En medvirkende årsag til den begyndende fremgang i Danmark har været, at væksten på de danske eksportmarkeder er kommet godt i gang efter krisen. Væksten i euroområdet under ét har ikke været prangende, men lande som USA, Storbritannien, Sverige og Norge, der betyder meget for dansk eksport, er relativt hurtigt kommet gennem krisen. De danske eksportudsigter er lyse som følge af såvel udsigterne for den internationale økonomi som udviklingen i konkurrenceevnen. Samtidig udviser den private indenlandske efterspørgsel klare tegn på fremgang, og lave renter og lav oliepris er medvirkende årsager til, at der forventes tiltagende vækst i såvel det private forbrug som erhvervsinvesteringerne de kommende år. I modsat retning trækker dog et negativt vækstbidrag fra finanspolitikken på ca. ¼ pct.point i både 2015 og 2016.

**Dansk vækst omkring 2 pct. i 2015-16**

På denne baggrund ventes en vækst i BNP på knap 2 pct. i år tiltagende til omkring 2¼ pct. i 2016. Væksten vurderes at være kraftig nok til, at output gap reduceres med næsten 2 pct.point fra 2014 til 2016, hvor output gap skønnes at være ca. 2½ pct. af BNP, jf. tabel I.1. I samme periode forventes beskæftigelsen at stige med ca. 65.000 personer i den private sektor, mens den offentlige beskæftigelse forudsættes omtrent uændret.

Tabel I.1 Hovedtal i prognosen

	2014	2015	2016	2020 <sup>a)</sup>
BNP (realvækst i pct.)	1,1	1,9	2,3	2,8
BVT i priv. byerhverv (realvækst i pct.)	1,9	2,5	2,9	3,6
Output gap (pct. af strukturelt BNP)	-4,4	-3,5	-2,5	0,0
Beskæftigelsesgap (1.000 pers.)	-101	-90	-71	0
Inflation (pct.)	0,7	0,6	2,0	2,3
Timeløn (pct.)	1,3	1,8	2,5	2,9
Offentlig saldo (pct. af BNP)	1,2	-2,1	-3,0	0,5
BNP i aftagerlande (realvækst i pct.)	2,0	2,2	2,5	2,6

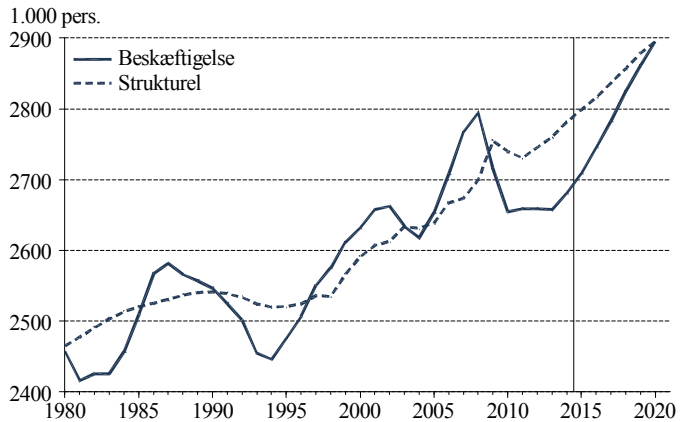
a) "2020-søjlen" viser den gennemsnitlige vækst fra 2016 til 2020 for de fleste rækker, dog vises niveauet i 2020 for output gap og beskæftigelsesgap samt for offentlig saldo.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Macrobond og egne beregninger.

**Beskæftigelsen  
skønnes at stige  
godt 200.000  
personer  
fra 2014 til 2020**

I kapitlet præsenteres en fremskrivning af dansk økonomi til 2020. Det vurderes, at BNP i 2014 var godt  $4\frac{1}{4}$  pct. lavere end i en normal konjunktursituation, og såvel forbrugskvoten som investeringskvoten lå langt under deres normale niveauer. Beskæftigelsen vurderes at være ca. 100.000 lavere i 2014 end den skønnede strukturelle beskæftigelse. I de kommende år er der udsigt til en betydelig stigning i den strukturelle beskæftigelse, som skønnes at stige med godt 100.000 personer fra 2014 til 2020. Der er dermed udsigt til en beskæftigelsesstigning fra 2014 til 2020 på mere end 200.000 personer, jf. figur I.2. En normalisering af konjunktursituationen kræver således relativt høje vækstrater frem mod 2020, og i årene 2017-20 forudsættes en vækst i reelt BNP på ca.  $2\frac{3}{4}$  pct. om året.

Figur I.2 Beskæftigelse



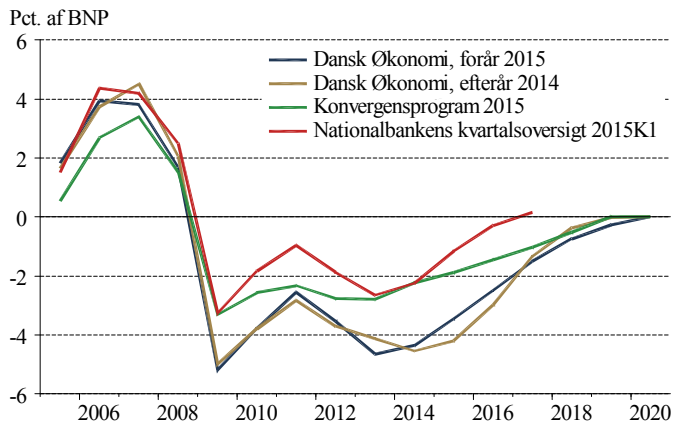
Anm.: Lodret streg markerer overgang til prognosen.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, DREAM's socio-økonomiske fremskrivning fra maj 2015 og egne beregninger.

### Omtrent samme vurdering som i *Dansk Økonomi, efterår 2014*

Der er tale om omtrent samme vurdering af konjunkturdytignerne som i *Dansk Økonomi, efterår 2014*. Væksten i 2014 blev, ifølge den foreløbige opgørelse fra Danmarks Statistik, lidt højere end ventet i efteråret, og tiltagende vækst gennem 2014 indebærer en opjustering af vækstraten i 2015, selvom der ventes omtrent samme udvikling gennem året som vurderet sidste efterår. Skønnet for output gap i 2015-16 er blandt andet på denne baggrund nu lidt mindre negativt end vurderet i efteråret. Ændringerne skal dog også ses i lyset af efterårets hovedrevision af nationalregnskabet og revurdering af de strukturelle niveauer i økonomien. Både regeringen og Nationalbanken har en mindre positiv vurdering af de strukturelle niveauer i dansk økonomi, og begge institutioner vurderer, at output gap aktuelt er mindre negativt, jf. figur I.3. Ifølge regeringens og Nationalbankens vurdering er vækstpotentialet de kommende år dermed mindre end lagt til grund for nærværende vurdering.

Figur I.3 Output gap



Kilde: Finansministeriet, *Konvergensprogram 2015*, Nationalbanken, *Kvartalsoversigt 1. Kvartal 2015*, De Økonomiske Råd, *Dansk Økonomi, efterår 2014* og egne beregninger.

## Kapitlets indhold

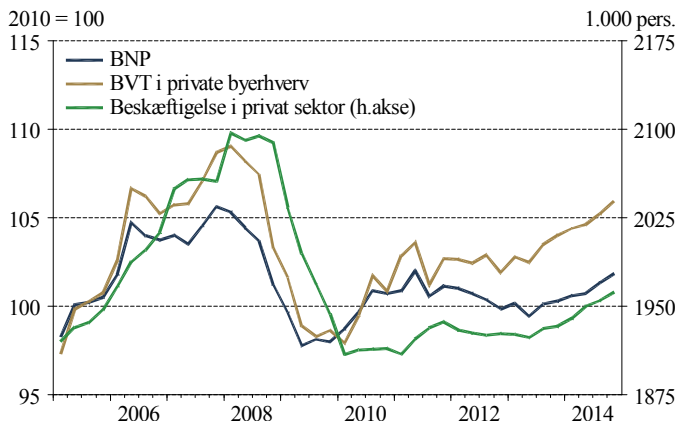
I kapitlet beskrives først i afsnit I.2 den forventede udvikling i dansk økonomi frem mod 2020. Derefter følger i afsnit I.3 en gennemgang af udviklingen på de finansielle markeder. Den internationale konjunktursituation behandles i afsnit I.4. I afsnittet ses bl.a. nærmere på ECB's pengepolitik, og risikoen for langvarig europæisk stagnation berøres. Kapitlet afsluttes med en diskussion af aktuel økonomisk politik i afsnit I.5.

## I.2 Dansk økonomi

### Fremgang i dansk økonomi

BNP steg med 1,1 pct. i 2014, og årsvæksten var dermed positiv for første gang siden 2011. BNP har dog været stigende siden midten af 2013, jf. figur I.4. Fremgangen trækkes i høj grad af de private byerhverv, hvor væksten i BVT har været lidt kraftigere end stigningen i BNP. Den tiltagende aktivitet i de private byerhverv har øget beskæftigelsen, og fra 2013 til 2014 kom der godt 24.000 flere i beskæftigelse i den private sektor, mens den offentlige beskæftigelse var omtrent uændret.

Figur I.4 Produktion og beskæftigelse



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2014.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

**Positive konjunktur-udsigter ...**

I 2015 forventes BNP at vokse knap 2 pct., hvilket vil mindske output gap fra godt  $-4\frac{1}{4}$  pct. af strukturelt BNP i 2014 til ca.  $-3\frac{1}{2}$  pct. i 2015. I 2016 forventes en realvækst i BNP på godt  $2\frac{1}{4}$  pct., hvilket skønnes at reducere output gap yderligere til ca.  $-2\frac{1}{2}$  pct. Stigningen i produktionen frem mod 2016 vurderes at øge beskæftigelsen med ca. 65.000 personer fra 2014 til 2016. Den ventede fremgang i dansk økonomi bygger på en forventning om vækst i både den indenlandske efterspørgsel og eksporten.

**... i tråd med vurderingen i Dansk Økonomi, efterår 2014**

Prognosens centrale forudsætninger fremgår af boks I.1, og hovedtallene fremgår af tabel I.2. Samlet set er vurderingen af konjunkturudsigterne stort set som i *Dansk Økonomi, efterår 2014*. Årsvæksten i BNP er opjusteret ca.  $\frac{1}{2}$  pct.point i 2015, men dette skyldes primært en højere vækst i sidste halvdel af 2014 og er således ikke udtryk for et mere optimistisk syn på udviklingen igennem 2015. De væsentligste ændringer i forhold til seneste prognose er beskrevet i boks I.2.

### *Boks I.1 Centrale forudsætninger*

Prognosen bygger på en række forudsætninger om udviklingen i udlandet, renter og finanspolitikken. De væsentligste forudsætninger præsenteres i denne boks. Disse er uddybet i *Bilag til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, forår 2015*, der ligger på De Økonomiske Råds hjemmeside.

#### *Udland og finansielle forhold*

Der forventes fremgang på de danske eksportmarkeder på ca. 2¼ pct. i 2015 stigende til ca. 2½ pct. årligt i perioden 2016-20, jf. boks I.3.

Det lægges til grund for prognosen, at normaliseringen af de pengepolitiske renter i USA påbegyndes i 2. halvår af 2015, og at pengepolitikken i eurolandene holdes uændret i 2015 og kun strammes ganske svagt i 2016. Pengepolitikken i euroområdet påvirker de danske statsobligationsrenter, der forventes at nå et års-gennemsnit på knap ½ pct. i 2015 stigende til ca. ¾ pct. i 2016 og 4¾ pct. i 2020.

Valutakurser forudsættes konstante fra niveauet i april 2015. Olieprisen forventes at falde fra et årsniveau på 107 dollar pr. tønde i 2014 til et årsniveau på 64 dollar pr. tønde i 2015. I de følgende år forudsættes olieprisen at stige jævnt og nå niveauet i IEA's langsigtede prognose fra november 2014 i 2025. Dette indebærer en oliepris på ca. 100 dollar pr. tønde i 2020.

#### *Finanspolitiske forudsætninger*

Prognosen lægger den planlagte finanspolitik til grund, herunder finansloven for 2015. Udviklingen i de offentlige finanser er beskrevet i kapitel II.

Den forudsatte udvikling medfører en svagt kontraktiv finanspolitik i årene 2015-20 med et negativt vækstbidrag i omegnen af -¼ pct.point årligt. I 2014 bidrog finanspolitikken positivt med knap ½ pct.point til BNP-væksten. Dette skyldtes primært høj vækst i de offentlige investeringer.

Tabel I.2 Hovedtal i konjunkturvurderingen

	2014	2014	2015	2016	2020 <sup>a)</sup>
	Mia. kr.	-----	Realvækst, pct.	-----	-----
Privat forbrug	932	0,5	1,9	2,7	3,0
Offentligt forbrug	513	1,4	1,0	0,1	0,9
Offentlige investeringer	75	8,6	-1,7	-0,4	-0,9
Boliginvesteringer	76	6,5	3,8	5,1	5,0
Erhvervsinvesteringer	208	1,1	5,8	15,4	10,3
heraf private byerhverv	170	3,6	4,0	17,6	11,3
Lagerinvesteringer	14	0,3	0,2	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.818	1,7	2,2	3,4	3,4
Eksport i alt	1.030	2,6	3,3	4,8	4,9
Vareeksport	624	-0,3	2,1	4,9	5,2
heraf industrivarer	575	1,9	3,0	5,2	5,5
Tjenesteeksport	407	7,1	5,1	4,7	4,5
Efterspørgsel i alt	2.848	2,0	2,6	3,9	4,0
Import i alt	929	3,8	4,0	7,2	6,0
Vareimport	584	2,3	3,9	8,5	6,8
heraf industrivarer	498	4,3	4,0	9,3	7,5
Tjenesteimport	345	6,4	4,1	5,1	4,6
Bruttonationalprodukt	1.919	1,1	1,9	2,3	2,8
BVT i private byerhverv	1.054	1,9	2,5	2,9	3,6
		-----	Pct.	-----	-----
Forbrugerpriser		0,7	0,6	2,0	2,3
Timelønsomkostninger		1,3	1,8	2,5	2,9
Kontantpris på enfamiliehuse		3,4	3,0	2,3	1,3



Tabel I.2 Hovedtal i konjunkturvurderingen, fortsat

	2014	2015	2016	2020 <sup>a)</sup>
	----- Pct. -----			
BNP i aftagerlande	2,0	2,2	2,5	2,6
Udlandets timelønomkostninger	2,3	2,4	2,8	3,6
Timeproduktivitet i private byerhverv	0,8	1,0	0,7	1,4
Real disponibel indkomst	1,2	3,6	1,6	1,4
10-årig statsobligationsrente	1,2	0,4	0,9	4,8
	----- Ændring i 1.000 pers. -----			
Strukturel arbejdsstyrke	15	15	18	19
Arbejdsstyrke	12	26	28	33
Privat beskæftigelse	24	29	37	33
Offentlig beskæftigelse	-1	-1	-1	4
	----- 1.000 pers. -----			
Nettoledighed	107	104	95	77
Bruttoledighed	135	133	123	104
	----- Pct. -----			
Output gap	-4,4	-3,5	-2,5	0,0
Timebeskæftigelsesgap	-4,7	-4,4	-3,5	0,0
	----- Pct. af BNP -----			
Betalingsbalance	6,2	6,3	4,8	1,9
Offentlig saldo	1,2	-2,1	-3,0	0,5
ØMU-gæld	45,2	46,0	47,4	41,4

a) "2020-søjlen" angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2016 til 2020 til og med rækken "Offentlig beskæftigelse". Resten af 2020-søjlen samt "10-årig statsobligationsrente" er de respektive værdier i 2020.

Anm.: Realvækst i "Lagerinvesteringer" angiver vækstbidraget til BNP. Output gap og beskæftigelsesgap angiver procentvise afvigelser i forhold til de strukturelle niveauer. Udviklingen i forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug. Det er antaget, at ændringen i den offentlige gæld i fremskrivningsperioden er lig den offentlige saldo.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, DA's lønstatistik, OECD, Macrobond og egne beregninger.

Boks I.2 Væsentlige ændringer siden seneste prognose

De væsentligste ændringer i prognosen i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2014* er nævnt nedenfor og er nærmere beskrevet i *Bilag til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, forår 2015*.

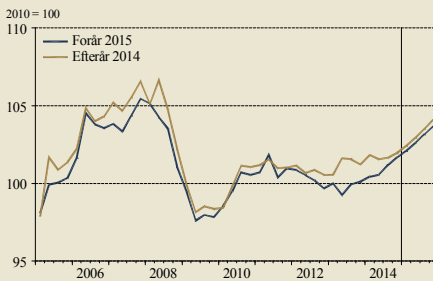
Hovedrevision af nationalregnskabet

I september 2014 offentliggjorde Danmarks Statistik en hovedrevision af nationalregnskabet, de offentlige finanser og betalingsbalancestatistikken, jf. *Danmarks Statistik: Nationalregnskab og offentlige finanser ESA 2010 – Hovedrevision 2014* og *Dansk Økonomi, efterår 2014*. Nominelt BNP blev oprevideret med godt 2½ pct. i 2008, og profilen for kvartalsvist realt BNP blev ændret, jf. figur A. Beskæftigelsen (der fortsat er opgjort ekskl. orlov) blev nedrevideret omtrent 70.000 personer i gennemsnit over perioden 1966-2013 grundet overgang til arbejdstidsregnskabet. På baggrund af de nye historiske data er de strukturelle niveauer for BNP, beskæftigelse mv. genberegnet. Hovedrevisionen gør det vanskeligt at sammenligne denne prognose med *Dansk Økonomi, efterår 2014*.

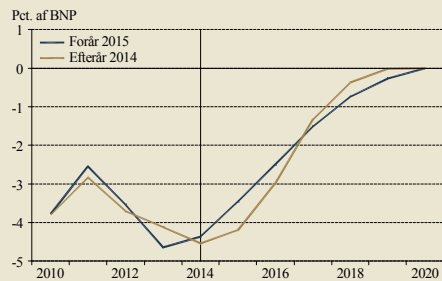
Ny befolkningsprognose

På baggrund af Danmarks Statistiks og DREAM's befolkningsfremskrivning fra maj 2015 har DREAM udarbejdet en ny socioøkonomisk fremskrivning, som er lagt til grund for denne prognose. Fremskrivningen indebærer, at befolkningen vokser med godt 35.000 personer mere i perioden 2013-20 end forudsat i *Dansk Økonomi, efterår 2014*. Ligeledes er stigningen i den strukturelle arbejdsstyrke opjusteret med knap 15.000 personer fra 2013 til 2020. Den nye socioøkonomiske fremskrivning har omtrent samme stigning i antallet af personer på overførselsindkomster frem mod 2020 som i efterårets prognose.

Figur A BNP



Figur B Output gap



Anm.: Seneste observation for BNP i foråret 2015 er 4. kvartal 2014. Seneste observation for BNP i efteråret 2014 var 2. kvartal 2014. Den lodrette streg markerer overgangen til prognose i foråret 2015.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, ADAM's databank og egne beregninger.

*Boks I.2 Væsentlige ændringer siden seneste prognose, fortsat**Ændret vurdering af beskæftigelsesgap*

Beskæftigelsesgap er udvidet ca. 7.000 personer i 2013. Det svarer til godt  $\frac{1}{4}$  pct. af den strukturelle beskæftigelse. Udvidelsen er nettoeffekten af en udvidelse af ledighedsgap og en indsnævring af arbejdsstyrkegap.

Metoden bag fastlæggelsen af den strukturelle ledighed er blevet ændret. Dette har medført, at niveauet for den strukturelle nettoledighed i 2013 anslås at ligge lidt under 90.000 personer. Dette er knap 15.000 personer lavere end tidligere vurderet og bidrager til en tilsvarende udvidelse af beskæftigelsesgap i 2013.

I modgående retning trækker, at det skønnede arbejdsstyrkegap er indsnævret fra omtrent -80.000 personer til ca. -72.000 personer i 2013. Justeringen skyldes inddragelsen af det hovedreviderede nationalregnskab og det ændrede ledighedsgap i fastlæggelsen af niveauet for den strukturelle arbejdsstyrke.

*Ændret vurdering af output gap*

Output gap er udvidet med ca.  $\frac{1}{2}$  pct.point i 2013, jf. figur B. Godt to tredjedele af udvidelsen skyldes den ændrede vurdering af beskæftigelsesgap. Den øvrige udvidelse af output gap skyldes en række mindre justeringer som følge af hovedrevideret nationalregnskab og genberegning af strukturelle niveauer for gennemsnitlig arbejdstid og produktivitet. Den gennemsnitlige årlige vækst i strukturelt BNP fra 2014 til 2020 er opjusteret med 0,1 pct.point. Dette skyldes hovedsageligt den ændrede vurdering af væksten i strukturel beskæftigelse.

*Oliepris*

Siden *Dansk Økonomi, efterår 2014* er olieprisen faldet næsten 40 dollar pr. tønde, hvilket er et fald på godt 40 pct. Samtidig er dollaren blevet styrket i forhold til kronen, hvilket mindsker prisfaldets påvirkning på dansk økonomi. Skønnet for olieprisen i dollar er således nedjusteret godt 50 pct. i 2015 i forhold til efterårets prognose, mens nedjusteringen i danske kroner kun er godt 30 pct. Olieprisen forventes at forblive lav i 2015 med en efterfølgende stigning frem mod 2020. Niveauet for olieprisen i 2020 er nedjusteret godt 25 pct., da IEA's prognose nu først forudsættes ramt i 2025.

*Renter*

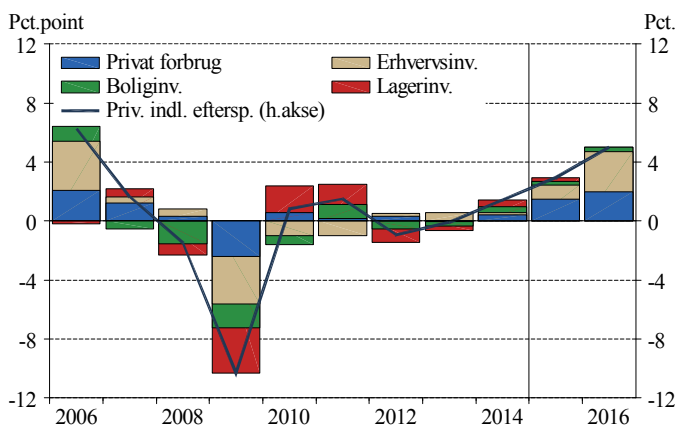
ECB's opkøbsprogram og det opadgående pres på kronen har sænket renterne markant i 2015, jf. afsnit I.3 og I.4. I nærværende prognose forventes et gennemsnitligt årsniveau for den danske 10-årige statsobligationsrente på knap  $\frac{1}{2}$  pct. i 2015, hvilket er en nedjustering på ca.  $\frac{1}{4}$  pct.point i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2014*. Samtidig er det antaget, at renterne stiger mindre i 2016 og 2017 end forudsat i efteråret.

