



ARBEJDERBEVÆGELSENS ERHVERVSRÅD

Økonomisk prognose - oktober 2011

Markant forværrede udsigter for dansk økonomi

Økonomisk prognose - oktober 2011

Markant forværrede udsigter for dansk økonomi

af

chefanalytiker **Frederik I. Pedersen**

arbejdsmarkedsøkonom **Erik Bjørsted**

International økonom **Signe Hansen**

stud.polit **Jeppe Druedahl**

stud.polit **Anders P. Nielsen**

Indhold

1. Resumé af prognosen
2. Markant forværrede udsigter for dansk økonomi
3. Sløje udsigter for det danske arbejdsmarked
4. Udviklingen i den internationale økonomi
5. Økonomisk politik
6. Appendiks

Kontakt

Chefanalytiker

Frederik I. Pedersen

Tlf. 33 55 77 17

Mobil 28 42 42 72

fip@ae.dk

Kommunikationschef

Janus Breck

Tlf. 33 55 77 25

Mobil 40 61 34 38

jb@ae.dk

1. Resumé af prognosen

Udsigterne for dansk økonomi er kraftigt forværret fra et i forvejen dårligt udgangspunkt. Med negativ vækst i både 4. kvartal 2010 og 1. kvartal 2011 er vi kommet skidt ind i 2011. Samtidig tegner udsigterne dårligere fremadrettet som følge af den finansielle uro og opbremsning af væksten i udlandet.

Den pæne vækst, vi så i 2. kv. 2011, var primært båret af den offentlige økonomi og virksomhedernes lagerinvesteringer. Underliggende er der imidlertid ikke tegn på noget selv bærende opsving. Det private forbrug har været faldende i 4 af de sidste 5 kvartaler, og erhvervslivets investeringer har været faldende de seneste 4 kvartaler. Lyspunkter set over det seneste år har været eksporten, der har klaret sig pænt samt boliginvesteringerne, der har haft en ekstraordinær udvikling. Begge poster ventes svækket den kommende tid med konsekvenser for dansk vækst og beskæftigelse.

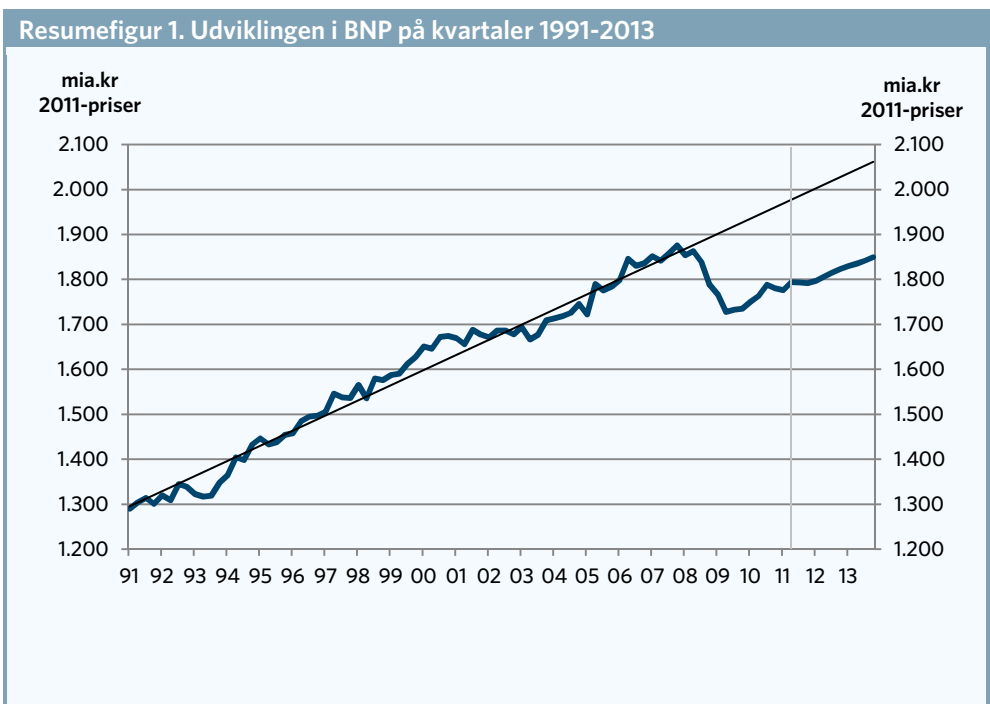
Samlet er BNP-væksten nedjusteret til blot 1 pct. i 2011 og 1,2 pct. i 2012 - i alt 1½ pct.enhed sammenlignet med seneste prognose. I 2013 ventes en vækst på 1,6 pct. I 2011 skyldes nedjusteringen den indenlandske efterspørgsel. I 2012 skyldes nedjusteringen både lavere eksportvækst og lavere indenlandsk efterspørgsel.