## Privat indenlandsk efterspørgsel

### Fremgang i privat indenlandsk efterspørgsel

Den private indenlandske efterspørgsel steg med 1,4 pct. i 2014 – omtrent ligeligt drevet af det private forbrug, lager- og boliginvesteringer, jf. figur I.5. Lave renter, reallønsfremgang som følge af lav inflation, høj forbrugertillid og udsigt til en markant beskæftigelsesfremgang ventes at øge væksten i såvel det private forbrug som erhvervsinvesteringer de kommende år.

Figur I.5 Privat indenlandsk efterspørgsel



Anm.: Søjlerne angiver vækstbidrag til privat indenlandsk efterspørgsel fra underkomponenter.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

### Forbruget i 2014 svækket af energi og bilkøb

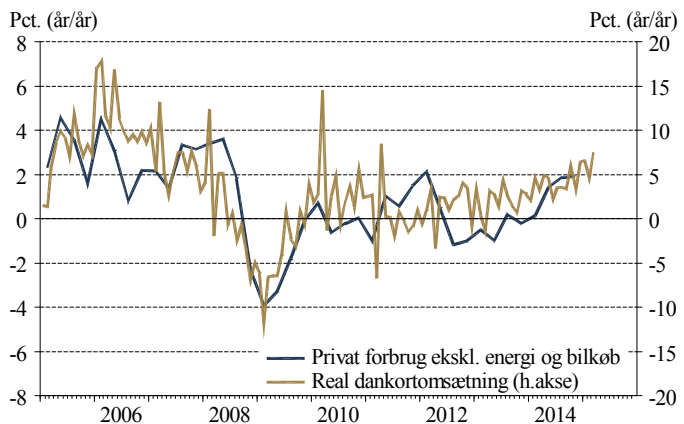
Det private forbrug steg med 0,5 pct. i 2014. Den afdæmpede stigning i det samlede private forbrug skal især ses på baggrund af et fald i energiforbruget, da 2014 var et usædvanligt varmt år, og lav vækst i bilkøbet. Det private forbrug ekskl. energi og bilkøb steg således med 1,3 pct. i 2014. Den underliggende udvikling i forbruget af varer og tjenester ser således noget bedre ud, end årsvæksten i det samlede forbrug giver indtryk af.

### Blandet billede fra forbrugsindikatorerne

I de første måneder af 2015 viser forbrugsindikatorerne et blandet billede. Forbrugertilliden ligger fortsat på et højt niveau, og væksten i den reale dankortomsætning er øget.

Væksten i den reale dankortomsætning er nogenlunde i tråd med udviklingen i det private forbrug ekskl. energi og bilkøb, jf. figur I.6. Disse indikatorer trækker således i positiv retning for forbrugsudviklingen den kommende tid. På den anden side er detailsalget kun steget svagt, og bilkøbet er faldet i 1. kvartal 2015. På trods af den lave oliepris og de lave renter ser forbrugsvæksten dermed ikke ud til for alvor at være taget til i styrke i starten af 2015. Vækstprofilen for det private forbrug gennem 2014 betyder, at selv et uændret privat forbrug gennem 2015 vil give en positiv årvækst i 2015. I lyset af det blandede billede fra indikatorerne ventes en svag vækst igennem 2015, hvilket vurderes at give en årvækst på knap 2 pct.

Figur I.6 Privat forbrug



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2014 for det private forbrug og marts 2015 for den reale dankortomsætning.

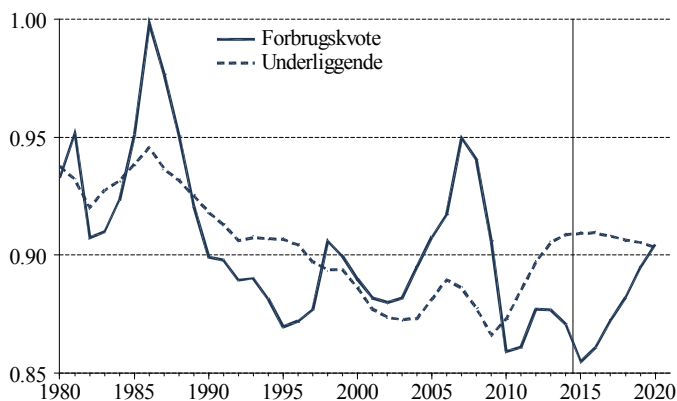
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

### Forventning om fremgang i forbruget

Som følge af de seneste års svage udvikling i det private forbrug ligger forbrugskvoten, opgjort som forbrugets andel af langsigtet disponibel indkomst, fortsat på et lavt niveau, jf. figur I.7. Der forventes en forholdsvis kraftig stigning i langsigtet disponibel indkomst i 2015, men denne forventes ikke at slå fuldt igennem på forbruget grundet de forholdsvis svage forbrugsindikatorer. Renterne forventes at være lave frem mod 2017, og både beskæftigelsen og reallønnen

ventes at stige. Samtidig har forbrugerne de seneste år konsolideret sig, hvilket øger sandsynligheden for, at en højere disponibel indkomst omsættes i højere forbrug. På den baggrund ventes forbrugskvoten normaliseret frem mod 2020.

Figur I.7 Forbrugskvoten



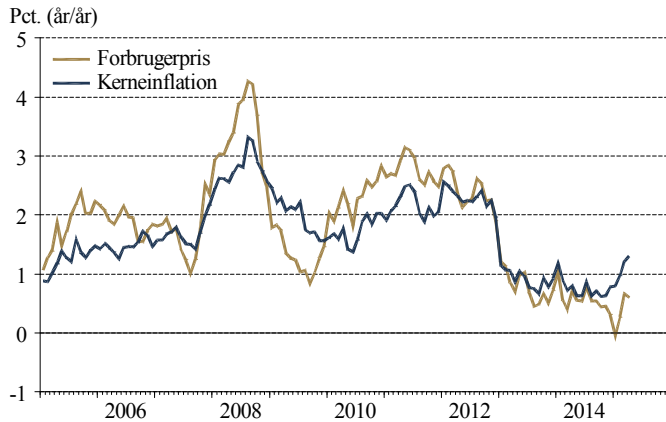
Anm.: Forbrugskvoten er defineret som forholdet mellem det private forbrug i løbende priser og den langsigtede disponible indkomst i SMEC. Den modelberegnete, underliggende forbrugskvoten afhænger af formuekvoten (udglattet) og demografi.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

### Lav oliepris trækker inflationen midlertidigt ned

Olieprisen faldt markant gennem 2. halvår 2014 og var kortvarigt under 50 dollar pr. tønde i begyndelsen af 2015. I starten af maj 2015 lå olieprisen på ca. 65 dollar pr. tønde, hvilket var omtrent 40 dollar lavere end i 1. halvår 2014. Faldet i olieprisen har bidraget til lave forbrugsprisstigninger. Kerneinflationen, dvs. inflationen ekskl. energi og ikke-forarbejdede fødevarer, er fortsat positiv og har været stigende gennem det seneste halve år, men ligger fortsat på et lavt niveau, jf. figur I.8. Inflationen forventes at holde sig under 1 pct. i resten af 2015 grundet den lave oliepris. Olieprisen ventes at stige mod et niveau på ca. 75 dollar pr. tønde i 2016, hvilket vil bidrage til at løfte inflationen til godt 2 pct.

Figur I.8 Inflation



Anm.: Seneste observation er april 2015. Kerneinflation er forbrugerpris ekskl. energi og ikke-forarbejdede fødevarer.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

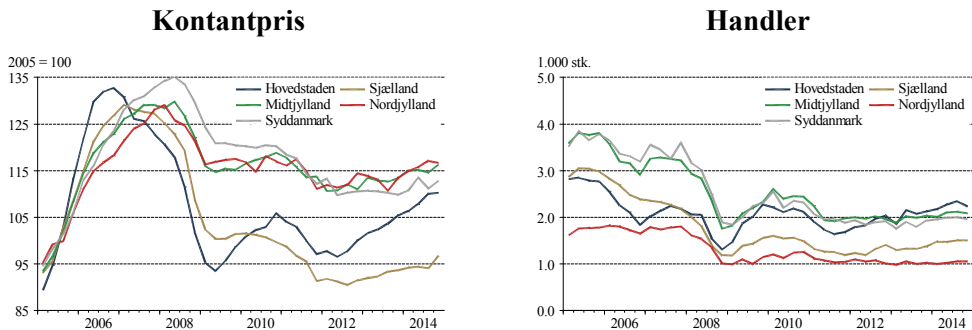
### Reale boligprisstigninger i 2014 og 2015

Boligpriserne har været stigende siden 2013, og vendingen ser så småt ud til at have manifesteret sig i hele landet frem for blot i Hovedstaden, jf. figur I.9. Handelsaktiviteten har været stigende i Hovedstaden og på det øvrige Sjælland siden 2012, mens der i de øvrige regioner i 2014 også har været en positiv udvikling. Den lave inflation og rentefaldet har bidraget til reale boligprisstigninger på 2,7 pct. på landsplan i 2014. I begyndelsen af 2015 er renterne faldet yderligere, hvilket ventes at bidrage til fortsatte boligprisstigninger. Som resultat af den aktuelt lave inflation og den forventede fremgang i dansk økonomi ventes der reale boligprisstigninger på omkring 2¾ pct. i 2015. I 2016 forventes højere inflation at bidrage til omtrent uændrede reale boligpriser.

### Langsom normalisering af de reale boligpriser

De reale boligpriser ligger fortsat over den anslåede langsigtede trend, jf. figur I.10. De kommende år ventes indkomstfremgangen at bidrage til stigende boligpriser, mens den forudsatte normalisering af renteniveauet vil trække i modsat retning. På den baggrund forventes de reale boligpriser til at udvise et svagt fald fra 2017 til 2020.

Figur I.9 Enfamiliehuse



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2014.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

### Boligpriser ca. 10 pct. højere end ved normal rente

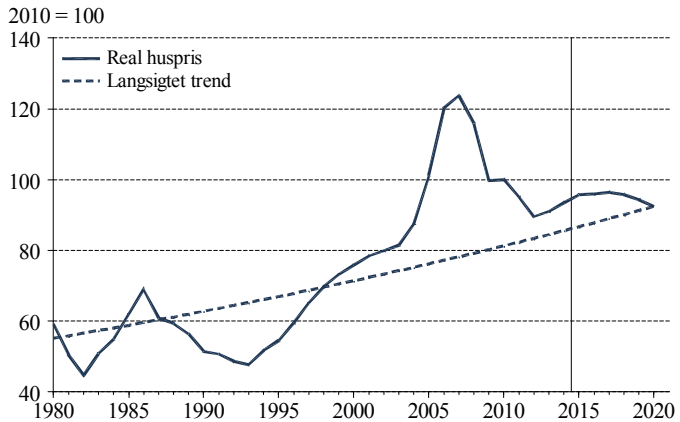
Set i lyset af konjunktursituationen ville det forventes, at boligpriserne aktuelt var lavere end den anslåede trend. En nominel stivhed i huspriserne kan imidlertid betyde, at det tager adskillige år at nedbringe de reale boligpriser fra det meget høje niveau i årene op til krisen. Desuden bidrager de meget lave renter til at holde huspriserne oppe. På baggrund af den estimerede sammenhæng mellem rente og boligpris, der indgår i De Økonomiske Råds makroøkonomiske model SMEC, skønnes det, at de reale boligpriser i 2014 var omkring 10 pct. højere, end de ville have været, hvis renterne gennem flere år havde været på deres langsigtede niveau. Den forudsatte normalisering af renterne frem mod 2020 på ca. 3½ pct.point kan dermed isoleret set forventes at reducere de reale boligpriser med i omegnen af 10 pct.

### Forventning om højere boliginvesteringer

De markante fald i boligpriserne i forbindelse med finanskrisen gav anledning til et betydeligt fald i boliginvesteringerne fra 2007 til 2013. I 2014 steg boliginvesteringerne med 6,5 pct. I 2015 ventes boliginvesteringerne at stige knap 4 pct. tiltagende til ca. 5 pct. i 2016. Dette skal ses i lyset af, at de nominelle boligprisstigninger ventes at overstige væksten i investeringsprisen for boliger, hvorved det er profitabelt at bygge nye boliger.



Figur I.10 Real huspris



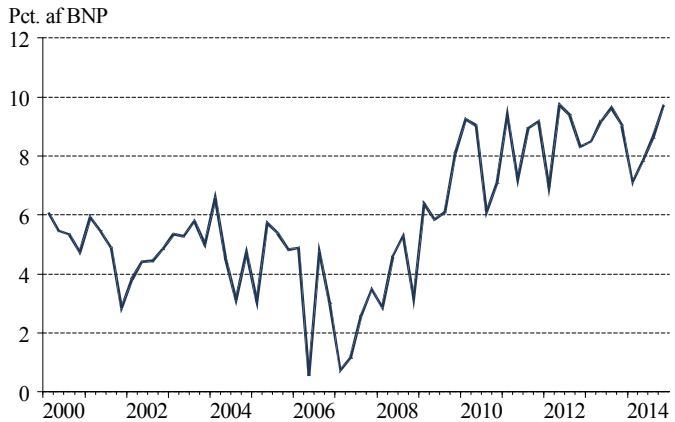
Anm.: Den reale huspris er defineret som kontantprisen på enfamiliehuse deflateret med deflatoren for det private forbrug. Den langsigtede trend er estimeret over perioden 1955-2005.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

### Vækst i erhvervsinvesteringerne ventes at tiltage

De private erhvervsinvesteringer steg svagt med 1,1 pct. i 2014. Investeringsvinduet, som ophørte i 2013, kan have fremrykket investeringer fra 2014 til 2013 og kan dermed have medvirket til at dæmpe investeringerne i 2014. Selskaberne har de seneste år sparet meget op og dermed investeret lidt, hvilket ses ved, at deres nettofordringserhvervelse har været relativt høj de seneste fem år, jf. figur I.11. Der vurderes derfor at være et væsentligt opsøret potentiale, som ventes udløst i takt med, at forbrugs- og eksportfremgangen øger produktionen.

Figur I.11 Nettofordringserhvervelse, selskaber



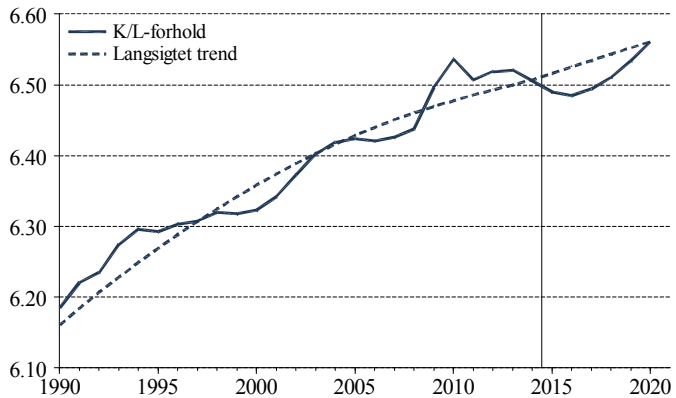
Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2014.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

### Forventet fald i K/L-forholdet i 2015 og 2016

Trods det lave investeringsomfang, der har været under krisen, var forholdet mellem kapital og arbejdskraft i produktionen i de private byerhverv (K/L-forholdet) i 2014 tæt på det skønnede trendmæssige forhold, jf. figur I.12. Der er en tendens til, at forholdet mellem kapital og arbejdskraft vokser over tid som følge af teknologiske fremskridt, der gør kapital billigere relativt til arbejdskraft. Dette vil få virksomhederne til at intensivere brugen af kapital. Den forventede beskæftigelsesfremgang ventes at få K/L-forholdet til at falde under det trendmæssige niveau i de kommende år, da kapitalapparatet tilpasser sig med en vis træghed. Det forventes derfor, at virksomhederne vil øge deres investeringer markant frem mod 2020 for at genoprette forholdet. For årene 2017-20 forudsættes på denne baggrund en gennemsnitlig årlig vækstrate i de private erhvervsinvesteringer på godt 10 pct., hvilket vil bringe investeringerne op fra knap 30 pct. af BVT i de private byerhverv i 2014 til godt 40 pct. i 2020.

Figur I.12 K/L forhold



Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

### Konkurrenceevne og udenrigshandel

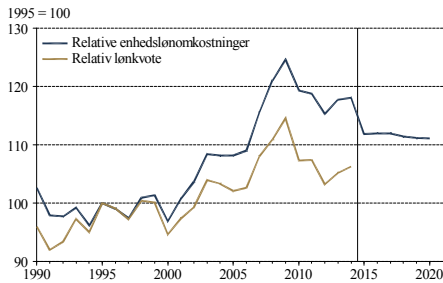
#### Forskellige mål for lønkonkurrenceevnen

Den danske lønkonkurrenceevne opgøres traditionelt på baggrund af de relative enhedslønomkostninger. Stigninger i virksomhedernes værdiskabelse kommer dog ikke blot fra højere produktivitet, men også fra bytteforholdsforbedringer. Bytteforholdsforbedringer opstår, når et land intensiverer produktionen af eksklusive og differentierede varer med en høj pris, eller hvis der er mulighed for at hæve priserne som følge af en stigende udenlandsk efterspørgsel. Det taler for at supplere den traditionelle konkurrenceevnevurdering med et mål for *værdiskabelsen*. Dette kan gøres ved at betragte den relative lønkvote mellem Danmark og udlandet. Lønkvoten måler, hvor stor en andel af virksomhedernes værdiskabelse der går til aflønning af de ansatte.

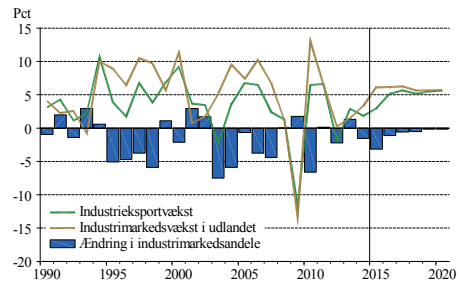
#### Svag forværring af konkurrenceevnen i 2014 ...

Den danske lønkonkurrenceevne blev svækket en smule fra 2013 til 2014, uanset om konkurrenceevnen opgøres på baggrund af de traditionelle relative enhedslønomkostninger eller på baggrund af en approksimeret relativ lønkvote, jf. figur I.13. Forværringen skyldes i vidt omfang en styrkelse af den effektive kronekurs, som ikke modsvares af et fald i den relative løn eller en stigning i den relative produktivitet eller værdiskabelse.

Figur I.13 Konkurrenceevne



Figur I.14 Industrieksport og markedsandele



Anm.: Et fald i den relative enhedslønomkostning eller den relative lønkvote indikerer en forbedring af konkurrenceevnen. De relative enhedslønomkostninger angiver lønomkostningerne pr. produceret enhed i Danmark relativt til udlandet, hvor det anvendte produktivitetsbegreb er mandeproduktivitet for hele økonomien. Denne udvikling er fremskrevet til 2020 og danner baggrund for vurderingen af eksportudviklingen. Den relative lønkvote måler de samlede lønomkostninger i forhold til værdien af produktionen, her opgjort ved nominelt BNP. Lønomkostningerne er timelønningerne i industrien. Den viste lønkvote er således en tilnærmelse til lønkvoten for hele økonomien. Udlandet inkluderer ti konkurrentlande, der sammenvejes med Nationalbankens dobbeltvejede kronekursvægte. Markedsandelene i højre figur er beregnet ved at sætte den danske industrieksport i forhold til et vejet gennemsnit af 35 aftagerlandes vareimport. Både eksport og import er i mængder.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Bureau of Labor Statistics, OECD, *Economic Outlook 96*, Macrobond og egne beregninger.

### ... og ventet forbedring i 2015

I første kvartal af 2015 er den effektive kronekurs svækket med ca. 5 pct. Denne svækkelse forventes at bidrage til en betydelig forbedring af den danske lønkonkurrenceevne i år. De kommende år ventes omtrent uændret konkurrenceevne opgjort ved de relative enhedslønomkostninger.

### Lille tab af markedsandele i 2015-16

Historisk har der været en tendens til, at verdens samlede import er vokset hurtigere end Danmarks eksport, hvilket betyder, at Danmark mister markedsandele over tid. Denne udvikling skal ses i lyset af den stigende globalisering, der medfører, at stadigt flere lande deltager i den internationale samhandel. Dette lægger et nedadgående pres på Danmarks markedsandel. I perioder med konkurrenceevneforbedringer reduceres det nedadgående pres, således at tabet af markedsandele sker i et langsommere tempo. Dette skete i perioden 2009-12. Der forventes som nævnt en konkurrenceevneforbedring i 2015 og en fastholdelse af konkurrence-

evnen derefter. Da tendensen til tab af markedsandele generelt ventes at fortsætte, forventes der dermed et lille tab af markedsandele frem mod 2020, jf. figur I.14.

**Vareeksporten  
ventes at vokse**

Vareeksporten var stort set uændret i 2014 i forhold til 2013. Dette dækker over et fald i eksporten af energi på godt 20 pct., mens eksporten af varer ekskl. energi steg knap 2 pct. Samtidig steg tjenesteeksporten 7,1 pct. – blandt andet drevet af en markant stigning i søfarteksporten. Den forventede øgede aktivitet i Danmarks aftagerlande, jf. boks I.3, og den lavere effektive kronekurs ventes at øge eksporten i 2015. Denne forventning understøttes af udenrigshandelsdata for årets første tre måneder. Vareeksporten forventes at stige godt 2 pct. i 2015 stigende til knap 5 pct. i 2016, mens tjenesteeksporten ventes at stige med op mod 5 pct. årligt i 2015-16.

**Forventning  
om stigning i  
importen**

Den samlede import steg 3,8 pct. i 2014, hvilket især kan henføres til en stigning i tjenesteimporten. I 2015 forventes importen at vokse med ca. 4 pct. stigende til godt 6½ pct. i 2016. Den tiltagende importvækst de kommende år skal ses i lyset af, at det private forbrug og erhvervsinvesteringerne ventes gradvist normaliseret. Samtidig ventes den historiske tendens til stigende importkvote, dvs. import i forhold til BNP, at fortsætte som følge af den øgede internationale arbejdsdeling.

**Fortsat negativt  
bidrag fra  
nettoeksporten**

I 2014 gav nettoeksporten et vækstbidrag til BNP på -0,5 pct.point – omtrent samme bidrag som i 2012 og 2013. Den ventede stigning i eksporten i 2015 medfører, at nettoeksportens negative vækstbidrag til BNP ventes at blive mindsket til knap ¼ pct.point. I 2016 forventes importen at stige kraftigere end eksporten, og det negative bidrag ventes at stige til knap 1 pct.point. Det negative bidrag fra nettoeksporten skal ses i lyset af, at den danske konjunktursituation målt ved output gap er noget dårligere end for Danmarks eksportmarkeder. Dermed ventes den danske import de kommende år at stige mere end den udenlandske grundet øget forbrug og investeringer, der har et højt importindhold. Efterhånden som konjunktursituationen i Danmark normaliseres, forventes det negative bidrag fra nettoeksporten at mindskes.

Boks I.3 Udviklingen i de danske aftagerlande

Danmarks fem største aftagerlande er Tyskland, Sverige, USA, Norge og Storbritannien, som tilsammen aftager ca. halvdelen af den danske industrieksport. Nedenfor er den økonomiske udvikling for disse lande skitseret, og hovedtræk af den internationale prognose er angivet i tabel A. Yderligere information kan findes i *Bilag til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, forår 2015*, der ligger på De Økonomiske Råds hjemmeside.

Vækstudsigterne for Danmarks aftagerlande i 2015 er samlet set omtrent uændrede i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2014*. Dette dækker over en opjustering af vækstudsigterne for euroområdet, herunder særligt Tyskland, og en nedjustering af vækstudsigterne for bl.a. Norge, Rusland og i mindre grad USA.

Tabel A BNP-vækst

	2014	2015	2016	2020 <sup>a)</sup>
	----- Realvækst, pct. -----			
Tyskland	1,6	1,9	1,7	1,1
Sverige	2,3	2,8	2,9	3,2
USA	2,4	3,1	3,3	2,8
Norge (fastland)	2,3	1,5	2,0	2,8
Storbritannien	2,8	2,8	2,8	2,8
Aftagerlande	2,0	2,2	2,5	2,6

a) 2020-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækst fra 2016 til 2020.

Anm.: Aftagerlande er en sammenevning af BNP-vækst i 35 aftagerlande med industrieksportvægte.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

*Tyskland*

Tysk BNP steg 1,6 pct. i 2014 efter omtrent nulvækst i 2013. Væksten var knap 0,5 pct.point højere end den skønnede strukturelle vækst, hvorved output gap blev reduceret til ca. -1 pct. af BNP. Fremgangen i særligt 2. halvår var i høj grad drevet af vækst i det private forbrug, men også nettoeksporten bidrog betydeligt til fremgangen. Forbrugsindikatorerne er fortsat positive med kraftig vækst i detailsalget i starten af 2015 og stigende forbrugertillid. Samtidig er inflationen lav og ledigheden faldende, hvilket understøtter forbrugsfremgangen. På den baggrund ventes forbrugsvæksten at tiltage i 2015. Samtidig understøttes eksporten af eurosvækkelsen.

*Sverige*

Svensk BNP steg 2,3 pct. i 2014, hvilket var drevet af fremgang i investeringer og privat forbrug. Output gap var -2¼ pct. i 2014. Eksporten udgør en betydelig del

*Boks I.3    Udviklingen i de danske aftagerlande, fortsat*

af svensk BNP, og den svenske vækst har derfor de seneste år været dæmpet af den svage globale aktivitet. I takt med at aktiviteten i udlandet tiltager, ventes eksporten at stige, således at det indenlandsk drevne opsving bliver mere robust. Eksportfremgangen ventes understøttet af, at den svenske effektive kronekurs det seneste år er svækket.

*USA*

I USA var der i 2014 fortsat fremgang med en vækst i BNP på 2,4 pct. drevet af en stærk indenlandsk efterspørgsel. Væksten var lidt over strukturelt niveau, og output gap blev indsnævret til -3 pct. af strukturelt BNP. Indikatorerne er overvejende positive med faldende ledighed, stigende huspriser og høj forbrugertillid. Ledigheden er tæt på det skønnede langsigtsniveau, hvilket taler for en snarlig renteforhøjelse. Forsat afdæmpet inflation og styrkelsen af dollaren er medvirkende til, at den amerikanske centralbank (FED) først ventes at påbegynde normaliseringen af de pengepolitiske renter i slutningen af året. Lave renter vil dermed fortsat understøtte den indenlandske efterspørgsel i år. Omvendt er den effektive dollarkurs styrket betydeligt siden sommeren 2014, hvilket svækker konkurrenceevnen og ventes at tage toppen af væksten de kommende år. Væksten i 1. kvartal var således svag, blandt andet som følge af et negativt bidrag fra nettoeksporten.

*Norge*

BNP i fastlands-Norge steg i 2014 med 2,3 pct., hvilket er omtrent på niveau med væksten i hele Norge, dvs. inkl. indvinding af olie- og naturgas. Det markante fald i olieprisen siden sommeren 2014 påvirker norsk olieindustri negativt, hvilket smitter af på den øvrige del af norsk økonomi gennem bl.a. øget usikkerhed, fald i olieinvesteringerne og lavere efterspørgsel efter tjenesteydelser knyttet til indvindingen fra Nordsøen. Det private forbrug påvirkes i 2015 af en række modsatrettede effekter. Faldet i olieprisen stimulerer det private forbrug gennem reallønsfremgang, og de lave renter virker i samme retning. Omvendt er ledigheden steget gennem de seneste måneder, hvilket dæmper lønpresset og bidrager til lavere forbrugsefterspørgsel. Eksporten stimuleres i 2015 af en svækkelse af den effektive norske kronekurs.

*Storbritannien*

I Storbritannien var der i 2014 fortsat fremgang med en BNP-vækst på 2,8 pct., og output gap vurderes at være tæt på nul. Indikatorerne peger i retning af fortsat stigning i det private forbrug i 2015 med stigende detailsalg, høj forbrugertillid, faldende ledighed og lav inflation. Industriproduktionen og erhvervstilliden udviklede sig dog svagt i starten af 2015, og BNP steg kun afdæmpet med 0,3 pct. (k/k) i 1. kvartal.

**Faldende  
overskud på  
betalingsbalancen**

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster faldt med 17 mia. kr. i 2014, og udgjorde dermed 6,2 pct. af BNP. I de kommende år forventes stigende import drevet af en normalisering af investeringer og det private forbrug gradvist at mindske overskuddet på betalingsbalancens løbende poster.

**Produktion og arbejdsmarked**

**Positivt  
vækstbidrag  
fra såvel privat  
som offentlig  
efterspørgsel**

Produktionen, opgjort ved BNP, voksede med 1,1 pct. i 2014. Dette var drevet af den indenlandske efterspørgsel, mens nettoeksporten, som tidligere nævnt, bidrog negativt med ca. ½ pct.point. Vækstbidraget fra den indenlandske efterspørgsel var næsten ligeligt fordelt mellem dels den private indenlandske efterspørgsel, dels offentligt forbrug og offentlige investeringer. Det var dermed første gang siden 2010, at både offentlig og privat efterspørgsel bidrog positivt til væksten i BNP.

**Begyndende  
lukning af  
output gap  
fra 2014**

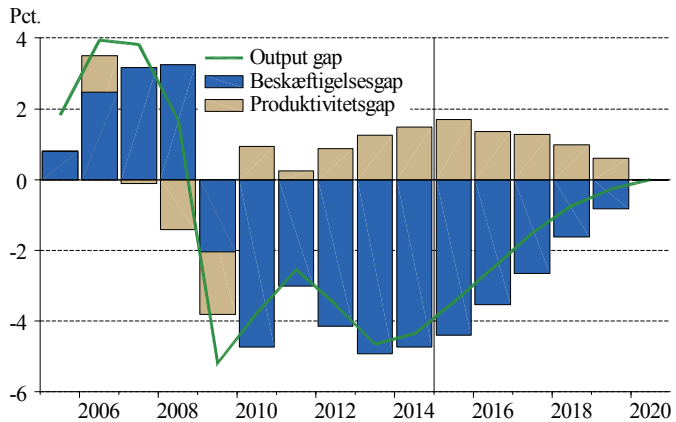
Produktionen har de seneste fire år udviklet sig svagt grundet en svag efterspørgsel både i Danmark og i udlandet. BNP skønnes i 2014 at ligge godt 4¼ pct. under det strukturelle niveau, jf. figur I.15. Det store output gap skyldes primært, at beskæftigelsen er betydeligt under det skønnede strukturelle niveau. BNP ventes at stige med knap 2 pct. i 2015 tiltagende til ca. 2¼ pct. i 2016. Dette er betydeligt over den forventede strukturelle vækst, hvilket medfører en reduktion af output gap på op mod 1 pct.point i hvert af årene 2015 og 2016. Efterhånden som konjunktursituationen normaliseres, forventes output gap lukket frem mod 2020.

**Tiltagende  
strukturel vækst**

Den strukturelle vækst i BNP vurderes i 2014 og 2015 at være mindre end 1 pct. Dette skyldes hovedsageligt lav vækst i strukturel produktivitet, hvilket kan henføres til svag vækst i kapitalapparatet. Frem mod 2020 forventes væksten i strukturelt BNP at tiltage grundet større kapitalapparat og dermed højere strukturel produktivitet. Ligeledes ventes den strukturelle timebeskæftigelse at vokse støt.



Figur I.15 Output gap



Anm.: Output gap angiver BNP i forhold til strukturelt BNP. Produktivitetsgap er vist for de private byerhverv, mens output gap og beskæftigelsesgap er for hele økonomien. Beskæftigelsen er timebeskæftigelsen. Produktivitetsgap og beskæftigelsesgap summerer omtrent til output gap.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

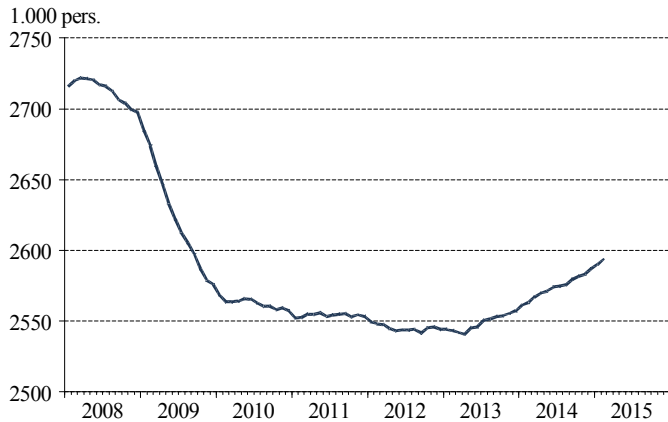
### Stigende privat beskæftigelse

Den private beskæftigelse steg 24.000 personer fra 2013 til 2014, og den samlede beskæftigelse voksede næsten tilsvarende. En stor del af beskæftigelsesfremgangen kommer fra udenlandsk arbejdskraft, der er vokset med omtrent 16.000 personer i 2014, jf. jobindsats.dk. Indikatorerne er fortsat positive blandt andet med et faldende antal fyringsvarsler og et stigende antal jobannoncer. I årets to første måneder er lønmodtagerbeskæftigelsen steget med yderligere 7.000 personer, jf. figur I.16, hvilket understøtter forventningen om fortsat beskæftigelsesfremgang. Det forventes, at den samlede beskæftigelse fra 2014 til 2016 vil stige med ca. 65.000 personer som følge af fremgang i den private beskæftigelse.

### Beskæftigelsesstigning på mere end 200.000 frem mod 2020

Beskæftigelsen vurderes aktuelt at ligge ca. 100.000 personer under det skønnede strukturelle niveau, svarende til ca. 3½ pct. Fra 2014 til 2020 ventes den strukturelle beskæftigelse at stige med godt 110.000 personer. På denne baggrund forventes en samlet stigning i beskæftigelsen på godt 200.000 personer fra 2014 til 2020.

Figur I.16 Lønmodtagerbeskæftigelse



Anm.: Seneste observation er februar 2015.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

### Svag produktivitetsudvikling

Timebeskæftigelsen steg omtrent lige så meget som beskæftigelsen opgjort i personer i 2014, hvilket var lidt mindre end væksten i produktionen. Timeproduktiviteten steg derfor blot 0,3 pct. Produktiviteten fortsatte dermed den svage udvikling, der har stået på siden 2011. Det vurderes, at produktiviteten aktuelt ligger lidt over det strukturelle niveau. Opbygningen af kapitalapparatet forventes de førstkommande år at have vanskeligt ved at følge med den ventede kraftige beskæftigelsesfremgang, og den afdæmpede produktivitetsvækst forventes derfor at fortsætte nogle år endnu.

### Forskellige vurderinger af output gap

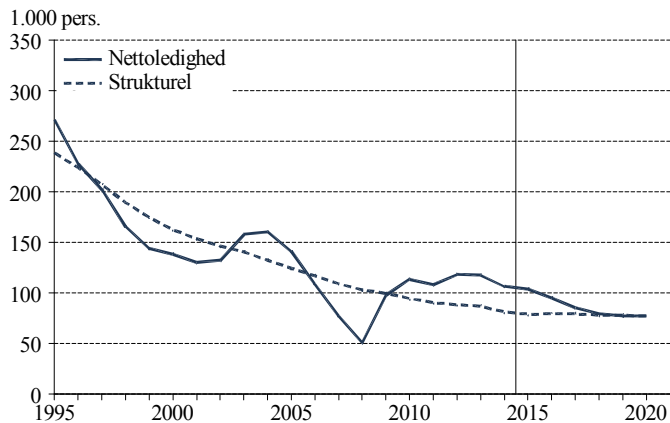
Nærværende prognose har et væsentligt mere negativt output gap end det, der er regeringens vurdering i *Konvergensprogram 2015* (KP15). I 2014 vurderes output gap at være godt  $-4\frac{1}{4}$  pct., mens det ifølge KP15 er ca.  $-2\frac{1}{4}$  pct. En stor del af forskellen ligger i forskellige vurderinger af beskæftigelsesgap. I KP15 vurderes det aktuelt at være ca.  $-75.000$  personer mod ca.  $-100.000$  personer i nærværende prognose. I 2020 ventes i nærværende fremskrivning et BNP-niveau, som er knap 4 pct. højere end ventet i KP15. Halvdelen af denne forskel skyldes den forskellige vurdering af den aktuelle størrelse på output gap. Den anden halvdel skyldes høj-

ere forventet strukturel vækst i nærværende fremskrivning, hvoraf en væsentlig del kommer fra en mere positiv vurdering af den strukturelle beskæftigelsesudvikling frem mod 2020. Den kraftigere vækst i strukturel beskæftigelse skal dog ses i lyset af, at Danmarks Statistiks og DREAM's nyeste befolkningsfremskrivning er lagt til grund for nærværende fremskrivning, men ikke er indarbejdet i KP15.

### Fald i nettoledighed skyldes bl.a. kontanthjælpsreform

Nettoledigheden faldt 11.000 personer fra 2013 til 2014, jf. figur I.17. Størstedelen af faldet skete i starten af 2014 og skal blandt andet ses i sammenhæng med effekterne af kontanthjælpsreformen. Her blev mange unge kontanthjælpsmodtagere omklassificerede fra såkaldt *åbenlyst job- eller uddannelsesparate* til blot *job- eller uddannelsesparate*, hvorved de ikke længere talte som arbejdsmarkedsparate og dermed ledige. Bruttoledigheden, som inkluderer de aktive-rede, faldt yderligere 7.000 personer fordelt på godt 2.000 færre kontanthjælpsaktiverede og 5.000 færre dagpengeaktiverede.

Figur I.17 Nettoledighed



Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

**Nettoledighed ca. 25.000 personer over strukturelt niveau**

Det strukturelle niveau for nettoledigheden vurderes at være omkring 80.000 personer i 2014. Da nettoledigheden i 2014 var ca. 105.000, var ledighedsgap således skønsomt omkring 25.000 personer i 2014. Den forventede beskæftigelsesfremgang frem mod 2020 ventes i høj grad at ske gennem en stigning i arbejdsstyrken, mens ledigheden kun forventes at falde svagt de kommende år. Nettoledigheden forventes at være knap 100.000 personer i 2016.

**Fortsat lave lønstigninger**

Timelønningerne steg i 2014 blot 1,3 pct., hvilket er mindre end den overenskomstmæssigt aftalte stigning. Samtidig var inflationen lav på knap  $\frac{3}{4}$  pct., og reallønnen steg dermed. Der er fortsat kun få tegn på pres på arbejdsmarkedet, da både lønstigningerne og antallet af forgæves rekrutteringer stadig ligger lavt. Det vurderes, at der fortsat er en væsentlig mængde ledig kapacitet i økonomien, og der ventes derfor moderate lønstigninger de kommende år på niveau med det overenskomstmæssigt aftalte i 2015 og en stigning i 2016 på ca.  $2\frac{1}{2}$  pct.

**Alternativt scenarie med neutral finanspolitik**

**I alternativt scenarie med neutral finanspolitik ...**

Det er lagt til grund for fremskrivningen i hovedscenariet, at der foretages en gradvis opstramning af finanspolitikken de kommende år, jf. også kapitel II. Opstramningen af finanspolitikken skønnes isoleret set at dæmpe BNP-væksten med godt  $\frac{1}{4}$  pct.point hvert år i perioden 2015-20. For at illustrere betydningen af den planlagte finanspolitiske stramning er der foretaget en alternativ beregning med De Økonomiske Råds makroøkonomiske model SMEC, hvor der forudsættes en neutral finanspolitik i årene 2015-20, jf. boks I.4.

Boks I.4 *Alternativt scenarie med neutral finanspolitik*

Det er lagt til grund for fremskrivningen, der er præsenteret i kapitlet, at der foretages en opstramning af finanspolitikken de kommende år. Den planlagte finanspolitik er nærmere beskrevet i kapitel II. Finanspolitikken skønnes isoleret set at dæmpe BNP-væksten med godt ¼ pct.point hvert år, jf. øverste række i tabel A. For at illustrere betydningen af den planlagte finanspolitiske stramning er der foretaget en alternativ beregning med De Økonomiske Råds makroøkonomiske model SMEC, hvor der forudsættes en neutral finanspolitik i årene 2015-20.

Nedenstående tabel viser i nederste halvdel de modelberegnedde effekter på offentlige finanser, produktion og beskæftigelse i alternativet med neutral finanspolitik. Øverste halvdel viser de tilsvarende størrelser i fremskrivningen præsenteret i kapitlet. Forskellen mellem øverste og nederste del af tabellen kan dermed tages som udtryk for den isolerede betydning af den planlagte finanspolitiske stramning frem mod 2020.

Tabel A *Hovedtal i fremskrivning hhv. alternativ*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<i>Fremskrivning</i>						
Finanseffekt, pct.point	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,1	-3,0	-2,0	-1,2	-0,1	0,5
Strukturel saldo, pct. af struk. BNP <sup>a)</sup>	-0,3	-0,2	0,0	0,3	0,5	0,5
BNP-vækst, pct.	1,9	2,3	2,9	3,0	2,9	2,6
Output gap, pct. af struk. BNP	-3,5	-2,5	-1,5	-0,7	-0,3	0,0
Beskæftigelsesændring, 1.000 pers.	28	37	37	42	37	34
<i>Alternativ med neutral finanspolitik</i>						
Finanseffekt, pct.point	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,3	-3,4	-2,5	-2,0	-1,2	-0,9
Strukturel saldo, pct. af struk. BNP <sup>a)</sup>	-0,7	-1,0	-1,1	-1,3	-1,3	-1,5
BNP-vækst, pct.	2,1	2,7	3,1	3,2	3,0	2,7
Output gap, pct. af struk. BNP	-3,2	-2,0	-0,8	0,2	0,7	1,0
Beskæftigelsesændring, 1.000 pers.	34	47	45	48	38	30

a) Strukturel saldo er beregnet i budgetlovens forstand, jf. beskrivelse i kapitel II.

Anm.: Finanseffekten angiver finanspolitikkenes aktivitetsvirkning, målt som finanspolitikkenes vækstbidrag til BNP i forhold til en situation med neutral finanspolitik. Med neutral finanspolitik forstås bl.a., at indkomstskattesatserne holdes konstante, at punktafgiftssatserne reelt er uændrede, at satserne for indkomstoverførsler følger satsreguleringen, og at offentlig beskæftigelse udgør en fast andel af den strukturelle beskæftigelse.

Kilde: Egne beregninger med SMEC.

**... overskrider  
saldokrav**

Den alternative modelberegning viser, at den strukturelle saldo i budgetlovens betydning i alle årene 2015-20 kan forventes at overskride budgetlovens krav om, at underskuddet højst må udgøre ½ pct. af BNP. I modsætning til nærværende fremskrivning, hvor den strukturelle saldo forbedres de kommende år til et overskud på ca. ½ pct. af BNP i 2020, er der i alternativet tale om en svag forringelse af den strukturelle saldo. Denne forringelse vil ifølge beregningen føre til et underskud på ca. 1½ pct. af BNP i 2020, jf. figur I.18. En stramning af finanspolitikken i perioden 2015-20 er dermed en væsentlig forudsætning for at overholde budgetlovens saldokrav og for at opnå overskud på de offentlige finanser i 2020.

**Hurtigere  
konjunktur-  
normalisering  
med neutral  
finanspolitik**

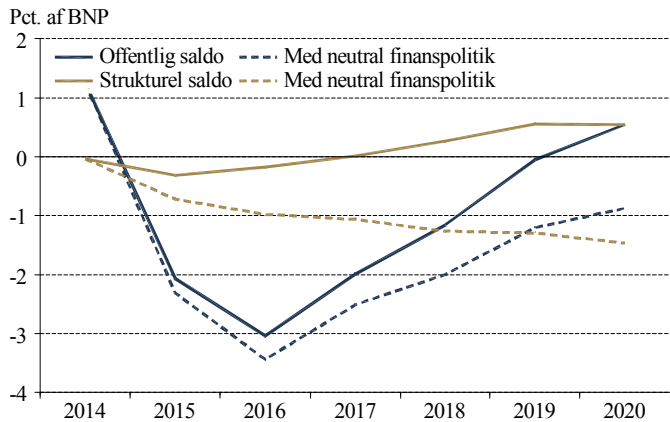
I fravær af den planlagte finanspolitiske stramning vil væksten blive højere end ventet i nærværende prognose. I 2017 vil output gap ifølge modelberegningen være reduceret til ca. -¾ pct. mod ca. -1½ pct. i hovedscenariet. Samtidig vil beskæftigelsen i tilfældet med neutral finanspolitik stige med yderligere ca. 25.000 personer fra 2014 til 2017. Den større beskæftigelsesfremgang betyder, at beskæftigelsen i 2017 blot vil være ca. 30.000 under det strukturelle niveau, mod ca. 55.000 personer i hovedscenariet. I 2020 kan beskæftigelsen ifølge modelberegningen ventes at være godt 25.000 personer højere i tilfældet med neutral finanspolitik end med den planlagte finanspolitik.<sup>1</sup>

**Offentlig saldo  
forringes mindre  
end strukturel  
saldo**

Den kraftigere økonomiske fremgang i alternativet med neutral finanspolitik bidrager positivt til de offentlige finanser blandt andet i form af et højere afgiftsprovener og lavere ledighedsrelaterede udgifter. Derfor forringes den offentlige saldo ikke i helt samme omfang som den strukturelle saldo.

- 1) I hovedscenariet er det forudsat, at konjunktursituationen vil være normaliseret i 2020 på trods af det negative vækstbidrag fra den planlagte finanspolitik, men det kan ikke udelukkes, at konjunkturnormaliseringen kan komme til at tage længere tid. Resultatet af den alternative modelberegning med neutral finanspolitik, hvor produktionen i 2020 vil være 1 pct. over det strukturelle niveau, skal dermed ikke tages for bogstaveligt. Men forskellen mellem de to scenarier illustrerer betydningen af den planlagte finanspolitik.