Den begrænsede vækst betyder, at vi ved udgangen af 2013 endnu ikke har nået før-kriseniveau i modsætning til vores nordiske naboer. Sammenlignes der med den væksttrend, der var fra 1991-2008, ligger BNP ved udgangen af 2013 hele 200 mia. 2011-kr. lavere. Dette fremgår af resumefigur 1.

Den pæne vækst i 2. kv. 2011 var båret af den offentlige økonomi og lagerinvesteringer. Der er imidlertid ikke tegn på et selv bærende opsving.

I 2011 forventes en samlet vækst på 1 pct. I 2012 forventes væksten at nå 1,2 pct., mens vi i 2013 forventer at nå op på 1,6 pct.

I 2013 er vi hele 200 mia. kr. under niveauet for den væksttrend, der var, før krisen satte ind.



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

Der knytter sig stadig betydelige risici til den økonomiske udvikling. På negativsiden er det risikoen for yderligere eskalering af gældskrisen i udlandet med lavere vækst på eksportmarkederne til følge. Modsat kan en mere ekspansiv finanspolitik både herhjemme og i udlandet sætte mere gang i væksten end forventet. Bringer en vækstpakke samtidig

en mere positiv stemning ind i dansk økonomi, hvor husholdninger og virksomheder tør tage hul på det historisk høje private opsparingsoverskud, kan vi få gang i en mere afgørende vending i dansk økonomi. Uden finanspolitiske stimulanser frygter vi for en ny negativ spiral, hvor husholdninger og virksomheder holder på pengene. Sker det, vil vi sandsynligvis få endnu flere langtidsledige, endnu flere marginaliserede og færre produktive investeringer til skade for den mellemfristede vækst og de offentlige finanser.

Uden finanspolitiske stimulanser frygter vi for en ny negativ spiral, hvor virksomhederne og husholdningerne holder på pengene.

De sløje udsigter for den danske økonomi smitter af på det danske arbejdsmarked. Bruttoledigheden er steget uafbrudt de seneste fire måneder med i alt 6.700 fuldtidspersoner. Med den vækst der har været hidtil, og den vækst der forventes fremover, er det AE's vurdering, at nedturen på arbejdsmarkedet endnu ikke er slut. Nedturen forventes at fortsætte ind i 2012, hvorefter vi vil opleve en marginal vending i 2013. Arbejdsmarkedet tegner ved udgangen af 2013 dårligere end i dag. Det er en historisk sløj udvikling.

Samlet forventes i år en nedgang i beskæftigelsen på 10.000 personer. Til næste år falder beskæftigelsen med 7.000 personer, mens der i 2013 forudses en marginal fremgang på 2.500 personer. Sammenlignet med vores martsprognose, er beskæftigelsen i 2011 og 2012 nedjusteret med i alt 28.000 personer. Til sammenligning er bruttoledigheden opjusteret med 11.000 personer, så der sker stadig tilpasninger via arbejdsstyrken.

Nedturen på arbejdsmarkedet forventes at fortsætte ind i 2012. Samlet set ventes en nedgang i beskæftigelsen på 10.000 personer.

At vi på den ene side forventer enorme betalingsbalanceoverskud på godt over 100 mia.kr. gennem hele prognoseperioden, og på den anden side venter samtidig store offentlige underskud på 59 mia.kr. i 2011, 77 mia.kr. i 2012 og 55 i 2013 afspejler, at den private sektor stadig sparer voldsomt meget op. Det private opsparingsoverskud forventes fastholdt på et rekord højt niveau på 160-180 mia.2011-kr gennem hele prognoseperioden.

På den offentlige saldo er AE mere positiv end f.eks. Finansministeriet, der i år skønner et underskud på 68 mia. kr. Baggrunden herfor er dels de registrerede underskud i 1. halvår 2011, dels de informationer vi har om statens nettobetaling i 3. kvartal 2011, og endelig at vi er lidt mere optimistiske, hvad angår pensionsafkastskatten. Det er primært det bedre udgangspunkt fra 2011, der gør, at vi også næste år venter et lavere underskud end Finansministeriet.