Figur I.18 Offentlige finanser med planlagt hhv. neutral finanspolitik



Anm.: De stiplede kurver viser offentlig saldo hhv. strukturel saldo i alternativet med neutral finanspolitik.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

### I.3 Finansielle forhold

#### Pres på kronen i årets første måneder blev modgået

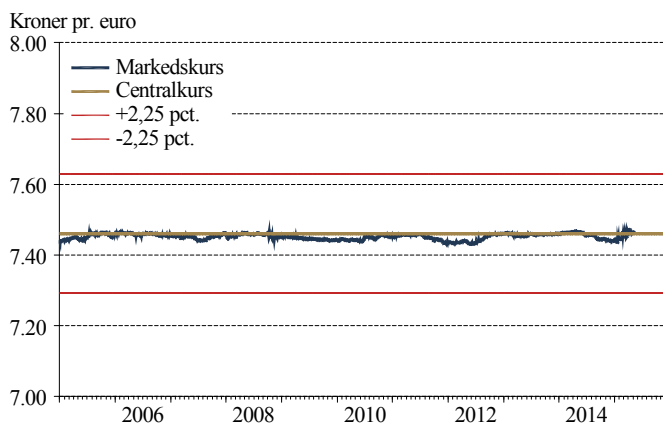
I begyndelsen af året opstod der et markeds-pres for en styrkelse af kronen overfor euroen. Som følge af den danske fastkurspolitik reagerede Nationalbanken på presset og sikrede, at kronen kun blev styrket en anelse. Kronen har således svinget tæt ved centralkursen på ca. 7,46 kr. pr. euro og dermed indenfor det tilladte udsvingsbånd på  $\pm 2,25$  pct., jf. figur I.19.

#### Opkøbsprogram for statsobligationer i euroområdet

Presset på kronen i begyndelsen af året skal ses i sammenhæng med forudgående begivenheder i euroområdet og Schweiz. Den 14. januar 2015 vurderede EU-domstolen, at ECB's OMT-program (*Outright Monetary Transactions*) fra efteråret 2012 under visse betingelser er i overensstemmelse med EU-traktaterne og dermed ECB's mandat. EU-domstolens udtalelse understøttede forventningerne blandt investorerne om, at ECB snart ville lancere et omfattende opkøbsprogram for statsobligationer, da de juridiske problemstillinger ved et sådant program er sammenlignelige med dem ved OMT-programmet. ECB annoncerede det

ventede opkøbsprogram, kaldet PSPP (*Public Sector Purchase Programme*) den 22. januar 2015. Dette program er nærmere omtalt i afsnit I.4.

Figur I.19 Kronekurs



Anm.: Danmark fører fastkurspolitik over for euroen med en politisk fastsat centralkurs på ca. 7,46 kr. pr. euro og et udsvingsbånd på +/-2,25 pct. af centralkursen. Seneste observation er primo maj 2015.

Kilde: Macrobond.

### Kraftig styrkelse af schweizerfranc overfor euro ...

Dagen efter EU-domstolens udtalelse annoncerede den schweiziske nationalbank (SNB), at den ikke længere ville holde schweizerfrancen på en kurs over 1,20 schweizerfranc pr. euro. Beslutningen har formentlig været påvirket af forventningen om et omfattende opkøbsprogram fra ECB's side. Desuden var SNB's valutareserve vokset kraftigt i den forudgående periode, hvor SNB opkøbte euro for at svække schweizerfrancen, og udgjorde knap 80 pct. af BNP. Annonceringen fra SNB udløste øjeblikkeligt en kraftig styrkelse af schweizerfrancen overfor de andre hovedvalutaer. Styrkelsen overfor euro var kortvarigt tæt ved 30 pct. Efterfølgende er schweizerfrancen svækket noget, men er fortsat styrket betydeligt i forhold til udgangspunktet.

### ... udløste pres på den danske krone

Markedspresset for en styrkelse af kronen overfor euroen opstod umiddelbart efter styrkelsen af schweizerfrancen.



Presset på kronekursen skyldtes en kraftig forøgelse af efterspørgslen efter danske kroner. Begivenhederne i Schweiz bidrog sandsynligvis til at skabe en forventning blandt nogle investorer om, at Danmarks Nationalbank tilsvarende ville opgive fastkurspolitikken og lade kronen blive styrket overfor euroen. Derved ville disse investorer opnå en kursgevinst på kroner og aktiver udstedt i kroner. Den forøgede efterspørgsel var dog også i væsentlig grad drevet af, at forsikrings- og pensionssektoren købte finansielle produkter til afdækning af kursrisikoen på investeringer i euroområdet. Det førte til en afledt efterspørgsel efter kroner fra de danske pengeinstitutter. En styrkelse af kronen overfor euroen ville have medført et kurstab på disse investeringer.

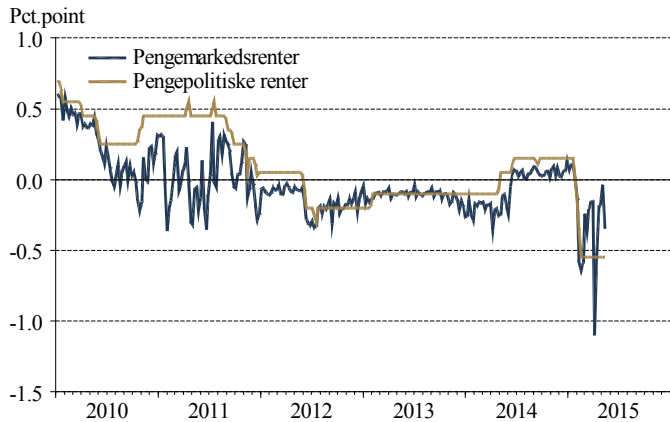
**Sænkning af de pengepolitiske renter**

Den danske fastkurspolitik overfor euro indebærer, at Nationalbanken tilrettelægger pengepolitikken alene med henblik på at sikre, at kronen holder sig indenfor det tilladte udsvingsbånd på  $\pm 2,25$  pct. af centalkursen. Nationalbanken har tradition for i praksis at stabilisere kronen langt tættere på centalkursen, end udsvingsbåndet tillader. I januar og februar foretog Nationalbanken fire renteændringer, der samlet sænkede indskudsbevisrenten fra  $-0,05$  til  $-0,75$  pct. Da ECB i samme periode fastholdt de pengepolitiske renter, førte rentesænkningerne til et negativt spænd mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet. Det pengepolitiske rentespænd gav sig udslag i et omtrent tilsvarende pengemarkedsrentespænd, jf. figur I.20.

**Pengemarkedsrentespænd modvirker styrkelse af kronen**

Et negativt pengemarkedsrentespænd mellem Danmark og euroområdet modvirker markedspresset for en styrkelse af kronen overfor euro, fordi kortsigtede formueplaceringer i kroner bliver mindre fordelagtige i forhold til tilsvarende placeringer i euro. Det svækker efterspørgslen efter danske kroner og trækker i retning af en svækkelse af kronen overfor euroen. Mulighederne for at øge det negative rentespænd overfor euroområdet er begrænsede i den nuværende situation, hvor renterne allerede er meget lave.

Figur I.20 Rentespænd



Anm.: Pengemarkedsrentespændet er forskellen mellem den danske dag-til-dag pengemarkedsrente (T/N renten) og euroområdet dag-til-dag pengemarkedsrente (EONIA). Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens rente på indskudsbeviser og ECB's rente på indlånsfaciliteten. Seneste observation er primo maj 2015.

Kilde: Macrobond.

### Udstedelsesstop for danske statsobligationer ...

For at dæmpe presset på kronen yderligere valgte Finansministeriet pr. 30. januar efter indstilling fra Nationalbanken at aflyse udstedelser af danske statsobligationer på ubestemt tid. Desuden valgte Nationalbanken at undlade at sælge skatkammerbeviser, der er kortfristede danske statsgældspapirer, ved auktionerne i februar og marts. Efterfølgende er salget af skatkammerbeviser blevet genoptaget. Udstedelsesstoppet var muligt, fordi staten i begyndelsen af året havde godt 210 mia. kr. stående på sin konto i Nationalbanken. Disse midler kan formentlig dække statens finansieringsbehov i 2015 og muligvis endnu længere.

### ... bidrager til at dæmpe krone- efterspørgslen yderligere

Udstedelsesstoppet reducerer udbuddet af danske statsobligationer, hvilket har en dæmpende effekt på de længere renter på obligationsmarkederne. Faldet i de længere renter bidrager til at mindske efterspørgslen efter kroner yderligere, da formueplaceringer i danske værdipapirer med længere løbetider bliver mindre fordelagtige relativt til tilsvarende placeringer i euroområdet.

### Udstedelsesstop svarer til ca. en tredjedel af ECB's opkøb

Det danske udstedelsesstop for statsobligationer bidrager ligesom ECB's opkøbsprogram for statsobligationer til at reducere statsobligationsrenterne. ECB forventer et samlet opkøb af værdipapirer i 2015 og 2016, fortrinsvist af statsobligationer, på knap 14 pct. af euroområdet's BNP. Hvis det danske udstedelsesstop fortsætter året ud, vil det beløbsmæssigt svare til ca. en tredjedel af ECB's samlede opkøb målt i forhold til økonomiens størrelse, jf. *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 1. Kvartal 2015*.

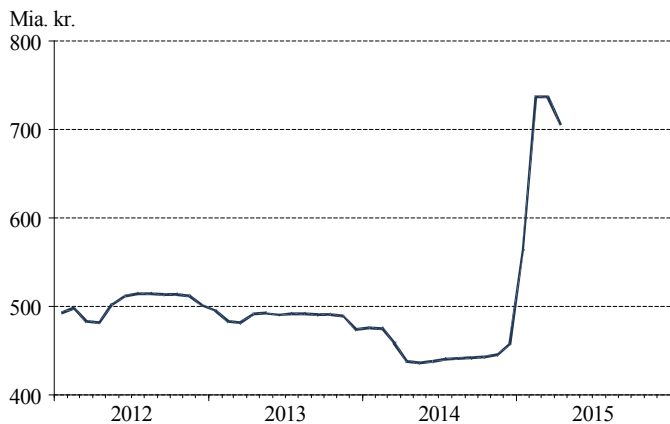
### Omfattende interventioner i valutamarkedet

Udover rentesænkningerne intervenserede Nationalbanken i valutamarkedet ved at købe valuta mod salg af kroner i januar og februar. Interventionerne var af et hidtil uset omfang og forøgede valutareserven med ca. 275 mia. kr. Valutareserven er vokset fra ca. 22 pct. af BNP i december 2014 til ca. 36 pct. af BNP i april 2015, jf. figur I.21.

### Forventning om normalisering på penge- og valutamarkeder

Efter Nationalbankens reaktion i årets første måneder er presset på kronen aftaget, og forholdene på penge- og valutamarkederne er blevet mere stabile. Fremadrettet forventes en yderligere normalisering af situationen, så de danske renter over tid igen vil komme til ligge på tæt op ad renterne i euroområdet.

Figur I.21 Valutareserve



Anm: Seneste observation er april 2015

Kilde: Danmarks Nationalbank.

### Udsigt til lave pengepolitiske renter i en rum tid

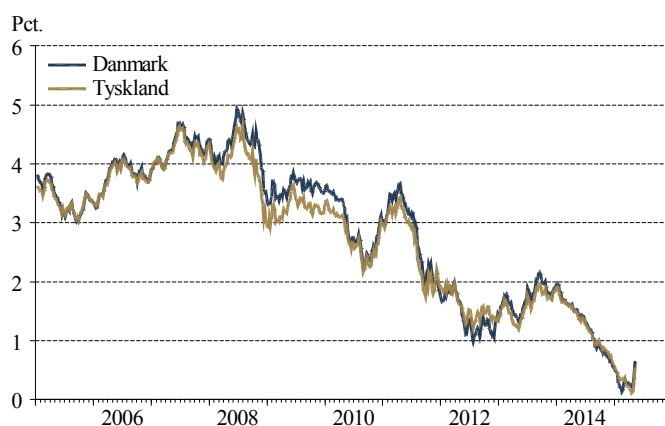
På baggrund af de svage inflationsudsigter og moderate konjunkturudsigter for euroområdet ventes ECB at fastholde den pengepolitiske rente på det nuværende lave niveau i resten af 2015. I 2016 og 2017 forventes kun beskedne stigninger begyndende i efteråret 2016. På den baggrund forventes den pengepolitiske rente i euroområdet at være henholdsvis 0,05, 0,25 og 0,60 pct. ultimo året i 2015-17.

### Kapitalmarkederne

### Yderligere fald i dansk og tysk statsobligationsrente ...

Renterne på danske og tyske tiårige statsobligationer har været støt faldende siden efteråret 2013, hvilket skal ses i sammenhæng med den lempelige pengepolitik og den afdæmpede inflationsudvikling i såvel Danmark som euroområdet. I forbindelse med presset på kronen i årets første måneder og udstedelsesstoppet for danske statsobligationer faldt den danske statsobligationsrente lidt under den tyske og nåede en bund på 0,1 pct. medio februar. I de efterfølgende måneder steg den danske statsobligationsrente en anelse. Efter en pludselig stigning lå såvel den danske som den tyske tiårige statsobligationsrente på ca. 0,5 pct. primo maj, jf. figur I.22. Trods den seneste stigning er der tale om exceptionelt lave niveauer for statsobligationsrenterne, der ikke er set før i nyere tid.

Figur I.22 Tiårige statsobligationsrenter



Anm.: Seneste observation er primo maj 2015.

Kilde: Macrobond.

**... og kun udsigt til moderate stigninger i år og næste år**

Med udsigten til meget lave pengepolitiske renter i en rum tid og de ekstraordinære statsobligationsopkøb fra ECB's side forventes kun moderate stigninger i statsobligationsrenterne de kommende år. Den tyske statsobligationsrente skønnes at nå et årsniveau på knap ½ pct. i år stigende til ca. ¾ pct. og godt 1½ pct. i 2016 og 2017. Den danske statsobligationsrente ventes at stige en anelse mere end den tyske igennem 2015, men at nå samme årsgennemsnit grundet det lavere niveau i begyndelsen af året. I 2016 og 2017 skønnes den danske statsobligationsrente at stige til en anelse over det tyske niveau, jf. tabel I.3.

**Betragteligt fald i den lange realkreditrente**

Den lave inflation og den lempelige pengepolitik har også bidraget til et yderligere fald i de danske realkreditrenter. Den korte realkreditrente blev negativ i februar efter at have svinget omkring et niveau på knap 0,25 pct. siden sommeren 2012. Den 30-årige obligationsrente er faldet støt siden efteråret 2013 og faldt brat i årets første måneder. Det kraftige fald i den 30-årige realkreditrente i begyndelsen af året skal ses i sammenhæng med, at ECB i sit nye opkøbsprogram valgte at inkludere værdipapirer med en løbetid på op til 30 år. Det havde investorerne tilsyneladende ikke forventet, da det førte til et større fald i renterne på værdipapirer med lange løbetider. Den 30-årige realkreditrente er steget en anelse de seneste måneder og lå primo maj på 2,3 pct., jf. figur I.23.

Tabel I.3 Hovedtræk af renteprognosen

	2014	2015	2016	2017
	----- Årsgennemsnit -----			
ECB	0,2	0,1	0,2	0,5
Dansk statsobligation	1,2	0,4	0,9	1,7
Tysk statsobligation	1,2	0,4	0,8	1,5
Dansk realkreditobligation	3,1	2,2	2,7	3,2
	----- Ultimo året -----			
ECB	0,1	0,1	0,3	0,6

Anm.: Statsobligationsrenterne er på tiårige statsobligationer. Realkreditrenten er på 30-årige realkreditobligationer. For ECB vises udlånsrenten ved de primære markedsoperationer (*Main Refinancing Operations*).

Kilde: Macrobond og egne skøn.

Figur I.23 Realkreditobligationsrenter



Anm.: Den korte realkreditrente er en sammenvæjning af renter på realkreditobligationer med en løbetid på mellem et og to år. Seneste observation er ultimo april 2015.

Kilde: Realkreditrådet.

### Behersket stigning i realkreditrenten i 2015-17

Den 30-årige realkreditrente forventes ligesom statsobligationsrenterne kun at stige moderat de kommende år. En beskeden stigning i resten af året skønnes at resultere i et årgennemsnit på ca.  $2\frac{1}{4}$  pct. i år, mens beherskede rentestigninger i 2016-17 forventes at resultere i årgennemsnit på godt  $2\frac{1}{2}$  i 2016 og ca.  $3\frac{1}{4}$  pct. i 2017.

### Kraftigt stigende aktiekurser

Rentefaldet har sammen med en gradvis bedring af de realøkonomiske udsigter bidraget til en kraftig stigning i de danske aktiekurser. OMXC20-indekset, der består af de 20 mest omsatte aktier på Københavns Fondsbørs, er således tæt ved tredoblet siden efteråret 2011, jf. figur I.24. Indekset steg brat i januar og februar, hvor ECB annoncerede sit nye opkøbsprogram.

Figur I.24 Danske aktier



Anm.: Det viste aktieindeks er OMXC20, der er et indeks over de 20 mest omsatte aktier på Københavns Fondsbørs. Indekset er præget af udviklingen i enkelte aktier, der vægter tungt i indekset. Seneste observation er primo maj 2015.

Kilde: Macrobond.

### Udlånsrenter og kreditgivning

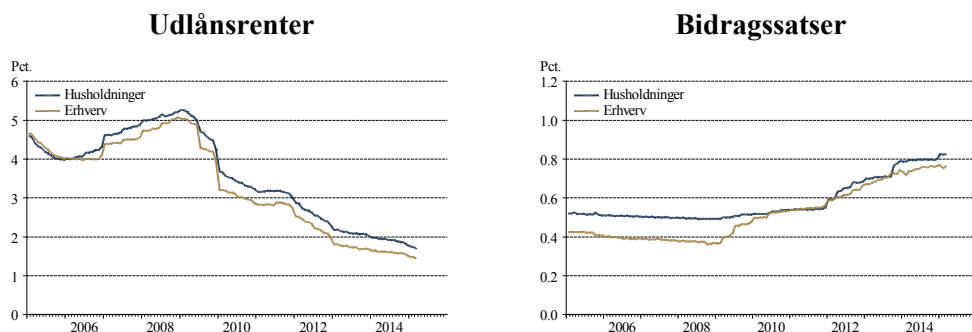
#### Fald i renten på realkreditlån ...

Realkreditinstitutternes udlånsrenter eksklusive bidragssatser er faldet betragteligt de senere år i forbindelse med faldet i obligationsrenterne. For husholdninger lå udlånsrenten i april på knap 2 pct. og for erhverv lå den på ca. 1,5 pct., jf. figur I.25. Faldet i udlånsrenterne har bidraget til et betydeligt fald i låneomkostningerne for realkreditinstitutternes låntagere.

#### ... og stigning i bidragssatsen

Faldet i låneomkostningerne er i et vist omfang modvirket af en stigning i realkreditinstitutternes bidragssatser. Den gennemsnitlige bidragssats på lån til såvel husholdninger som erhverv er steget fra ca. 0,5 pct. i begyndelsen af 2010 til godt 0,8 pct. i begyndelsen af 2015.

Figur I.25 Realkreditinstitutternes udlånsrenter og bidragssatser



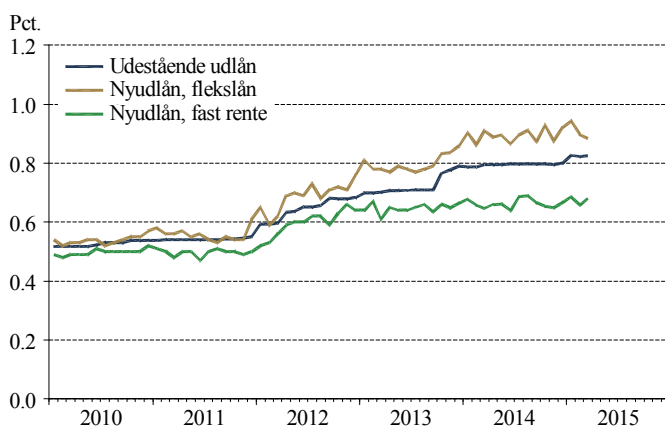
Anm.: Figurene viser udlånsrenter og bidragssatser for realkreditinstitutternes indenlandske udlån. Udlånsrenterne er eksklusive bidragssatser. Seneste observation er marts 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

### Øget differentiering af bidragssatser

Realkreditinstitutterne har siden 2012 i betragtelig grad forøget differentieringen af bidragssatserne efter lånetype overfor husholdningerne. Bidragssatserne på nyudstedte flekslån er nu knap 40 pct. højere end bidragssatserne på nyudstedte lån med fast rente, jf. figur I.26. Differentieringen af bidragssatserne bidrager til, at flere låntagere vælger lån med længere rentebinding.

Figur I.26 Bidragssatser for husholdninger



Anm.: Seneste observation er marts 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.



### Fald i pengeinstitutternes udlånsrenter til erhverv ...

Pengeinstitutterne har reduceret såvel udlånsrenten som rentemarginalen overfor erhvervskunder siden begyndelsen af 2012, jf. figur I.27. Finanstilsynet foretog en undersøgelse af nybevildgede lån i 4. kvartal 2014, der tyder på, at pengeinstitutternes konkurrence om erhvervskunderne er skærpet. Det harmonerer med Nationalbankens udlånsundersøgelse, hvor pengeinstitutterne rapporterer, at de har sænket priserne for erhvervskunder med henvisning til konkurrencesituationen. Pengeinstitutternes udlånsrente og rentemarginal overfor husholdningerne har været omtrent uændrede de senere år.

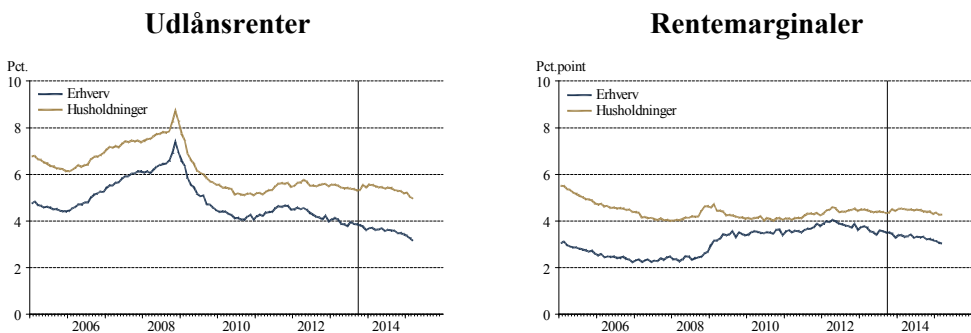
### ... og svag stigning i udlånet

Pengeinstitutternes udlån til erhverv har været kraftigt faldende i årene efter 2008. Faldet ophørte i sommeren 2014, og i de senere måneder kan der spores en svagt stigende tendens. Det kan afspejle, at udlånsrenten overfor erhverv er faldet som følge af hårdere konkurrence mellem pengeinstitutterne om erhvervskunderne. Realkreditinstitutternes udlån til erhverv har været omtrent uændret de seneste måneder. Det samme gælder udlånet til husholdninger fra både penge- og realkreditinstitutterne, figur I.28.

### Omtrent uændret kreditgivning til erhverv

Den samlede kreditgivning til erhverv var omtrent uændret fra andet til fjerde kvartal 2014. Samlet set har der dog været en svagt aftagende tendens i den samlede kreditgivning til erhverv de seneste to år, jf. figur I.29.