AE forventer et offentligt underskud på 59 mia. kr. i 2011, hvilket skal sammenholdes med Finansministeriets skøn på 68 mia. kr.

Eksporten har indtil videre holdt hånden under dansk økonomi gennem krisen, men med den finansielle uro og opbremsning af væksten i udlandet kan økonomien for alvor tage skade, hvis ikke der kommer mere gang i den indenlandske efterspørgsel. Langtidsledigheden kan stige og bide sig fast på et højt niveau. En væsentlig risiko er, at vi risikerer at tabe de unge på gulvet. Ungdomsarbejdsløsheden er i dag på 13 pct., og 47.000 unge er på kontanthjælp, hvoraf godt 30.000 er uden for arbejdsstyrken.

AE anbefaler at fremrykke de offentlige investeringer i renovering af skoler, veje, kloaker og energirenovere offentlige bygninger. Denne type offentlige investeringer er nemme at sætte i gang her og nu i modsætning til offentlige investeringer i eksempelvis anlæg og nybyggeri, som kræver mere planlægning. Der er samtidig skabt et betydeligt vedligeholdelses efterslæb i kommunerne. Det gælder særligt på folkeskoleområdet, hvor KL skønner, at efterslæbet er på godt 2 mia. kr. i 2011, fordi vedligeholdelsesbudgettet i en del år har været for lavt.

AE anbefaler at fremrykke offentlige investeringer i renovering af skoler, veje, kloaker og energirenovere offentlige bygninger.

Regeringen har bebudet at fremrykke offentlige investeringer for 10 mia.kr. fra næste år. Samtidig åbner regeringsgrundlaget for et løft i det offentlige forbrug og løft i overførselsindkomsterne (afskaffelse af fattigdomsydelser) finansieret via højere skatter. Der foreligger intet konkret endnu, men resumetabel 1 giver et bud på effekterne af en sådan pakke. I beregningen er skatterne løftet 5 mia.kr. over den to-årige periode, brugt til at finansiere et løft i det offentlige reale forbrug på 0,4 pct.enheder i både 2012 og 2013 samt et løft i overførselsindkomsterne på ca. 650 mio.kr. Derudover er der fremrykket offentlige investeringer for i alt 10 mia.kr. fordelt med 7 mia.kr. i 2012 og 3 mia.kr. i 2013.

En vækstpakke kan bestå af fremrykning af offentlige investeringer kombineret med et løft i det offentlige forbrug og overførelser finansieret via højere skatter.

Resumetabel 1. Effekt af vækstpakke ift. prognosens grundforløb		
	2012	2013
BNP (faste 2000-kædede værdier), procent	0,4	0,3
Beskæftigelse, 1.000 personer	8,6	9,7
Offentlig saldo, mia. 2011-kr	-4,3	1,5

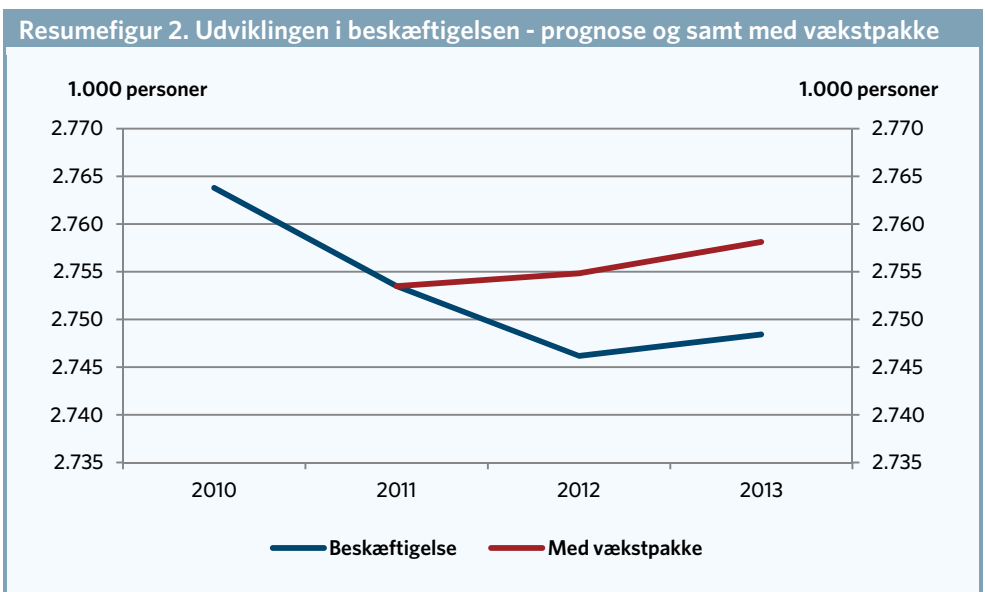
Anm.: Modelberegninger på ADAM-modellen som beskrevet i teksten.
 Kilde: AE beregning på ADAM-modellen.