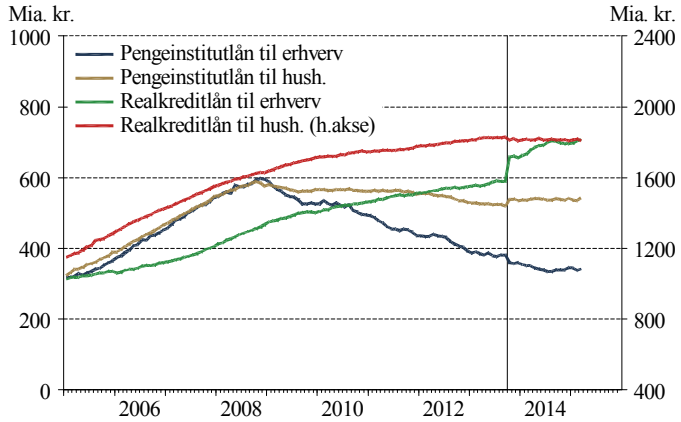
Figur I.27 Pengeinstitutternes udlånsrenter og rentemarginaler



Anm.: Figureerne viser udlånsrenter og rentemarginaler for pengeinstitutternes indenlandske udlån. Rentemarginalen er forskellen mellem de gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter. Seneste observation er marts 2015. De lodrette streger angiver databrud.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

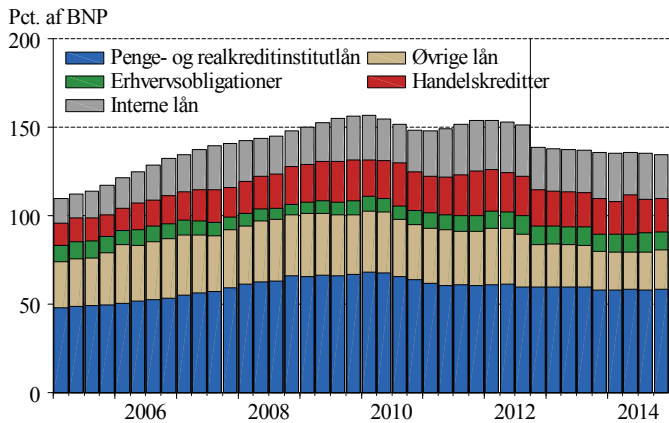
Figur I.28 Udlån fra penge- og realkreditinstitutter



Anm.: Figuren viser institutternes indenlandske udlån. Udlånsserierne er sæsonkorrigerede. Seneste observation er marts 2015. Den lodrette streg angiver databrud.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Figur I.29 Samlet kreditgivning til erhverv



Anm.: Figurens søjler summerer til de ikke-finansielle selskabers passiver ekskl. egenkapital opgjort på konsolideret basis. De sektorinterne lån er lån mellem ikke-finansielle virksomheder. Lån mellem virksomheder indenfor samme koncern indgår heri. Øvrige lån er primært lån fra udlandet. Seneste observation er fjerde kvartal 2014. Den lodrette streg angiver databrud.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

## Finansiel stabilitet

### Fald i solvensen men fortsat kapital-overdækning

Pengeinstitutternes gennemsnitlige solvensprocent faldt fra 19,9 pct. til 18,2 pct. fra primo til medio 2014. Faldet skyldtes, at den gennemsnitlige kernekapitalprocent faldt fra 17,3 til 15,6 pct. Samlet set har pengeinstitutterne dog fortsat relativt høje solvensprocenter. Pengeinstitutterne har desuden øget egenkapitalprocenten mærkbart siden 2008. For realkreditinstitutterne har såvel solvens- som kernekapitalprocenten svinget omkring et niveau på 22 pct. de senere år, og egenkapitalprocenten har ligget stabilt omkring 4,5 pct. jf. figur I.30.<sup>2</sup>

### Institutterne klarede EU's stresstest ...

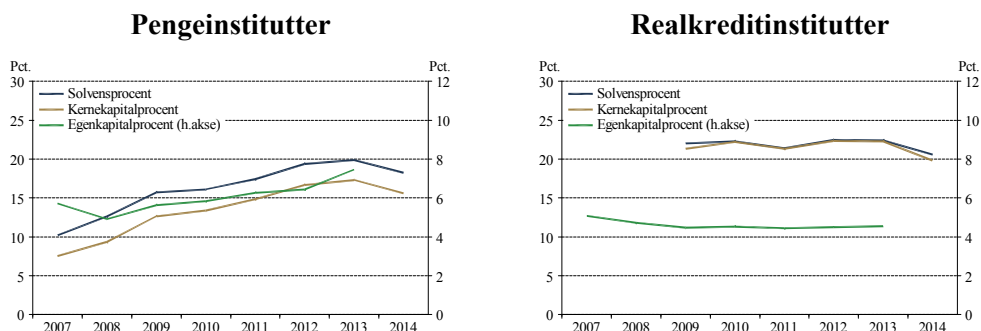
De fem danske systemiske institutter deltog i EU's stresstest i efteråret 2014.<sup>3</sup> Stresstesten blev afholdt som optakt til, at eurolandenes fælles finanstilsyn trådte i kraft i november 2014. Det fælles finanstilsyn er en del af bankunionen, der er behandlet i kapitel III. I Danmark foretog Finanstilsynet en kvalitetskontrol (*Asset Quality Review*, AQR) af de danske institutters aktiver og udarbejdede korrigerede regnskaber til brug for den efterfølgende stresstest. Kvalitetskontrollen førte kun til beskedne justeringer af regnskaberne, og de danske institutter klarede stresstesten med betydelig afstand til minimumskravene.

### ... og Nationalbankens ditto

I Nationalbankens rutinemæssige stresstest fra efteråret 2014 klarede de systemiske institutter sig gennem det hårdeste stressscenarie uden behov for kapitaltilførsel. I stresstesten indgår også ikke-systemiske institutter, og enkelte af disse havde behov for kapitaltilførsel i det hårde stressscenarie. Nationalbanken vurderer, at størrelsen og fordelingen af behovet for kapitaltilførsel er af en sådan karakter, at der ikke er tale om en trussel mod den finansielle stabilitet. Nationalbankens stresstest understøtter således, at den danske kreditinstitutsektor samlet set er velkapitaliseret, og at eventuelle solvensproblemer er små og isolerede til enkelte institutter.

- 2) Solvensprocenten er kapitalgrundlaget i pct. af den samlede risikoeksponering. Kernekapitalprocenten er kernekapitalen, der består af egentlig kernekapital (aktiekapital og lignende) og hybrid kernekapital, i pct. af den samlede risikoeksponering. Egenkapitalprocenten er egenkapitalen i pct. af de uvægtede aktiver.
- 3) SIFI'erne er Danske Bank, Nordea Bank Danmark, Jyske Bank, Nykredit Realkredit og Sydbank. Nordea Bank Danmark indgik i EU's stresstest som en del af den svenske moderkoncern.

Figur I.30 Solvens-, kerne- og egenkapitalprocent

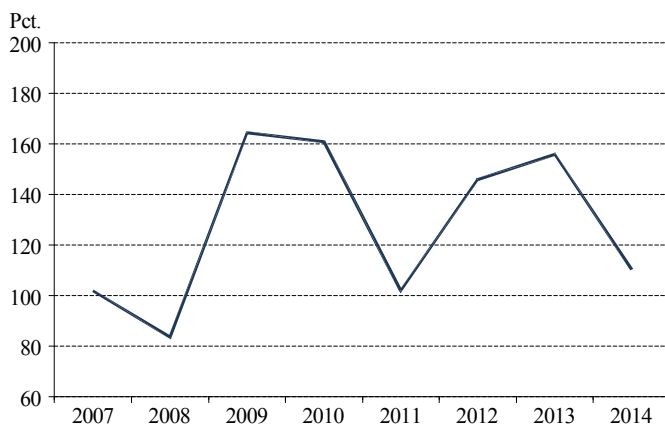


Anm.: Tallene er ultimo året undtagen 2014, der er medio året.  
 Kilde: Finanstilsynet.

**Fald i likviditets-  
 overdækning,  
 men fortsat  
 afstand til  
 minimumskrav**

Pengeinstitutternes likviditetsoverdækning, som udtrykker institutternes likviditet udover lovens minimumskrav, faldt fra knap 160 pct. til godt 110 pct. fra ultimo 2013 til medio 2014, jf. figur I.31. Likviditeten ligger dog fortsat i betragtelig afstand fra lovens minimumskrav og behørigt over pejlemærket på 50 pct. i Finanstilsynets tilsynsdiamant for pengeinstitutter.

Figur I.31 Likviditetsoverdækning



Anm.: Likviditetsoverdækningen er den overskydende likviditet efter opfyldelse af lovens minimumskrav udtrykt i pct. af lovens minimumskrav. Tallene er ultimo året undtagen 2014, der er medio året.  
 Kilde: Finanstilsynet.

### LCR-krav implementeres i efteråret 2015

Begyndende i efteråret 2015 skal danske kreditinstitutter overholde det såkaldte LCR-krav (*Liquidity Coverage Ratio*), der er indført i EU-lovgivningen som udløber af Basel III-anbefalingerne. Ifølge LCR-kravet skal institutterne holde en buffer med højlikvide aktiver, som kan opfylde likviditetsbehovet i en 30 dages stressperiode. Nationalbanken vurderer, at de systemiske kreditinstitutter allerede opfylder LCR-kravet eller vil kunne nå at foretage de nødvendige tilpasninger inden implementeringen i efteråret. Blandt de ikke-systemiske institutter vil enkelte skulle foretage porteføljeomlægninger eller erhverve flere likvide aktiver, jf. *Finansiel Stabilitet*, 2. halvår 2014.

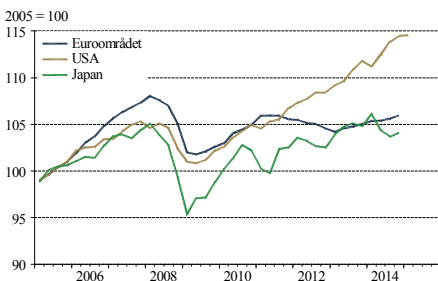
## I.4 International økonomi

### Fremgang i verdensøkonomien i 2014

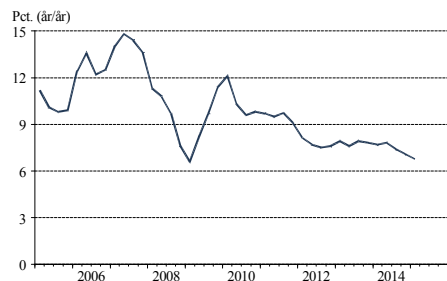
Der var fremgang i verdensøkonomien i 2014. Såvel globalt BNP som verdenshandlen steg ca. 3,3 pct., hvilket er omtrent på niveau med væksten de seneste år. I euroområdet var der fremgang i BNP gennem både 2013 og 2014 efter tilbagegang i såvel 2011 som 2012. Væksten er fortsat afdæmpet, men der er sket en vending i euroområdets økonomi. I USA var der fortsat fremgang i 2014, mens væksten i Kina udviste aftagende tendens, og der var omtrent nulvækst i Japan, jf. figur I.32.

Figur I.32 BNP

#### USA, euroområdet og Japan (BNP)



#### Kina (BNP-vækst)



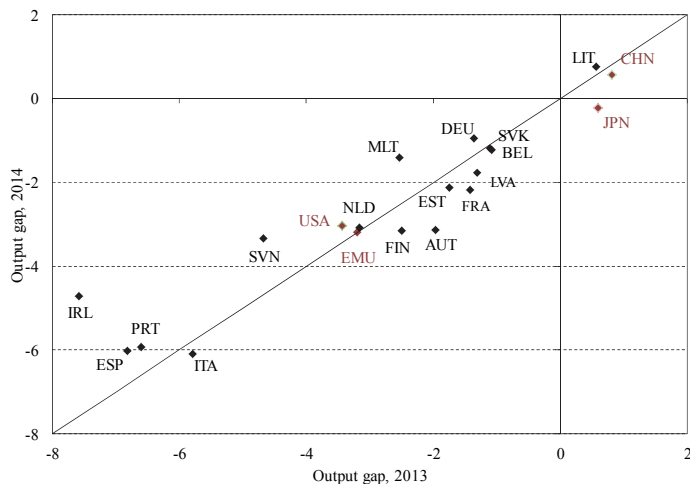
Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2014 for euroområdet og Japan og 1. kvartal 2015 for USA og Kina.

Kilde: Macrobond.

**Forskellige konjunktursituationer i landene**

Bag fremgangen i den globale økonomi ligger en betydelig variation i konjunkturbilledet mellem de store lande. USA og euroområdet var i såvel 2013 som 2014 i lavkonjunktur med et negativt output gap i omegnen af 3 pct. I USA var den faktiske vækst i 2014 knap 0,5 pct.point højere end den strukturelle, og konjunktursituationen blev dermed forbedret med en indsnævring af output gap, jf. figur I.33. I euroområdet var væksten i 2014 kun tilstrækkelig til at stabilisere output gap. Langt de fleste eurolande var i 2014 fortsat i lavkonjunktur, men graden varierede betydeligt på tværs af landene. I Spanien og Irland, hvor der fortsat er et stort negativt output gap, blev konjunktursituationen forbedret fra 2013 til 2014 med en vækst over strukturelt niveau. Det omvendte gjorde sig gældende i Frankrig, hvor output gap blev udvidet en smule. I Japan og Kina blev output gap indsnævret fra et positivt niveau i 2013, således at Japan i 2014 var i en omtrent neutral konjunktursituation med BNP på strukturelt niveau, mens den kinesiske højkonjunktur blev dæmpet.

Figur I.33 Output gap



Anm.: Store økonomier er vist med rød, og eurolande er vist med sort. Grækenland er udeladt af figuren, men havde et output gap på -14 pct. i 2013 og -13 pct. i 2014. Lande, der ligger over 45-graderslinjen, havde i 2014 en vækst, der lå over strukturelt niveau. Dette betyder, at output gap blev indsnævret for lande med negativt output gap, men udvidet for lande med positivt output gap.

Kilde: Macrobond, OECD, *Economic Outlook 96*, og egne beregninger.

**Vækst-  
afdæmpning  
i Kina**

Højvækstøkonomierne i Asien har gennem en årrække stået for en betydelig del af fremgangen i globalt BNP, og alene den kinesiske vækst på 7,5 pct. i 2014 bidrog med omtrent en tredjedel af fremgangen i globalt BNP. Den kinesiske vækst har dog udvist aftagende tendens de seneste år, og væksten i 2014 blev den laveste i mere end to årtier. Vækstafdæmpningen fortsatte i første kvartal 2015, hvor BNP steg 6,8 pct. i forhold til første kvartal 2014. Den aftagende vækst skal ses i lyset af, at den strukturelle vækst er aftagende. Det er forventeligt i en situation, hvor der allerede er gennemført betydelige forbedringer af de økonomiske strukturer, og yderligere markante forbedringer derfor er vanskelige at gennemføre. Trods udsigt til lavere kinesisk vækst fremadrettet ventes kinesisk økonomi fortsat at bidrage væsentligt til fremgangen i globalt BNP.

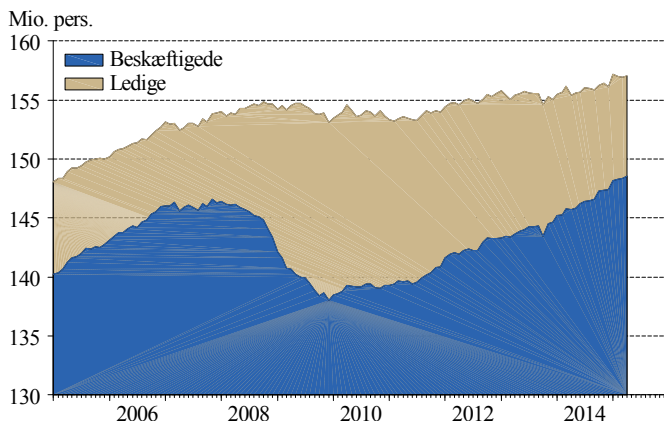
**Fortsat  
genopretning  
i USA ...**

I USA har genopretningen efter krisen stået på i en årrække, og de seneste fem år er amerikansk økonomi i gennemsnit vokset 2,2 pct. om året. I 2014 voksede amerikansk økonomi 2,4 pct., hvilket bidrog med knap 0,5 pct.point til fremgangen i globalt BNP. Den relativt høje vækst de seneste år har dog ikke været nok til at bringe økonomien tilbage på det af OECD skønnede strukturelle niveau, og det amerikanske output gap var i 2014 fortsat negativt med ca. 3 pct. af BNP.

**... med betydeligt  
ledighedsfald**

Trods den langsomme lukning af output gap er det amerikanske arbejdsmarked bedret de senere år, jf. figur I.34. Ledigheden er faldet betydeligt siden 2009, og ledighedsraten ligger tæt på det skønnede strukturelle niveau på ca. 5 pct. De ledige ressourcer i amerikansk økonomi skyldes dermed i høj grad, at arbejdsstyrken ligger under strukturelt niveau. Den gradvise bedring af arbejdsmarkedet er formentlig medvirkende til, at lønstigningerne gennem det seneste år er begyndt at tiltage fra et lavt niveau.

Figur I.34 Beskæftigelse og ledighed i USA



Anm.: Seneste observation er april 2015.

Kilde: Macrobond.

### Omtrent uændret output gap i euroområdet ...

I euroområdet har der været svag fremgang i BNP gennem 2013 og 2014 efter to års tilbagegang i forbindelse med den europæiske statsgældskrise. Væksten i 2014 var positiv med 0,9 pct., hvilket var tilstrækkeligt til at stabilisere output gap på godt -3 pct. Den afdæmpede fremgang dækker over, at der fortsat er betydelige konjunkturforskellemellem eurolandene, jf. afsnittet om euroområdet nedenfor.

### ... og fortsatte risici for væksten

Trods bedringen er økonomien i euroområdet fortsat skrøbelig, og produktionen skønnes at komme til at ligge under det strukturelle niveau i en længere periode. Samtidig er situationen omkring den græske gældssituation fortsat uafklaret, og risikoen for, at Grækenland udtræder af euroen i løbet af 2015, er steget betydeligt siden efteråret. En græsk udtræden af euroen vil formentlig ikke have de store direkte makroøkonomiske konsekvenser for resten af euroområdet. Der er dog en vis sandsynlighed for, at signalet om, at det er muligt at udtræde af eurosamarbejdet, kan give fornyet politisk og finansiel ustabilitet i særligt de øvrige sydeuropæiske lande, hvilket kan påvirke det begyndende opsving i euroområdet. Konflikten mellem Ukraine og Rusland, der har stået på siden starten af 2014, udgør ligeledes fortsat en usikkerhedsfaktor for udviklingen i euroområdet.



**Forstærket fremgang i euroområdet det mest sandsynlige**

Trods de nævnte risikofaktorer peger vendingen fra tilbagegang til svag fremgang i euroområdet i retning af, at fortsat og forstærket fremgang er det mest sandsynlige scenarie. Væksten i euroområdet understøttes de kommende år af, at olieprisen er faldet markant siden sommeren 2014, at konkurrenceevnen er forbedret gennem en svækkelse af den effektive eurokurs, at pengepolitikken er ekstremt lempelig, og at finanspolitikken fra 2015 ikke længere ventes at virke vækstdæmpende.

**Olieprisfald gavner privat efterspørgsel, ...**

Olieprisen er faldet betydeligt siden sommeren 2014 og lå i starten af maj godt 40 pct. under niveauet fra juni 2014, jf. figur I.35. Den lavere oliepris dæmper direkte det generelle prisniveau og øger derfor alt andet lige forbrugernes realindkomster. Herudover sænkes produktionsomkostningerne i særligt de energiintensive brancher. Det giver en konkurrencefordel til lande med energiintensiv produktion og til lande, der i udgangspunktet ikke er så energieffektive. Samtidig dæmper de lavere omkostninger varepriserne til yderligere gavn for forbrugerne. Den faldende oliepris giver dermed en betydelig global vækststimulans gennem øget privat efterspørgsel.

**... men effekten vil variere på tværs af lande**

Aktivitetseffekten af olieprisfaldet vil variere betydeligt på tværs af lande og afhænger især af, om landet er olieimportør eller -eksportør. Omfordelingen af indkomst fra olieeksportører til olieimportører gavner alt andet lige den globale efterspørgsel, eftersom olieimportører i gennemsnit har større forbrugstilbøjelighed. IMF vurderer, at faldet i olieprisen siden sommeren 2014 kan stimulere globalt BNP med op mod 0,5-1 pct. af globalt BNP i 2016.<sup>4</sup> Andre studier peger på BNP-effekter af et permanent, udbudsrevet olieprisfald på 10 pct. på i omegnen af 0,1-0,4 pct. for USA og 0,1-0,2 pct. for euroområdet.<sup>5</sup> Løst anslået kan der der-

4) IMF (2015): "Uneven Growth: Short- and Long-Term Factors", *World Economic Outlook*, Chapter 1, April 2015.

5) Cashin, P. mfl. (2014): "The differential effects of oil demand and supply shocks on the global economy", *Energy Economics*, vol 44, no.1, Herve, K. mfl. (2010): "The OECD's new global model", *Economic Modelling*, vol 28 og Peersma, G. mfl. (2012): "Cross-country differences in the effects of oil shocks", *Energy Economics*, vol. 34, no.5.

med opstå positive aktivitetseffekter af det indtrufne fald i olieprisen i størrelsesordenen på  $\frac{1}{2}$ - $1\frac{1}{2}$  pct. for USA og  $\frac{1}{2}$ - $\frac{3}{4}$  pct. for euroområdet i 2015. De angivne effekter vurderes at være overkantsskøn, idet det i studierne antages, at faldet er permanent og udelukkende udbudsdrevet. I den aktuelle situation, hvor også efterspørgselseffekter har medvirket til olieprisfaldet, og hvor olieprisen ventes gradvist at stige de kommende år, må gennemslaget på aktiviteten af olieprisfaldet ventes at være mindre. I euroområdet vil aktivitetseffekten desuden mindskes af, at olieprisfaldet målt i euro er mindre end målt i dollar som følge af, at euroen er svækket overfor dollaren.

Figur I.35 Oliepris



Anm.: Prisen er på Brent-olie. Seneste observation er primo maj 2015.  
Kilde: Macrobond.

### Valutakurs- udvikling til gavn for euroområdet

I USA opvejes de gavnlige aktivitetseffekter af olieprisfaldet delvist af, at dollaren er styrket overfor de øvrige hovedvalutaer siden sommeren 2014. I forhold til marts 2014 var den effektive dollarkurs i marts 2015 styrket næsten 20 pct. Dette svækker den amerikanske konkurrenceevne og ventes at tage toppen af amerikansk vækst i 2015. Mens valutakursudviklingen forværrer konjunkturudsigterne i USA, vil den forbedre de europæiske vækstudsigter det kommende år. Euroen var i marts 2015 svækket ca. 15 pct. i forhold til

marts 2014 i forhold til samhandelspartnernes valutaer. Beregninger fra Kommissionen tyder på, at denne konkurrenceevneforbedring kan yde et vækstbidrag i euroområdet med op mod  $\frac{3}{4}$  pct.point i 2015.<sup>6</sup> Beregningen bygger blandt andet på, at svækkelsen af den effektive eurokurs er permanent og skal derfor tolkes med en vis forsigtighed.