BNP-niveauet løftes med 0,4 pct. i 2012 og 0,3 pct. i 2013. Dermed ligger der en stramning af finanspolitikken i 2013. Beskæftigelsen øges med 8.600 personer i 2012 stigende til 9.700 personer i 2013. Den offentlige saldo forbedres i 2013. Set over de to år er gældseffekten knap 3 mia.kr. Vækstpakken belaster altså de offentlige finanser med langt mindre end 10 mia.kr.

Gældseffekten af en vækstpakke på 10 mia. kr. er set over to år 3 mia. kr., mens beskæftigelseseffekten er 9.700 i 2013.

Selvom en vækstpakke i denne størrelsesorden ikke er voldsom stor, vil den give mulighed for en vending med fremgang på arbejdsmarkedet allerede i 2012 i stedet for først i 2013. Det viser resumefigur 2. Får vi samtidig skubbet gang i en mere positiv spiral, hvor virksomheder og husholdninger begynder at tage hul på det historisk store opsparringsoverskud vil effekterne være endnu større - ikke mindst for beskæftigelsen og de offentlige finanser. Samtidig vil en vækstpakke modvirke nye depressive tilstande i de danske husholdninger, der ellers kan sende dansk økonomi ind i en ny negativ spiral.

En vækstpakke i størrelsesordenen 10 mia. kr. vil den kunne give en vending på arbejdsmarkedet og skabe fremgang allerede i 2012.



Kilde: AE beregning på ADAM-modellen.

2. Markant forværrede udsigter for dansk økonomi

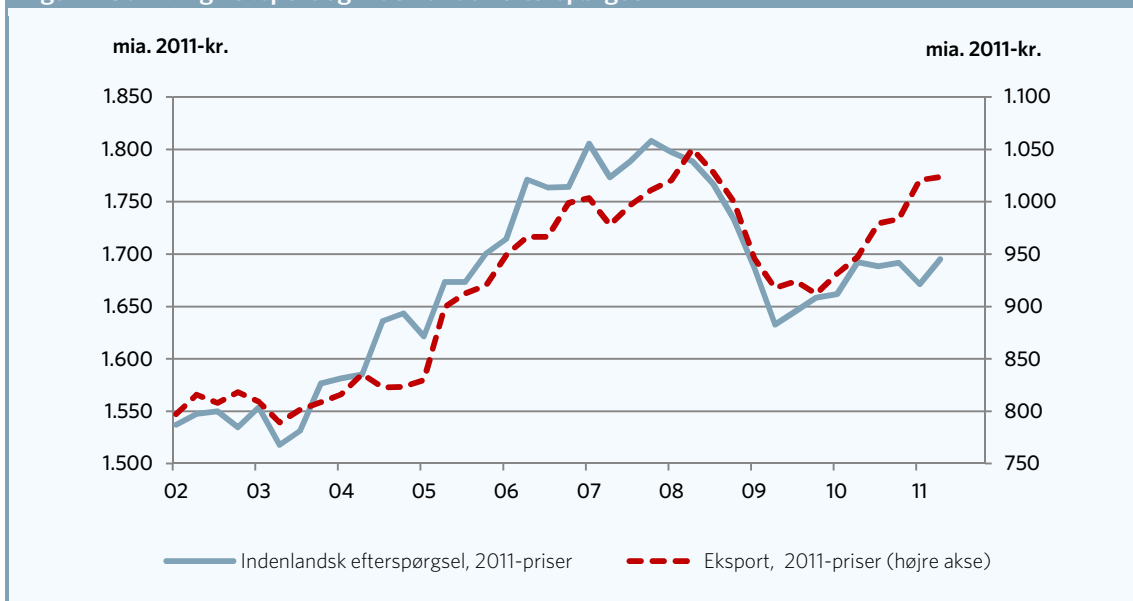
Udsigterne for dansk økonomi er blevet forværret fra et i forvejen dårligt udgangspunkt siden vores seneste prognose fra marts 2011.