**Vækst  
understøttes af  
lave renter i såvel  
euroområdet ...**

De pengepolitiske renter i såvel euroområdet som USA er fortsat lave og understøtter den samlede efterspørgsel. I euroområdet er pengepolitikken lempet betydeligt siden efteråret med annonceringen af ECB's nye opkøbsprogram for statsobligationer. Opkøbsprogrammet ventes at sænke de længere realrenter og stimulere efterspørgslen yderligere, jf. afsnittet om europæisk pengepolitik nedenfor.

**... som USA**

Den amerikanske centralbank (FED) afsluttede de ekstraordinære opkøb af stats- og realkreditobligationer (*Quantitative Easing 3*, QE3) i oktober sidste år, og den ledende pengepolitiske rente har siden 2009 været fastholdt på 0-0,25 pct. Den betydelige bedring af det amerikanske arbejdsmarked taler for, at normaliseringen af de pengepolitiske renter snart påbegyndes. Imidlertid har den amerikanske inflation gennem længere tid ligget under FED's målsætning om en inflation på 2 pct. Som følge af den fortsat afdæmpede inflation og den seneste tids styrkelse af dollaren ventes FED først at påbegynde normaliseringen af de pengepolitiske renter i løbet af efteråret.

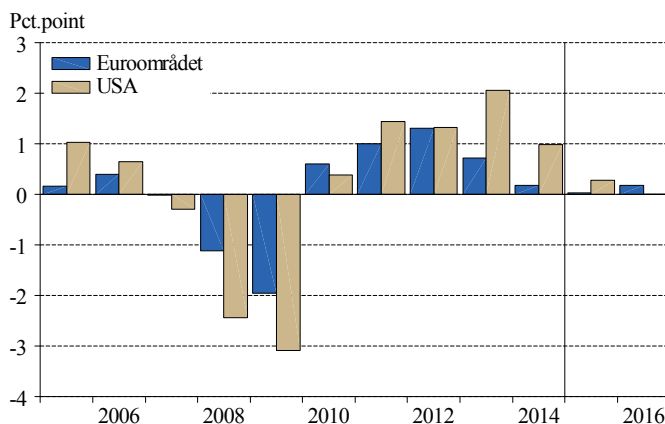
**Finanspolitik  
omtrent neutral  
i 2015 og 2016**

Finanspolitikken i såvel euroområdet som USA er, målt ved ændringen i den strukturelle primære saldo, strammet betydeligt de seneste år, og finanspolitikken har dermed påvirket BNP-væksten negativt de senere år. I OECD's prognose fra november 2014 er vurderingen, at finanspolitikken i 2015 og 2016 vil være omtrent neutral for væksten i såvel euroområdet som USA, jf. figur I.36. Finanspolitiske opstramninger virker typisk med en vis forsinkelse, og de seneste års opstramninger vil således fortsat dæmpe fremgangen i 2015. Udsigten til omtrent neutral finanspolitik de kommende år trækker dog i retning af, at de positive impulser

6) Europa-Kommissionen (2015): *European Economic Forecast, Winter 2015*.

fra den private efterspørgsel i højere grad end tidligere giver sig udslag i stigende BNP-vækst.

Figur I.36 Ændring i strukturel primær saldo



Anm.: Figuren viser ændringen i den strukturelle primære offentlige saldo i pct. af strukturel BNP de enkelte år. Ændringen i den strukturelle primære saldo bruges ofte som indikator for størrelsen af den diskretionære ændring af finanspolitikken. Der kan være betydelige afvigelser mellem OECD's beregning af strukturel primær saldo og eurolandenes egne opgørelser i stabilitetsprogrammerne. Her er anvendt OECD's opgørelse.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 96*.

### Udsigt til gradvis lukning af output gap i USA og euroområdet

Samlet set er der en række faktorer, som ventes at trække væksten i euroområdet op de kommende år. Samtidig er den økonomiske situation dog fortsat svag i flere af eurolandene, og ledigheden ligger på et højt niveau. Der vurderes samlet set at være udsigt til vækst over strukturelt niveau i euroområdet de kommende år. Vurderingen er på linje med de seneste prognoser fra Kommissionen og IMF. I USA ventes den gradvise lukning af output gap at fortsætte i 2015 og 2016, mens den kinesiske vækst ventes at aftage gradvist over de kommende år. Den internationale prognose er præsenteret i boks I.5.

*Boks I.5 Den internationale prognose*

Denne boks præsenterer hovedtræk af den internationale prognose samt vigtige forudsætninger bag denne. Yderligere information kan findes i *Bilag til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, forår 2015*, der ligger på De Økonomiske Råds hjemmeside.

*Pengepolitiske forudsætninger*

Prognosen bygger på en forventning om, at den europæiske centralbank (ECB) vil fastholde den meget lempelige pengepolitik frem til 2. halvår 2016. Det forudsættes således, at den pengepolitiske rente fastholdes uændret, og at det annoncerede opkøbsprogram gennemføres. Ved udgangen af 2016 ventes den pengepolitiske rente at være hævet fra det nuværende niveau på 0,05 til 0,25 pct. Den amerikanske centralbank (FED) ventes at påbegynde normaliseringen af den pengepolitiske rente i efteråret 2015. Renten skønnes at stige fra det nuværende niveau på 0,25 pct. til 0,5 pct. ved udgangen af 2015 og 2,0 pct. ved udgangen af 2016.

*Finanspolitiske forudsætninger*

I prognosen forudsættes finanspolitikken at være tæt ved neutral for væksten i såvel euroområdet som USA de kommende år. OECD skønner, at den strukturelle primære saldo i USA vil blive forbedret med ca. 0,3 pct. af BNP i 2015 og være omtrent uændret i 2016. For euroområdet skønner OECD en omtrent uændret primær strukturel saldo i 2015 og en forbedring på ca. 0,2 pct. i 2016.

*Øvrige forudsætninger*

I prognosen forudsættes olieprisen at stige over de kommende år. Olieprisen ventes at nå et årsniveau på 64 dollar pr. tønde i 2015 og hhv. 75 og 82 dollar pr. tønde i 2016 og 2017. Valutakurser holdes konstante på niveauet fra april 2015.

*Tabel A Hovedtræk af den internationale prognose*

		2014	2015	2016	2020 <sup>a)</sup>
Euroområdet	BNP-vækst	0,9	1,5	2,0	2,1
	Output gap	-3,2	-2,8	-2,0	0,0
USA	BNP-vækst	2,4	3,1	3,3	2,8
	Output gap	-3,0	-2,1	-1,0	0,0
Aftagerlande	BNP-vækst	2,0	2,2	2,5	2,6
	Output gap	-1,8	-1,6	-1,2	0,0

a) "2020-søjlen" angiver den gennemsnitlige årlige vækst fra 2016 til 2020 for BNP og niveauet i 2020 for output gap.

Anm.: Aftagerlande er en sammenvæjning af BNP-vækst i 35 aftagerlande med industrieksportvægte.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

## **Euroområdet**

### **Beskeden fremgang i euroområdet i 2014**

BNP i euroområdet steg 0,9 pct. i 2014, hvilket er omtrent på niveau med den skønnede strukturelle vækst. Der har nu været positiv vækst i euroområdet i syv kvartaler i træk, men væksten er fortsat beskeden og er ikke taget afgørende til i styrke, jf. figur I.37. Stabiliseringen af output gap i 2014 er et tegn på en begyndende genopretning af økonomien i euroområdet, men et opsving med vækst betragteligt over strukturelt niveau er endnu ikke indtrådt. Det ventes dog at komme i gang i løbet af 2015.<sup>7</sup>

### **Bedring i flere lande, ...**

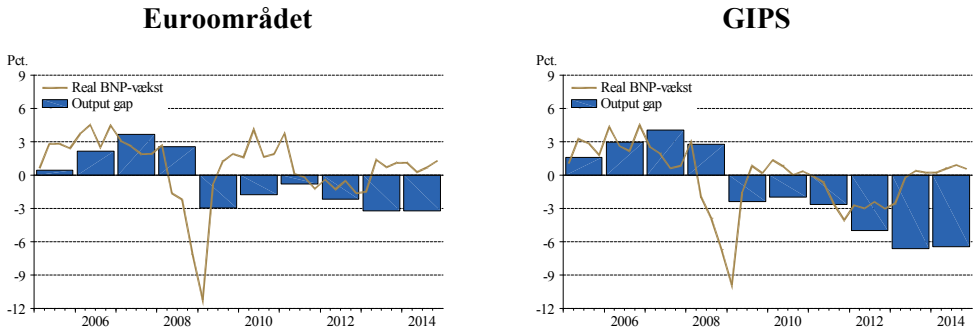
Selvom væksten fortsat er lav, er der tegn på bedring af økonomien i euroområdet. Efter en årrække med en vækst under det strukturelle niveau i de fleste lande er udviklingen i 2014 i en række lande vendt til det bedre med en indsnævring af output gap fra 2013 til 2014. Denne tendens gør sig særligt gældende for en række af de hårdest ramte sydeuropæiske lande, jf. figur I.37. I Tyskland ser udviklingen mere robust ud med betydelig fremgang i særligt andet halvår 2014 og bedring af en lang række indikatorer.

### **... herunder flere af de hårdest ramte**

I de sydeuropæiske lande, som blev hårdt ramt af såvel den finansielle krise som den efterfølgende statsgældskrise, er produktionen fortsat under det strukturelle niveau. Der er dog tegn på begyndende genopretning i flere af disse økonomier, og efter en årrække med negativ vækst var der i 2014 fremgang i Spanien, Portugal og Grækenland. Fremgangen i Spanien fortsatte i første kvartal 2015 med en vækstrate på 0,9 pct. (k/k), hvilket er den højeste kvartalsvækst siden 2007.

7) Efter redaktionens deadline er der offentliggjort foreløbige BNP-tal for 1. kvartal i euroområdet. Opgørelsen viser en vækst på 0,4 pct. (k/k), og er dermed i tråd med nærværende prognose.

Figur I.37 BNP-vækst og output gap



Anm.: Den reale BNP-vækst viser de annualiserede kvartalsvise vækstrater. GIPS er Grækenland, Italien, Portugal og Spanien.

Kilde: Macrobond og OECD, *Economic Outlook 96*.

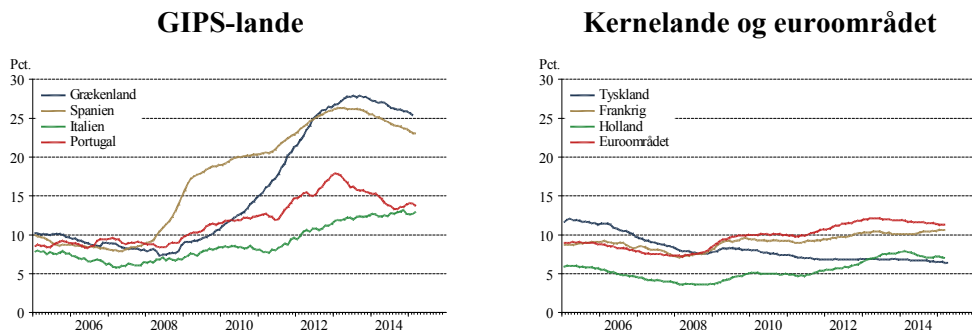
### Svag vækst i Italien og Frankrig i 2014

I Italien var der – modsat de andre sydeuropæiske lande – fortsat tilbagegang i 2014 med en BNP-vækst på -0,4 pct., og output gap lå i 2014 fortsat på ca. -6 pct. Også udviklingen i fransk økonomi er bekymrende. Fransk BNP steg svagt med 0,4 pct. i 2014, hvilket var noget under strukturel vækst, hvorved output gap blev udvidet yderligere. Output gap er således fortsat negativt med ca. 2 pct. Indikatorerne for 2015 er blandede med en stigning i forbrugertillid og detailsalg, men omtrent uændret erhvervstillid og fortsat faldende huspriser. Den svage udvikling i Italien og Frankrig udgør et risikoelement for væksten i euroområdet, da de to lande står for omkring 40 pct. af det samlede BNP.

### Betydelige forskelle på arbejds- markederne

Den forskelligartede konjunktursituation giver sig udslag i store forskelle mellem arbejdsmarkederne i euroområdet. I de sydeuropæiske lande, som blev hårdt ramt af krisen, er der fortsat massiv ledighed på ca. 25 pct. i både Grækenland og Spanien. Den begyndende fremgang i BNP i disse lande afspejles dog også i udviklingen i ledigheden, som er faldet gennem 2013 og 2014, jf. figur I.38. I Frankrig og Italien, hvor BNP-væksten fortsat er svag, udviser arbejdsmarkederne ikke tydelige tegn på bedring, og ledigheden er således fortsat høj i Italien og stigende i Frankrig. I Tyskland, hvor økonomien er omtrent på strukturelt niveau, har ledigheden gennem længere tid udvist faldende tendens og ligger aktuelt på et lavt niveau.

Figur I.38 Ledighed



Anm.: Seneste observation er februar 2015 for Grækenland, april 2015 for Tyskland og marts 2015 for de øvrige lande.

Kilde: Macrobond.

### Fremgang i det private forbrug i 2014 ...

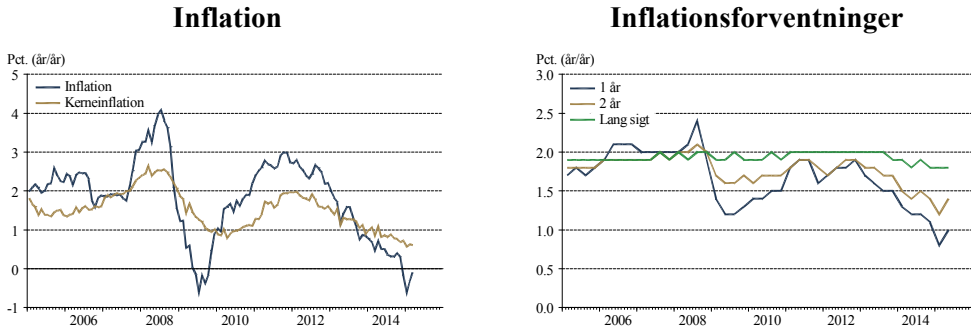
Bedringen af arbejdsmarkedet i de fleste eurolande er formentlig medvirkende til, at det private forbrug i euroområdet var stigende igennem 2014 og bidrog positivt med knap 0,5 pct.point til fremgangen i euroområdets BNP. Det positive vækstbidrag fra den private forbrugsefterspørgsel gælder bredt i euroområdet, og således også i eksempelvis Frankrig og Italien, hvor den samlede vækst fortsat ligger underdrejet.

### ... understøttes af lav inflation

Inflationen i euroområdet har gennem længere tid været aftagende. Igennem 2014 faldt inflationen til et niveau lige under 0,5 pct. i slutningen af året. I begyndelsen af 2015 skete der et yderligere fald i inflationstakten, og inflationen var i både januar, februar og marts negativ med prisfald på op til 0,6 pct. i januar, jf. figur I.39. Den meget lave inflation kan i nogen grad tilskrives effekterne af, at olieprisen er faldet betydeligt siden sommeren 2014, men også kerneinflationen, som er inflationen eksklusive bidrag fra energi og ikke-forarbejdede fødevarer, har været faldende gennem længere tid og ligger på et lavt niveau. Dette afspejler, at konjunktursituationen fortsat er svag i euroområdet. De lave forbrugerprisstigninger i 2014 bidrog til reallønnsfremgang og understøttede dermed forbrugsfremgangen i 2014.



Figur I.39 Inflation og inflationsforventninger i euroområdet



Anm.: Inflationsforventningerne er fra ECB's Survey of Professional Forecasters. Figuren viser forventningerne et, to og fem (lang sigt) år frem i tid. Seneste observation er marts 2015 for inflation og kerneinflation og 2. kvartal 2015 for inflationsforventningerne.

Kilde: Macrobond.

### Risiko for, at faldende inflationsforventninger ...

Den lave inflation indebærer en risiko for den fremadrettede BNP-vækst i det omfang, den omsættes i lave *inflationsforventninger*. Lave inflationsforventninger bidrager til en høj forventet realrente, hvilket svækker forbrugs- og investerings efterspørgslen i euroområdet. Den svagere aktivitetsudvikling giver et yderligere nedadgående pres på løn- og priseniveauet.

### ... fører til langvarig stagnation

I den nuværende situation, hvor de pengepolitiske renter er tæt ved 0 pct., har centralbanken begrænset mulighed for at modvirke den negative efterspørgselseffekt gennem traditionel pengepolitik. Der er således risiko for en selvforstærkende negativ spiral gennem de faldende inflationsforventninger, hvor euroområdet fastholdes i en situation med lav vækst og aftagende inflation i en længere periode. En sådan situation er et eksempel på *langvarig stagnation*, jf. boks I.6.

### Inflationsforventningerne er fortsat stabile

Det ser dog ud til, at inflationsforventningerne i euroområdet på længere sigt er forankret på et niveau tæt på, men i underkanten af 2 pct., jf. figur I.39. Det hjælper til at holde den forventede realrente nede og er med til at afværge risikoen for langvarig stagnation. Herudover er der tegn på fremgang i euroområdet. Hovedscenariet i prognosen er derfor, at BNP-væksten i euroområdet vil ligge over strukturel vækst, således at output gap gradvist lukkes frem mod 2020.

### *Boks I.6 Langvarig stagnation*

Begrebet *langvarig stagnation* (på engelsk: *secular stagnation*) bruges som betegnelse for en situation, hvor den økonomiske vækst gennem en længere årrække er lav. Begrebet blev oprindeligt anvendt efter den store depression i 1930'erne. De seneste år har begrebet været genstand for fornyet interesse og er blandt andet blevet anvendt til at forklare den lavere vækst i USA i årene efter den finansielle krise. Det er dog ikke entydigt, hvad begrebet præcist dækker over. En situation med langvarig stagnation kan nemlig skyldes forhold på såvel økonomiens udbuds- som efterspørgselsside. Efterspørgselssideforklaringen er den, der oftest fremhæves i debatten, jf. Teulings og Baldwin (2014).

#### *Forklaringer på udbudssiden*

De udbudsdrevne årsager til langvarig stagnation kan deles op i to kategorier:

1. Lavere strukturel vækst som følge af lavere befolkningsvækst, mindre potentiale for teknologiske fremskridt eller lavere vækst i uddannelsesniveaue
2. Uændret strukturel vækstrate, men permanent (eller meget langvarigt) fald i det strukturelle BNP-niveau som følge af en krise. Forklaringen er tæt knyttet til teorien om hysteresis, som siger, at den højere ledighed i forbindelse med en lavkonjunktur fører til varigt tab af kvalifikationer hos de ledige. Herudover medfører en krise tab af realkapital, som kun genopbygges langsomt, når aktiviteten vender tilbage. Der går typisk realkapital tabt i forbindelse med en lavkonjunktur som følge af, at en række virksomheder lukker

#### *Forklaring på efterspørgselssiden*

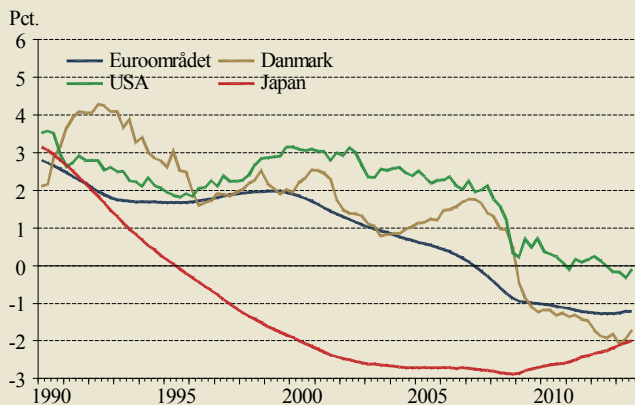
I en lavkonjunktur vil ledigheden være over det strukturelle niveau, hvilket lægger et nedadgående pres på priser og lønninger, fordi lønkravene er moderate. Centralbankerne vil typisk søge at modgå den lavere inflation og den svagere efterspørgsel ved at lempe pengepolitikken. Dette vil under normale omstændigheder sænke realrenten, hvilket bidrager til at stimulere efterspørgslen og dermed til at genoprette konjunktursituationen. Et sammenbrud i denne mekanisme er en mulig forklaring på langvarig stagnation.

En indikation af, hvor ekspansiv en pengepolitik centralbanken skal føre, er den *naturlige realrente*. Den naturlige realrente er den rente, der skal til for at genoprette økonomiens efterspørgsel i et omfang, der sikrer, at beskæftigelsen er på det strukturelle niveau. Ifølge flere studier er denne rente faldet de seneste år, og i flere lande vurderes den endda at være blevet negativ, jf. figur A. Hvis den naturlige realrente er blevet negativ, kan det blive umuligt for centralbankerne at lukke output gap med traditionelle virkemidler.

## Boks I.6 Langvarig stagnation, fortsat

Centralbankerne er grundlæggende begrænset af, at den nominelle rente har en nedre grænse på omkring nul, da aktørerne altid har muligheden for at placere deres formue i kontanter, der giver et nominelt afkast på 0 pct. Når den nominelle rente bliver nul, kan den forventede realrente reelt kun komme ned på et lavt niveau, hvis inflationsforventningerne kommer op på et højt niveau. Det er dog ofte vanskeligt at øge inflationsforventningerne, når efterspørgslen – og dermed typisk også priserne – vokser langsomt eller ligefrem falder. Hvis en afdæmpet inflationsudvikling ligefrem omsætter sig i faldende inflationsforventninger, vil det få den forventede realrente til i stedet at stige, hvorved efterspørgslen vil svækkes yderligere. Denne situation kaldes typisk for en *likviditetsfælde*.

Figur A Naturlig realrente



Anm.: Pedersen (2015) har estimeret den naturlige realrente for Danmark på baggrund af en empirisk model, der bruger variation i BNP, inflation, realrente og effektiv kronekurs til at identificere den naturlige realrente. I papiret henvises til lignende studier for andre lande, og resultaterne fra disse er gengivet i figuren.

Kilde: Pedersen (2015): *The Danish Natural Real Rate of Interest and Secular Stagnation*, Danmarks Nationalbank, Working Paper no. 94, marts 2015.

Kilde: Teulings, C. og R. Baldwin (2014): *Secular Stagnation: Fact, Causes and Cures*, CEPR.

## Pengepolitik i Europa

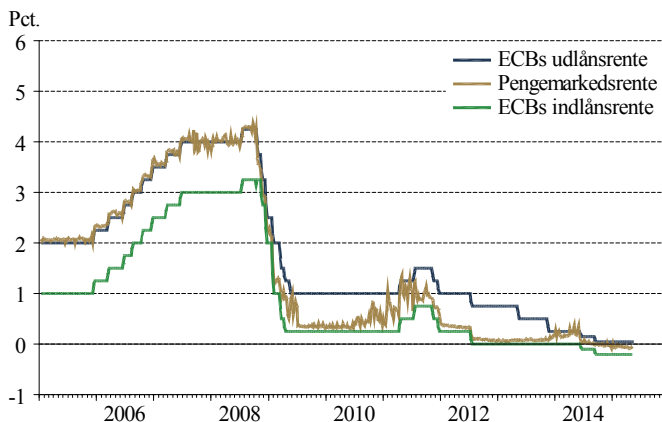
### Begrænsede muligheder for rentesænkninger

ECB har fastholdt de pengepolitiske renter siden efteråret. Udlånsrenten ved de løbende likviditetstildelinger er således 0,05 pct., og indlånsrenten er negativ med 0,2 pct., jf. figur I.40. Euroområdet dag-til-dag pengemarkedsrente har svinget noget, men har generelt været svagt negativ siden efteråret. Der er en nedre grænse for, hvor negative renter kan blive, jf. ovenfor. Der er derfor begrænsede muligheder for at sænke de pengepolitiske renter fra deres nuværende niveauer.