For det første har den danske indenlandske efterspørgsel (privat forbrug, offentligt forbrug og alle investeringer) skuffet. Det selv bærende opsving - som flere troede var i gang, og som var VK-regeringens argument for at stramme finanspolitikken med Genopretningspakken - er udeblevet. Det er især det private forbrug og erhvervslivets investeringer, der har skuffet. Den økonomiske politik blev derfor strammet for tidligt.

For det andet har vi set klare tegn på opbremsning af væksten i udlandet. Kombineret med den finansielle uro hen over sommeren 2011 taler det for lavere international vækst end tidligere ventet, hvilket er til skade for dansk eksport og den danske vækst.

Den pæne økonomiske vækst på 1 pct., som vi så fra 1. til 2. kvartal 2011, var trukket af lagerinvesteringer og den offentlige økonomi. Modsat faldt det private forbrug, ligesom erhvervslivets investeringer også var for nedadgående¹. Samtidig må udviklingen i 2. kvartal 2011 ses i lyset af negativ vækst i de to foregående kvartaler - altså teknisk recession. Set over det seneste år, er det i høj grad eksporten, der har holdt hånden under dansk økonomi, mens den indenlandske efterspørgsel har ligget stort set uændret. Det viser figur 1.

Figur 1. Udvikling i eksport og indenlandsk efterspørgsel

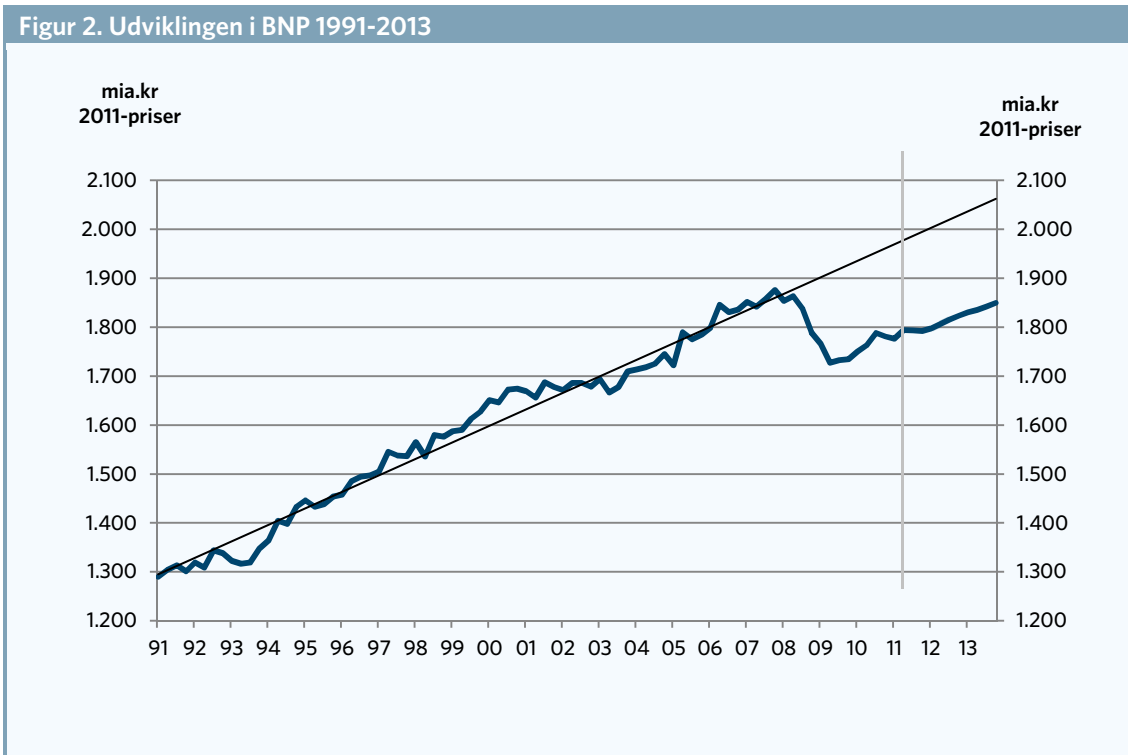


Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

Med bortfald af de midlertidige forhold samt udsigt til en opbremsning af væksten i udlandet med konsekvenser for den danske eksport forventer vi svag negativ BNP-vækst i 2. halvår 2011. Væksten for 2011 forventes derfor at lande omkring 1 pct. I 2012 forventes også en vækst omkring 1¼ pct., mens vi i 2013 forventer at komme op omkring 1,6 pct. Det afspejler vores forventning om, at der kommer lidt gang i eksporten igen i løbet af 2012, og især at det private forbrug og erhvervsinvesteringerne igen begynder at vokse.

¹ Renset for salget af en boreplatform i 1. kv. 2011.

Som det fremgår af figur 2, der viser en mekanisk fremskrivning af prognosen for BNP, kan den økonomiske udvikling efter finanskrisen langt fra betegnes som prangende. Selvom der fra 2012 forventes vækstrater på gennemsnitligt 0,2-0,4 pct. per kvartal (under eller lige omkring "normalen"), når vi ikke en gang op på før-kriseniveauet ved udgangen af 2013. Det afspejler, at Danmark har haft en langsom genopretning af økonomien efter finanskrisen, hvorfor det danske BNP i dag, i modsætning til vores nordiske naboer, stadig ligger markant under før-kriseniveau.



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