### Nyt opkøbsprogram for statsobligationer

På baggrund af den lave inflation og de aftagende inflationsforventninger i euroområdet annoncerede ECB i januar et nyt opkøbsprogram kaldet PSPP (*Public Sector Purchase Programme*). Opkøbsprogrammet indeholder opkøb af statsobligationer fra eurolandene og i mindre omfang værdipapirer udstedt af europæiske institutioner som f.eks. Den Europæiske Stabilitetsmekanisme (ESM). Det nye opkøbsprogram udgør en markant lempelse af ECB's pengepolitik, der skal bidrage til at bringe inflationsudsigterne i overensstemmelse med ECB's pengepolitiske målsætning om en inflation i underkanten af 2 pct. på mellemlang sigt, jf. boks I.7.

Figur I.40 Renter i euroområdet



Anm.: Udlånsrenten er renten ved de primære markedsoperationer (*Main Refinancing Operation*, MRO). Indlånsrenten er renten på ECB's indlånsfacilitet, og pengemarkedsrenten er dag-til-dag renten i euroområdet (EONIA). Seneste observation er primo maj 2015.

Kilde: Macrobond.

*Boks I.7 ECB's opkøbsprogram for statsobligationer*

I januar annoncerede ECB et nyt opkøbsprogram kaldet *Public Sector Purchase Programme* (PSPP). Opkøbsprogrammet består primært af opkøb af statsobligationer, men der vil også blive opkøbt værdipapirer fra en række europæiske institutioner, herunder Den Europæiske Stabilitetsmekanisme (ESM) og Den Europæiske Investeringsbank. Det tilstræbes, at der opkøbes aktiver i de enkelte eurolande proportionalt med landenes ejerandele i ECB. Formålet med programmet er at bringe inflationsudviklingen i overensstemmelse med ECB's pengepolitiske målsætning om en inflation på knap 2 pct. på mellemlang sigt.

Opkøbene bliver koordineret af ECB, men vil i høj grad blive udført af de enkelte eurolandes centralbanker, der fortrinsvist vil opkøbe nationale værdipapirer. Der er aftalt deling af kreditrisikoen på 20 pct. af opkøbet svarende til, at ECB holder disse aktiver på sin balance. På den resterende del af opkøbet bæres kreditrisikoen af de enkelte eurolandes centralbanker. Størstedelen af risikoen ved de opkøbte værdipapirer bæres således af eurolandenes egne centralbanker. ECB og eurolandenes centralbanker vil være ligestillet med private kreditorer i tilfælde af misligholdelse.

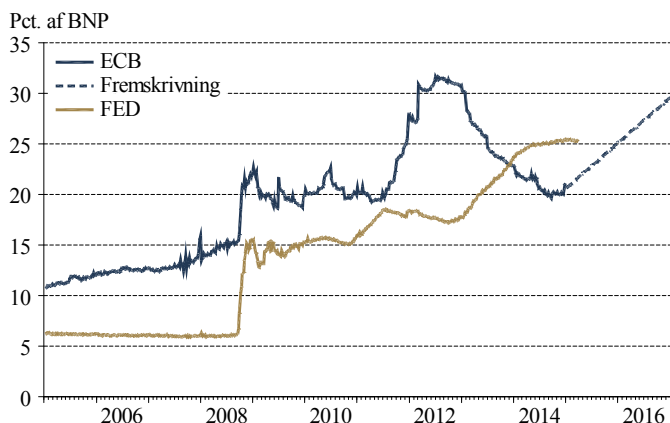
De opkøbte obligationer skal have restløbetider på mellem 2 og 30 år. Som udgangspunkt vil statsobligationer kun blive opkøbt, hvis de har kreditvurderingen *investment grade*. For lande, som er underlagt et makroøkonomisk tilpasningsprogram med EU/IMF, er der dog mulighed for at dispensere fra dette krav. Statsobligationsopkøbene vil i henhold til EU-traktaten kun ske fra de sekundære markeder, og der vil højst blive opkøbt 25 pct. af en given obligationsserie. Desuden vil ECB og eurolandenes centralbanker maksimalt holde en tredjedel af et eurolands udstedte statsobligationer. Disse begrænsninger udelukker i hvert fald indledningsvist opkøb af græske statsobligationer.

**Forøgelse af balancen på niveau med QE3**

ECB forventer, at opkøbene sammenlagt med den øvrige pengepolitik vil medføre en betragtelig forøgelse af balancen set i forhold til økonomiens størrelse op mod niveauet fra begyndelsen af 2012.<sup>8</sup> Det svarer til den amerikanske centralbanks (FED) forøgelse af balancen i forbindelse med det seneste opkøbsprogram QE3 (*Quantitative Easing 3*), der løb fra september 2012 til oktober 2014, jf. figur I.41.

8) Faldet i ECB's balance fra midten af 2012 og frem til midten af 2014 skal ses i sammenhæng med udløbet af de ekstraordinære længerevarende likviditetstildelinger, som ECB ydede i 2011.

Figur I.41 Balancer



Anm.: Figuren viser balancesummen i pct. af årligt BNP. Seneste observation er primo maj 2015. ECB har en forventning om, at summen af de pengepolitiske initiativer vil bringe balancen op omkring niveauet fra begyndelsen af 2012. Den stiplede linje viser en simpel fremskrivning af balancen mod dette niveau.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

### Samlet statsobligationsopkøb på ca. 8 pct. af BNP

ECB har ikke givet nogen officiel udmelding om, hvor stor en andel af de månedlige opkøb på 60 mia. der vil ske under PSPP-programmet. Hvis opkøbene under ABSPP og CBPP3 programmerne fortsætter i det hidtidige tempo, vil opkøbene under det nye PSPP-program udgøre ca. 50 mia. euro månedligt. Det samlede opkøb af statsobligationer under PSPP fra marts 2015 til september 2016 anslås derfor at udgøre ca. 840 mia. euro.<sup>9</sup> Det svarer til omtrent 8 pct. af euroområdet BNP i 2014.

### Opkøb udgør mellem 7 og 13 pct. af BNP i eurolandene

ECB tilstræber, at statsobligationsopkøbene kommer til at ske proportionalt med eurolandenes ejerandele i ECB. Såfremt ECB formår at foretage opkøb af statsobligationer for 840 mia. euro efter denne fordelingsnøgle, vil opkøbene opgjort i pct. af BNP variere mellem ca. 7 og ca. 13 pct. af

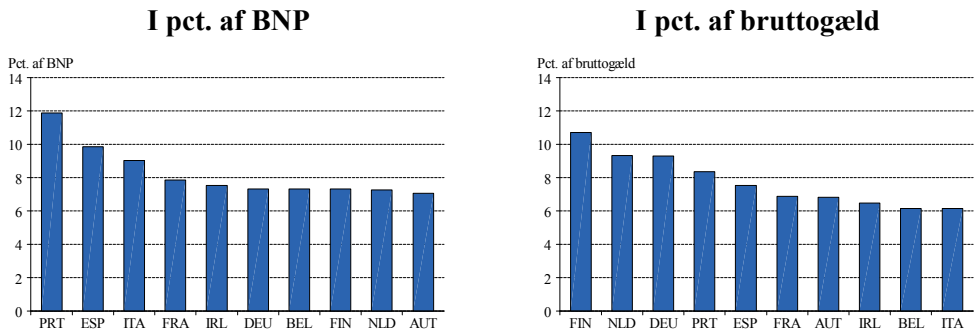
9) ECB har oplyst, at opkøbet af statsobligationer ventes at udgøre 88 pct. af det samlede opkøb under PSPP-programmet. De resterende 12 pct. vedrører værdipapirer fra europæiske institutioner, herunder ESM.

BNP i 2014 for udvalgte eurolande. Det afspejler, at landenes kapitalandele i ECB er bestemt af både BNP og befolkningsstørrelse. Opgjort i forhold til landenes offentlige bruttogæld vil opkøbene udgøre mellem 6 og 11 pct. for udvalgte eurolande, jf. figur I.42. Der er imidlertid indlagt begrænsninger i opkøbsprogrammet, som kan gøre det umuligt at fastholde denne fordeling af det samlede opkøb. Eksempelvis er græske statsobligationer i hvert fald indledningsvist udelukket fra at deltage i opkøbsprogrammet. Den faktiske opkøbsindsats kan derfor komme til at afvige fra den her skitserede.

### Opkøbsprogram har bidraget til yderligere rentefald

Siden efteråret 2013 har der været et markant og bredt funderet rentefald på statsobligationsrenterne i euroområdet. Rentefaldet er formentlig drevet af udsigten til lave pengepolitiske renter i en lang periode, vigende inflationsforventninger og den generelt mere stabile finansielle udvikling i euroområdet. Annonceringen af det nye opkøbsprogram for statsobligationer d. 22. januar 2015 medførte kun et beskedent yderligere fald i de tiårige statsobligationer. Dette skyldes formentlig, at der blandt investorerne forudgående var en forventning om et sådant opkøbsprogram.

Figur I.42 Statsobligationsopkøb i 2014 for udvalgte eurolande



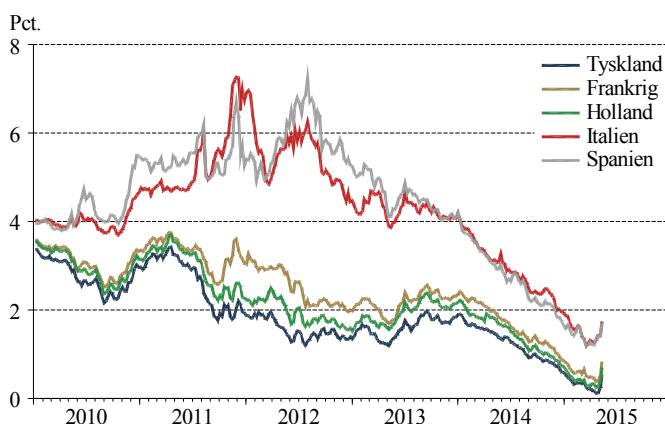
Anm.: Beregningen er foretaget under antagelse af, at det samlede opkøb af statsobligationer udgør 840 mia. euro i perioden marts 2015 til september 2016 og følger eurolandenes ejerandele i ECB.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 96*, og egne beregninger.

## Rentespænd tilbage omkring 2010-niveau

Siden efteråret 2013 er renterne på spanske og italienske tiårige statsobligationer faldet kraftigt, hvorved rentespændene mellem disse tidligere gældskriseplagede lande og Tyskland er indsnævret betragteligt. Rentespændene er nu tilbage omkring niveauet i 2010, før den europæiske statsgældskrise eskalerede, jf. figur I.43.

Figur I.43 Statsobligationsrenter



Anm.: Renterne er på tiårige statsobligationer. Seneste observation er primo maj 2015.

Kilde: Macrobond.

## Opkøbsprogram stimulerer efterspørgsel

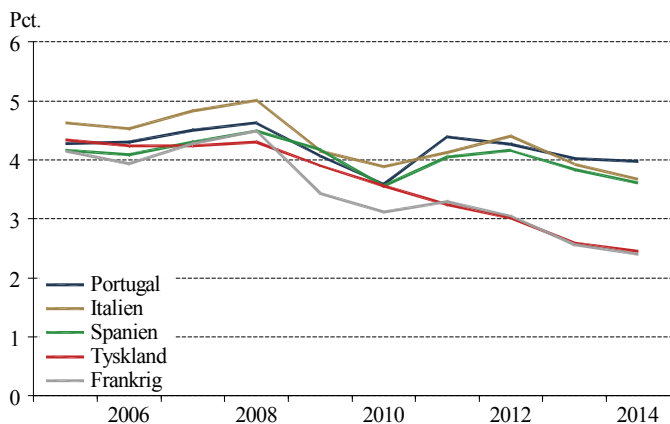
Opkøbsprogrammet ventes at få en række gavnlige effekter på realøkonomien i euroområdet. For det første stimulerer rentefaldet direkte investeringerne og formentlig også det private forbrug. For det andet svækker de lave renter euroen overfor de øvrige hovedvalutaer, hvorved euroområdets konkurrenceevne forbedres, hvilket vil styrke eksporten. Eftersom eksporten er en betydelig efterspørgselskomponent med en andel på ca. 25 pct. af BNP, ligger opkøbsprogrammets væsentligste realøkonomiske potentiale formentlig i denne effekt. Udover den direkte effekt på renten kan alene signalværdien i opkøbsprogrammet medvirke til at hæve inflationsforventningerne og derved dæmpe den stigning i den forventede realrente, der er forårsaget af den senere tids fald i inflationsforventningerne.



## Rentefald dæmper offentlige renteudgifter

ECB's lempelige pengepolitik har ligeledes betydelige afledte effekter på de offentlige finanser i euroområdet. De lave pengepolitiske renter bidrager til et generelt lavt renteniveau i euroområdet, og opkøbene bidrager til at dæmpe renterne yderligere. Det lavere markedsrenteniveau vil gradvist reducere de offentlige renteudgifter i takt med, at udestående statsobligationer udløber og erstattes af nye og lavere forrentede obligationer. Statsobligationsopkøbene må derfor forventes at forstærke de senere års tendens til fald i den implicitte rente, dvs. bruttorenteudgifterne i pct. af bruttogælden, på eurolandenes offentlige bruttogæld, jf. figur I.44. Landenes implicitte renter på den offentlige bruttogæld afhænger desuden af løbetiden på de udstedte statsobligationer.

Figur I.44 Implicitte renter på offentlig bruttogæld



Anm.: Den implicitte rente er de offentlige bruttorenteudgifter i pct. af den offentlige bruttogæld. 2014 er OECD's skøn fra november 2014. Portugals implicitte rente er påvirket af det portugisiske låneprogram med EU og IMF.

Kilde: Kommissionen, *AMECO*.

## Opkøb indebærer monetær finansiering af offentlig gæld

ECB's opkøbsprogram for statsobligationer aflaster de offentlige finanser udover faldet i markedsrenteniveauet. Hovedparten af opkøbene sker ved, at eurolandenes nationale centralbanker opkøber deres eget lands statsobligationer mod udstedelse af euro. Efter opkøbet modtager den nationale centralbank de løbende betalinger på de opkøbte obli-

gationer. Disse betalinger resulterer i et overskud i centralbanken, der almindeligvis overføres til staten efter eventuelle fradrag til reserver. Statens betalinger på de opkøbte obligationer kanaliseres dermed tilbage til staten selv via centralbankens overførsel af overskud. Dette svarer langt hen af vejen til det, der kaldes monetær finansiering af den opkøbte gæld, idet de udstedte statsobligationer erstattes med udstedelse af penge fra centralbanken. Den såkaldte møntningsgevinst, som er forbundet hermed, tilfalder staten.

**Besparelse på mellem ca. 0,2 og 0,5 pct. af BNP**

Statsobligationsopkøbene indebærer dermed en besparelse for eurolandene, da renteomkostningerne på den opkøbte gæld bliver modsvaret af en overførsel fra centralbanken. Den samlede besparelse i de enkelte eurolande afhænger af den opkøbte mængde statsobligationer og størrelsen af rentebetalingen på disse. Hvis det samlede statsobligationsopkøb på 840 mia. euro i perioden 2015-16 var sket i 2014, ville eurolandene have sparet mellem knap 0,2 og knap 0,5 pct. af BNP i 2014, jf. figur I.45. Dette er et skøn for den *årlige* besparelse. Variationen i besparelsen mellem landene skyldes forskelle i renterne på landenes statsobligationer, og at ejerandelene i ECB afspejler både landenes BNP og befolkningsstørrelse. Beregningen medtager ikke effekten på landenes renteomkostninger som følge af de lavere markedsrenter udløst af ECB's opkøbsindsats.

**Beregningen kan kun tages som indikation af faktiske effekter**

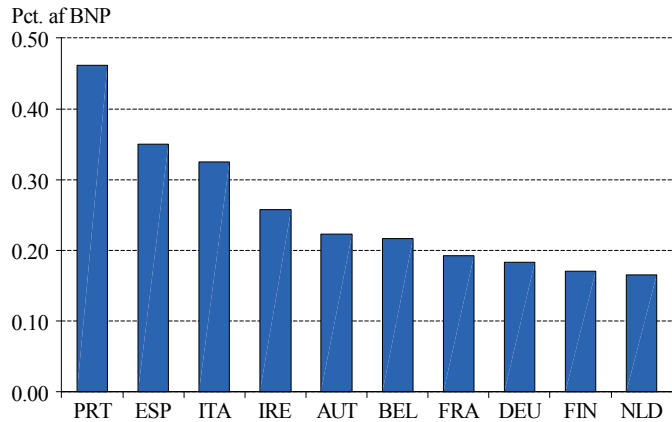
Det skal understreges, at beregningen er et overslag, som er gjort under flere forudsætninger:

- Opkøbet ville være sket proportionalt med ejerandelene i ECB
- Besparelsen afspejler den gennemsnitlige rente på den eksisterende offentlige bruttogæld
- Hele centralbankens renteindtægt overføres til staten

De antagelser, som er anvendt i beregningen, er restriktive. For eksempel kan rentebesparelsen blive væsentligt anderledes, hvis ECB systematisk opkøber obligationer med en rente, som afviger betydeligt fra den gennemsnitlige rente på den offentlige gæld i de enkelte lande. Derfor kan beregningen kun tages som en indikation af størrelsesorden af opkøbsprogrammets direkte effekter på statsfinanserne. Det

skal desuden bemærkes, at de sparede renteomkostninger ikke umiddelbart kan oversættes til en forbedring af den offentlige saldo, fordi opkøbene kan påvirke blandt andet den private sektors kapitalindkomst og dermed skatteprovenuier.

Figur I.45 Rentebesparelse i udvalgte eurolande



Anm.: Tabellen viser den skønnede rentebesparelse i pct. af BNP i 2014, såfremt ECB i 2014 havde opkøbt statsobligationer for 840 mia. euro fordelt efter landenes ejerandele i ECB. Beregningen medtager ikke effekten på landenes renteomkostninger som følge af de lavere markedsrenter udløst af ECB's opkøbsindsats.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 96*, Kommissionen, *AMECO*, og egne beregninger.

### Forbedring af den offentlige saldo, ...

Såvel faldet i markedsrenterne som den direkte rentebesparelse forbundet med statsobligationsopkøbene bidrager til at forbedre de offentlige saldi. Det hjælper eurolandene til at overholde EU's underskudsgrænse for den offentlige saldo på 3 pct. af BNP. De eurolande, som befinder sig i EU's procedure for uforholdsmæssigt store underskud, får derved lidt nemmere ved at leve op til opstrammingskravet.

### ... men ingen direkte effekt på ØMU-gælden

Statsobligationsopkøbene vil som udgangspunkt ikke påvirke opgørelsen af landenes ØMU-gæld. I nationalregnskabsmæssig sammenhæng betragtes centralbankerne som en del

af den private sektor. Derfor vil de opkøbte statsobligationer fortsat skulle medregnes i ØMU-gælden, da de i regnskabsmæssig sammenhæng fortsat repræsenterer en privat fordring på den offentlige sektor. ECB's opkøbsprogram hjælper derfor ikke eurolandene med at overholde 60 pct.-grænsen for den offentlige gæld udover den nævnte forbedring af den offentlige saldo, der gør det nemmere at nedbringe gælden over tid.

**Mulighed for lidt lempeligere finanspolitik**

For de eurolande, hvor finanspolitikken er begrænset af 3 pct.-grænsen, giver ECB's opkøbsprogram mulighed for at føre en lidt lempeligere finanspolitik end ellers. Denne forbedring af de offentlige finanser kan svække reformindsatsen i nogle lande, da behovet for opstramninger mindskes. Omvendt kan det ikke udelukkes, at aflastningen af de offentlige finanser kan styrke reformindsatsen, da den kan anvendes ekspansivt til at dæmpe negative virkninger ved gennemførelse af reformer. Hovedparten af de lande, hvor reformbehovet er størst, er dog fortsat i EU's procedure for uforholdsmæssigt store underskud, der i nogen grad tager hånd om risikoen for en u hensigtsmæssig svækkelse af den finanspolitiske disciplin.

**Muligt kurstab ved tilbagesalg af obligationer, ...**

Den fordel, som eurolandene opnår på kort sigt i form af rentebesparelsen på de opkøbte obligationer, kan blive modgået af et tab på længere sigt. Hvis ECB sælger obligationerne tilbage som led i en opstramning af pengepolitikken, kan der opstå et kurstab, der reducerer ECB's overskud og dermed eurolandenes møntningsgevinst. Det fremtidige tab kan i princippet blive så stort, at ECB's opkøbsprogram set over en længere årrække forværrer eurolandenes offentlige finanser.

**... men hensigtsmæssig lempelse i år med lavkonjunktur**

Risikoen for en samlet forværring af de offentlige finanser skal imidlertid ses i sammenhæng med opkøbsprogrammets ekspansive effekter på kort sigt. Inflationen i euroområdet er under ECB's inflationsmålsætning, og konjunkturudsigterne for euroområdet er – trods den seneste bedring – kun moderate. Derfor forekommer ECB's opkøbsprogram at være et fornuftigt initiativ, der kan bidrage til at indfri den pengepolitiske målsætning og forbedre konjunkturudviklingen i euroområdet.

## Finanspolitik og stabilitetsprogrammer i euroområdet

### Gradvis mindskelse af det offentlige underskud i euroområdet

For euroområdet set under et blev underskuddet på den offentlige saldo i 2014 nedbragt til 2,4 pct. af BNP. Dermed var underskuddet for andet år i træk mindre end grænsen på 3 pct. fra Stabilitets- og Vækstpagten. Forbedringen af den finanspolitiske situation skal ses i lyset af den begyndende bedring af den økonomiske situation i euroområdet og de lave rentebetalinger på den offentlige gæld. Kommissionen venter en gradvis mindskelse af det offentlige underskud de kommende år – primært som følge af en gradvis styrkelse af det økonomiske opsving. I 2016 ventes underskuddet på den offentlige saldo i euroområdet således at være reduceret til 1,7 pct. af BNP.

### Omtrent neutral finanspolitik i 2014-16

Finanspolitikken i euroområdet er de seneste år strammet betydeligt, hvilket har bidraget til at dæmpe væksten. I 2014 blev finanspolitikken, målt ved ændringen i den primære strukturelle saldo, dog kun strammet en smule, og Kommissionen venter omtrent neutral finanspolitik i 2015-16. Den planlagte finanspolitik for 2015 og 2016 indebærer, at de positive impulser fra den private efterspørgsel i euroområdet i højere grad end tidligere ventes at give sig udslag i BNP-vækst. Dog virker finanspolitik typisk med en vis forsinkelse, og tidligere års betydelige opstramninger vil dermed sandsynligvis fortsat dæmpe væksten særligt i 2015.

### Fortsat behov for finanspolitisk konsolidering i flere lande, ...

Den planlagte finanspolitik varierer på tværs af eurolandene. En række af landene har fortsat høje gælds niveauer og betydelige underskud på den offentlige saldo, hvorved der fortsat er behov for at gennemføre reformer og traditionelle finanspolitiske opstramninger for at leve op til kravene fra Stabilitets- og Vækstpagten.

### ... herunder Frankrig ...

Behovet for yderligere finanspolitisk konsolidering gør sig eksempelvis gældende i Frankrig. Her steg gælden til 95 pct. af BNP i 2014, mens underskuddet på den offentlige saldo var omtrent uændret i forhold til 2013 på 4 pct. Underskuddet på den strukturelle saldo var med 2,0 pct. betydeligt, jf. tabel I.4. I februar 2015 fik Frankrig udsættelse af fristen for at leve op til bestemmelserne i EU's procedure for uforholdsmæssigt store underskud, således at det offent-

lige underskud først i 2017 skal bringes varigt under 3 pct. Af det franske stabilitetsprogram fra 2015 fremgår, at underskuddet ventes nedbragt til 2,7 pct. i 2017. Ligeledes fremgår det, at der planlægges betydelige forbedringer af den strukturelle saldo de kommende år.

### **... og GIPS-landene**

I GIPS-landene er der ligeledes fortsat behov for betydelige finanspolitiske opstramminger. I 2014 steg de offentlige gældskvoter således, og de offentlige underskud var for alle landene på eller over EU's underskudsgrænse. I alle landenes stabilitetsprogrammer planlægges en nedbringelse af det offentlige underskud de kommende år, således at underskuddene senest i 2016 er bragt varigt under 3 pct. af BNP. Ligeledes planlægges med forbedringer af de strukturelle saldi.

### **Forskelle mellem stabilitetsprogrammer og Kommissionens prognose**

Kommissionens seneste prognose fra maj 2015 blev offentliggjort omtrent samtidig med de sidste stabilitetsprogrammer fra eurolandene. De enkelte landes skøn i stabilitetsprogrammerne må derfor formodes kun delvist at være indarbejdet i Kommissionens prognose. Overordnet set deler Kommissionen landenes vurdering af udvikling i gæld og offentlig saldo. Der er dog enkelte, vigtige afvigelser. Eksempelvis vurderer Kommissionen, at underskuddet på den offentlige saldo i Spanien i 2016 vil overstige EU's underskudsgrænse på 3 pct. I vurderingen af den strukturelle saldo er der ligeledes betydelige forskelle. Det skal givetvis ses i lyset af, at Kommissionen beregner den strukturelle saldo efter en standardiseret metode, mens de enkelte lande kan anvende en mere detaljeret beregningsmetode. I Frankrig vurderer Kommissionen, at der er udsigt til en noget mindre forbedring af den strukturelle saldo i 2015-16, end der lægges op til i det franske stabilitetsprogram. I Spanien og Portugal venter Kommissionen – modsat de enkelte landes stabilitetsprogrammer – en udvidelse af det strukturelle underskud fra 2014 til 2016.

Tabel I.4 Offentlig gæld og saldo i udvalgte eurolande

	2013	2014	2015	2016
	----- Pct. af BNP -----			
<b>Tyskland</b>				
Gæld	77,1	74,7	71,5	68,8
Offentlig saldo	0,1	0,6	0,3	0,0
Strukturel saldo	0,8	1,1	0,8	0,3
<b>Frankrig*</b>				
Gæld	92,3	95,0	96,3	97,0
Offentlig saldo	-4,1	-4,0	-3,8	-3,3
Strukturel saldo	-2,5	-2,0	-1,6	-1,1
<b>Holland</b>				
Gæld	68,6	68,8	68,8	67,8
Offentlig saldo	-2,3	-2,3	-1,8	-1,2
Strukturel saldo	-0,6	-0,2	-0,5	-0,5
<b>Finland</b>				
Gæld	55,8	59,3	62,5	64,4
Offentlig saldo	-2,5	-3,2	-3,4	-3,2
Strukturel saldo	-0,8	-1,4	-1,8	-2,3
<b>Spanien*</b>				
Gæld	92,1	97,7	98,9	98,5
Offentlig saldo	-6,8	-5,8	-4,2	-2,8
Strukturel saldo	•	-0,9	-0,7	-0,6
<b>Italien</b>				
Gæld	125,1	128,4	128,8	126,8
Offentlig saldo	-2,9	-3,0	-2,5	-1,4
Strukturel saldo	-0,7	-0,8	-0,5	0,0
<b>Portugal*</b>				
Gæld	129,7	130,2	124,2	121,5
Offentlig saldo	-4,8	-4,5	-2,7	-1,8
Strukturel saldo	-2,0	-0,7	-0,9	-0,5
<b>Irland*</b>				
Gæld	123,2	109,7	105,0	100,3
Offentlig saldo	-5,8	-4,1	-2,3	-1,7
Strukturel saldo	-4,9	-4,0	-2,6	-2,3
<b>Grækenland*</b>				
Gæld	175,0	177,1	180,2	173,5
Offentlig saldo	-12,3	-3,5	-2,1	-2,2
Strukturel saldo	2,2	0,4	-1,4	-2,3

Anm.: Tallene er fra de enkelte landes stabilitetsprogrammer, med undtagelse af Grækenland samt 2013-tallene for Tyskland og Holland, hvor tallene stammer fra Kommissionens seneste prognose. Lande markeret med \* er i EU's procedure for uforholdsmæssigt store underskud.

Kilde: Europa-Kommissionen, *European Economic Forecast, Spring 2015*, og de enkelte landes stabilitetsprogrammer.

**Fornyset usikkerhed om græsk gældssituation**

I starten af 2015 opstod der fornyet usikkerhed omkring den finanspolitiske situation i Grækenland. Grækenland har aktuelt et låneprogram på 173 mia. euro, hvoraf eurolandene bidrager med 145 mia. euro, og IMF bidrager med 28 mia. euro.<sup>10</sup> Lånet udbetales gradvist på baggrund af blandt andet gennemgang af de gennemførte reformer, og der er foreløbigt udbetalt 154 mia. euro under det nuværende program. Låneprogrammet løb oprindeligt til udgangen af 2014. I slutningen af februar 2015 blev låneprogrammet med eurolandene forlænget fire måneder til udgangen af juni for at give den nye græske regering tid til at fremlægge reformforslag. Reformforslagene skal godkendes af Eurogruppen for at få udbetalt den sidste rate af låneprogrammet. Siden forlængelsen af låneprogrammet har der været intense forhandlinger mellem den græske regering og de internationale kreditorer, som dog endnu ikke har resulteret i en afklaring omkring den græske gældssituation.

**Formentlig lille makroøkonomisk effekt af græsk udtræden af euroen ...**

Den uafklarede situation har givet fornyet diskussion om risikoen for misligholdelse af den græske gæld, og for at Grækenland må træde ud af eurosamarbejdet. En eventuel græsk udtræden af euroen vil formentlig ikke få de store makroøkonomiske konsekvenser for resten af euroområdet. Dette skal ses i lyset af, at græsk BNP kun udgør 2 pct. af det samlede BNP i euroområdet.

**... som følge af lav eksponering og bedre beredskab**

Herudover har markederne og de finansielle institutioner i de øvrige eurolande haft en årrække til at forberede sig på risikoen for endnu en græsk statsbankerot og nedbringe eksponeringen overfor Grækenland. Størstedelen af den græske gæld holdes således af internationale institutionelle långivere, og udenlandske bankers fordringer på Grækenland er faldet betydeligt siden begyndelsen af statsgældskrisen. Samtidig fik usikkerheden i starten af året kun de græske statsgældsrenter til at stige, mens der ikke var afsmittende effekter på de øvrige GIPS-lande.<sup>11</sup> De krisehåndteringsværktøjer, der er opstået i kølvandet på den finansielle krise i form af eksem-

10) Jf. Kommissionens hjemmeside:  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/greek\\_loan\\_facility/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm).

11) Nationalbanken (2015): *Kvartalsoversigt, 1. kvartal 2015*.



pelvis ESM og OMT-programmet, vil ligeledes medvirke til at begrænse eventuelle afsmitninger fra en græsk statsbanke-rot på de øvrige eurolande.

**Fornyet  
ustabilitet kan  
ikke udelukkes**

På trods af at krisen vurderes at være rimeligt inddæmnet, kan det ikke afvises, at en græsk udtræden af euroen kan give fornyet politisk og finansiell ustabilitet i særligt de øvrige sydeuropæiske lande. Det vil kunne få visse konsekvenser i de øvrige eurolande, der holder en betydelig del af den græske gæld, hvis Grækenland ikke kan overholde sine betalingsforpligtelser. I tilfælde af, at de græske lån ikke fuldt ud tilbagebetales, vil disse landes finanspolitiske råderum dermed mindskes. Den græske statsgæld udgør godt 3 pct. af de øvrige eurolandes BNP, hvilket derfor er den maksimale, direkte effekt i det tilfælde, at den græske gæld slet ikke tilbagebetales. Den faktiske effekt vil blive mindre, da de øvrige eurolande ikke holder al den græske gæld, og da en del af gælden formentlig vil blive tilbagebetalt. Samlet set vurderes de makroøkonomiske effekter at være begrænsede.

## **I.5 Aktuel økonomisk politik**

**Fremgang i  
dansk økonomi**

Gennem det seneste halvandet år har der været en jævn fremgang i dansk økonomi. I 2014 steg BNP med 1,1 pct. Dette er lidt højere end den skønnede strukturelle vækst, og output gap er indsnævret en smule, men produktionen vurderes fortsat at ligge godt 4¼ pct. under det strukturelle niveau. Det vurderes dermed, at omfanget af ledige ressourcer i økonomien fortsat er stort.

**Vækst  
omkring 2 pct.  
i 2015 og 2016**

Fremgangen i produktionen er fortsat langsom, men trods dette er beskæftigelsen steget med mere end 30.000 personer siden midten af 2013. Der vurderes at være et solidt grundlag for fremgang, hvilket blandt andet skyldes, at udsigterne for euroområdet er i bedring. På denne baggrund ventes en BNP-vækst på knap 2 pct. i år og ca. 2¼ pct. i 2016 samt en beskæftigelsesfremgang på omkring 65.000 personer i løbet af de to år. Konjunktursituationen vurderes dog først at være normaliseret omkring 2020.

**Planlagt stramning af finanspolitikken ...**

Fremskrivningen af udviklingen i dansk økonomi er baseret på den planlagte opstramning af finanspolitikken frem mod 2020. Stramningen skønnes at lægge en dæmper på væksten med ca. ¼ pct.point hvert år frem til 2020, jf. kapitel II.

**... sikrer overholdelse af saldokrav i 2015-16 ...**

Underskuddet på de offentlige finanser ventes at blive godt 2 pct. af BNP i år og ca. 3 pct. næste år, og den strukturelle saldo opgjort i budgetlovens forstand skønnes at udvise et underskud på ca. ¼ pct. af BNP i både 2015 og 2016. Når den planlagte finanspolitik lægges til grund, vurderes såvel den faktiske som den strukturelle saldo dermed at ligge på den rigtige side af grænserne på -3 henholdsvis -½ pct. af BNP i både 2015 og 2016, om end med lille margin.

**... og opnåelse af saldomål i 2020 samt holdbarhed**

Frem mod 2020 forventes en gradvis forbedring af både den faktiske og strukturelle saldo, og i 2020 ventes et overskud på de offentlige finanser på ca. ½ pct. af BNP. Regeringens mål om mindst balance i 2020 forventes dermed opnået. Desuden viser beregninger i kapitel II, at målet om finanspolitisk holdbarhed kan forventes nået med den planlagte finanspolitik. Der er dermed udsigt til overholdelse af de centrale finanspolitiske krav og mål med den planlagte finanspolitik og de øvrige forudsætninger i fremskrivningen, jf. vurderingerne i kapitel II.

**Illustration af udvikling uden planlagt stramning**

For at illustrere betydningen af den planlagte finanspolitiske stramning er der foretaget en alternativt beregning i afsnit I.2, hvor der forudsættes en aktivitetsmæssig neutral finanspolitik i årene 2015-20. I dette tilfælde vil væksten i Danmark være lidt højere de kommende år end forventet i fremskrivningen i kapitlet, og output gap vil ifølge beregningen være næsten lukket i 2017. Den gradvise konjunktornormalisering peger i sig selv på, at der af stabiliseringshensyn bør foretages en gradvis opstramning af finanspolitikken de kommende år.

**Med neutral finanspolitik overskrides underskudsgrænser, ...**

Beregningen med neutral finanspolitik viser, at den strukturelle saldo i alle årene 2015-20 i så fald kan forventes at overskride budgetlovens krav om, at underskuddet højst må udgøre ½ pct. af BNP. Hvor der med den planlagte finanspolitiske opstramning forventes en gradvis forbedring af den strukturelle saldo frem imod 2020, indebærer forløbet

med neutral finanspolitik, at den strukturelle saldo forværres. Ifølge beregningen vil den strukturelle saldo således udvise et underskud på ca. 1½ pct. af BNP i 2020 i tilfældet med neutral finanspolitik. Beregningen viser endvidere, at den offentlige saldo kan forventes at udvise et underskud, der vil overskride 3 pct.-grænsen i 2016, hvis den planlagte finanspolitiske opstramning ikke gennemføres.

**... hvorfor en stramning af finanspolitikken er påkrævet**

Udviklingen i de offentlige finanser peger dermed på et behov for at gennemføre en opstramning af finanspolitikken i samme størrelsesorden som den planlagte for at overholde de finanspolitiske rammer i 2016. Beregningen med neutral finanspolitik indikerer også et behov for en vis finanspolitisk opstramning i årene 2017-20 af hensyn til opfyldelse af saldomålet i 2020 og målet om finanspolitisk holdbarhed.

**Vurdering: Planlagt finanspolitisk stramning er hensigtsmæssig**

Når den planlagte finanspolitik lægges til grund, vurderes de finanspolitiske rammer som nævnt overholdt, og opsvinget vurderes også under en sådan gradvis opstramning at være solidt. På denne baggrund vurderes den planlagte finanspolitiske stramning at være hensigtsmæssig.

**Vurdering robust overfor ændring i forudsætningerne**

Denne vurdering af finanspolitikken er robust overfor ændrede forudsætninger i form af langsommere eller hurtigere konjunkturtilpasning. Hvis genopretningen kommer hurtigere, vil det kunne skabe unødigt pres på arbejdsmarkedet, hvis finanspolitikken samtidig lempes i forhold til det planlagte. Som omtalt i afsnit I.4 kan det på den anden side ikke afvises, at den lave vækst i bl.a. euroområdet ikke bare er et midlertidigt, konjunkturbetinget fænomen, men en mere langvarig tilstand. Dette vil bringe den offentlige saldo tæt på underskudsgrænsen i endnu flere år og fjerner reelt set muligheden for at benytte traditionel finanspolitik til at afhjælpe lavvæksten. Risikoen for et sådant lavvækstscenarie understreger samtidig, at de planlagte finanspolitiske stramninger ikke bør fremrykkes, da dette vil kunne risikere at bremse opsvinget.

**Nødvendigt at fastholde planlagt stramning**

Siden 2009 har underskuddet på den offentlige saldo – når der ses bort fra ekstraordinære indtægter fra pensionsomlægningerne – ligget omkring grænsen på 3 pct. af BNP, og dette forventes også at være tilfældet i 2015-16. Den strukturelle saldo har ifølge Finansministeriets beregninger udvist et underskud omkring ½ pct. af BNP ved fremlæggelsen af finanslovsforslaget for 2014 og 2015 og har dermed overholdt kravet i budgetloven. Men efterfølgende opgørelser fra Finansministeriet har opjusteret det strukturelle underskud. Denne historik understreger nødvendigheden af rent faktisk at gennemføre den planlagte gradvise opstramning af finanspolitikken for at holde de offentlige finanser på sporet hen mod saldomålet i 2020 og målet om holdbarhed.

**Boligmarkedet**

**Historisk lave renter i Europa og Danmark**

Renterne er de seneste år faldet markant i Europa, herunder i Danmark, og befinder sig aktuelt på et historisk set særdeles lavt niveau. Der er udsigt til, at renteniveauet vil forblive lavt i de kommende år. ECB har desuden annonceret, at de kvantitative lempelser vil fortsætte frem til efteråret 2016 og muligvis længere.

**Risiko for opbygning af finansielle ubalancer**

Det Systemiske Risikoråd påpegede efter deres møde den 27. marts i år, at kombinationen af de ekstraordinært lave renter, olieprisfaldet og svækkelsen af den effektive kronekurs kan indebære opbygning af systemiske finansielle risici. Bekymringen er velbegrundet.

**Ejendomsværdiskatten er sat ud af kraft som automatisk stabilisator**

Hvis sådanne ubalancer begynder at vise sig, kan det blive nødvendigt med indgreb for at stabilisere den makroøkonomiske udvikling. Stabiliseringen ville imidlertid kunne opnås mere hensigtsmæssigt, hvis økonomiens såkaldte automatiske stabilisatorer havde en passende styrke. I det lys spiller skattestoppets nominalprincip, der indebærer en fastlåsning af ejendomsværdiskatten til niveauet i 2001, en uheldig rolle. Fastlåsningen afkobler beskatningen fra udviklingen i boligpriserne og fjerner dermed et vigtigt bidrag til at stabilisere konjunkturerne. Dette taler for en tilbagemunden til de regler, som gjaldt før 2001.

**Et passende tidspunkt at øge ejendomsværdibeskatningen**

Ofte fremføres det, at en øget beskatning af ejerboliger vil forstærke en igangværende tilbagegang i økonomien eller undergrave et spirende opsving. Det gør det vanskeligt at finde et egnet tidspunkt at genindføre en beskatning, der følger ejendomspriserne. Imidlertid vurderes det danske opsving at være solidt, og det aktuelt meget lave renteniveau – og udsigten til, at renterne vil forblive lave en rum tid – betyder, at boligmarkedet samtidig får solid stimulans herfra. I afsnit I.2 anslås det, at boligpriserne som følge af de lave renter aktuelt befinder sig over det trendmæssige niveau. Disse omstændigheder gør det til et hensigtsmæssigt tidspunkt at implementere en øget ejendomsværdibeskatning. Selv hvis man ønsker at afvente SKAT's kommende vurderingsmodel, før der ændres i ejendomsbeskatningen, bør der allerede nu varsles en snarlig ophævelse af nominalprincippet, så boligkøbere kan tage højde herfor.

**Anbefaling:  
Ophæv nominalprincippet for ejendomsværdiskatten**

En konkret model til ophævelse af nominalprincippet blev foreslået i *Dansk Økonomi, efterår 2011*. Implementeringen kan ske ved, at man fra 2016 eller 2017 løfter ejendomsværdiskatten til 1 pct. af den aktuelle ejendomsværdi, hvilket svarer til de regler, der var gældende frem til 2001. Dette vil umiddelbart forøge boligejernes skattebetaling med omtrent 50 pct. i gennemsnit.

**Forslag:  
En simpel model med mange fordele**

Et sådant løft i ejendomsværdiskatten vil indebære en pludselig stigning i skattebetalingen for boligejere og kan derfor føre til et mærkbart fald i boligpriserne. For at modvirke en sådan tendens kan der indføres en skatterabat, som for hver enkelt ejerbolig modsvarer stigningen i ejendomsværdiskatten på indførelstidspunktet. Skatterabatten kan fastholdes nominelt i en periode og efterfølgende aftrappes over en årrække. Dermed er rabattens størrelse uafhængig af den fremtidige udvikling i boligpriserne, og den sikrer, at de nuværende boligejeres skattebetaling i første omgang er fast og derefter kun forøges gradvist. Ophævelsen af nominalprincippet vil trække i retning af lavere boligpriser, mens skatterabatten vil bidrage til at begrænse faldet.

**Øjeblikkelig stabilisering trods gradvis indfasning**

En sådan implementering har den store fordel, at den effektive ejendomsværdiskattesats af prisstigninger eller prisfald på boliger øjeblikkeligt vil være på 1 pct. Dermed vil den nye model fra starten bidrage til at stabilisere boligpriser og konjunkturer på trods af, at den indfases gradvist af hensyn til de nuværende boligejere.

**Rentestigninger kan skabe problemer for boligejere**

Som følge af de aktuelt usædvanligt lave renter, må der på sigt forventes væsentlige rentestigninger. Det er usikkert hvornår, men når rentestigningerne kommer, kan de forårsage et betydeligt nedadgående pres på boligpriserne – eventuelt i et omfang, som vil efterlade mange boligejere teknisk insolvente. Teknisk insolvens er først og fremmest et problem for de berørte boligejere, men det er også et samfundsøkonomisk problem, da det trækker i retning af at svække mobiliteten på bolig- og arbejdsmarkedet.

**Anbefaling: Indfør grænse for variabelt forrentede lån**

I *Dansk Økonomi, efterår 2014* blev der fremsat et forslag om at indføre en øvre grænse for, hvor stor en andel af en boligs værdi der kan belånes med variabelt forrentede lån. En sådan grænse vil bidrage til at mindske den makroøkonomiske ustabilitet, som en kraftig rentestigning vil kunne medføre. Men herudover vil grænsen bidrage til at reducere den andel af boligejerne, der bliver insolvente ved en rentestigning, idet kursværdien på fast forrentede obligationslån falder i takt med, at renten stiger.

**Bankunion**

**EU opretter bankunion i euroområdet**

EU har oprettet en bankunion for eurolandene. Bankunionen består af overnationale tilsyns- og afviklingsmyndigheder og i et vist omfang fælles finansieringsordninger. Bankunionen er en overbygning på EU's nye fælles regler for den finansielle regulering ("Single Rule Book"). Det er muligt for EU-landene udenfor euroområdet, herunder Danmark, at deltage i bankunionen ved at indgå en samarbejdsaftale herom. I kapitel III er der en nærmere beskrivelse af bankunionen og en diskussion af fordele og ulemper ved en dansk deltagelse.

**Betydeligt  
forsikrings-  
element taler for  
dansk deltagelse**

Der vurderes at være en væsentlig fordel for Danmark i at deltage i EU's bankunion. Dette er helt overvejende drevet af muligheden for at indgå i en forsikringsordning, der gør det muligt at dele risikoen ved større fremtidige bankkriser med andre lande. Der vurderes ikke at være ulemper i en tilsvarende størrelsesorden, men der er på særligt to områder usikkerheder, der bør skabes øget klarhed over, inden Danmark måtte vælge at deltage. Det drejer sig om mulighederne for at opretholde den særlige danske realkreditmodel samt den præcise udformning af den såkaldte "fælles bagstopper".

**Økonomisk  
fordel ved dansk  
deltagelse i  
bankunionen**

Hvis Danmark kan indgå en tiltrædelsesaftale, der sikrer den danske realkreditmodel, og samtidig får rimelig sikkerhed for, at bagstopperen alene får til opgave at yde lån til og stille garantier for afviklingsfonden, vurderes det, at der ud fra økonomiske hensyn vil være en dansk fordel ved at deltage i EU's bankunion.