Sammenlignes der med den væksttrend, der var fra 1991-2008, ligger BNP ved udgangen af 2013 godt 200 mia. 2011-kr. lavere. Det illustrerer også, at det økonomiske opsving har været historisk langsomt efter finanskrisen, dels at krisen kan have påført dansk økonomi et permanent velstandstab, hvor den vækststi, økonomien bevæger sig omkring, er rykket permanent nedad.

Der knytter sig stadig betydelige risici til den økonomiske udvikling. På negativsiden er det risikoen for yderligere eskalering af gældskrisen i udlandet, med lavere vækst på eksportmarkederne til følge. Der er også risiko for, at det danske boligmarked skal igennem en større negativ tilpasning end det, der er lagt op til i prognosen. Modsat vil en mere ekspansiv økonomisk politik herhjemme (og i udlandet, hvor der er råderum) kunne skubbe mere gang i væksten. Bringer en vækstpakke samtidig en mere positiv stemning ind i dansk økonomi, hvor husholdninger og virksomheder tør tage hul på det historisk høje private opsparingsoverskud, kan vi få gang i en mere afgørende vending i dansk økonomi, jf. afsnit nedenfor.

Uden finanspolitiske stimulanser frygter vi for en ny negativ spiral, hvor husholdninger og virksomheder stadig holder på pengene. Sker det, vil vi sandsynligvis få endnu flere langtidsledige, endnu flere marginaliserede og færre produktive investeringer til skade for den mellemfristede vækst og de offentlige finanser.

Renterne forventes at holde sig på det historisk lave niveau gennem det meste af prognosen. Det vil understøtte væksten i både dansk og international økonomi, om end man skal huske, at de lave renter netop er et symptom på, at det ikke går særlig godt i de vestlige økonomier. Samtidig kan vi ikke forvente, at de lavere renter vil virke som "normalt" på økonomien. Dels vil både virksomheder og husholdninger i lyset af den økonomiske usikkerhed og fortsat ledig kapacitet være forsigtige med at låne penge, dels vil bankerne være forsigtige med at låne penge ud. Man kan derfor ikke regne med de effekter fra lavere renter, der findes i traditionelle modelberegninger, fordi de afspejler en normalsituation, som ikke er gældende nu.

Tabel 1 viser nøgletallene fra AE's oktoberprognose 2011. I det følgende gennemgås groft forsyningsbalancen. I appendiks er der en nærmere gennemgang af den indenlandske efterspørgsel samt sammenligning med prognosen fra marts 2011. Det skal bemærkes, at prognosen er baseret på kendt økonomisk politik, da det endnu er uklart hvordan regeringsgrundlaget kan og vil blive udmøntet, jf. boks 1.

Tabel 1. Nøgletal fra AE's økonomiske prognose oktober 2011				
	2010	2011	2012	2013
Realvækst i procent (kædede værdier)				
Bruttonationalprodukt	1,7	1,0	1,2	1,6
Indenlandsk efterspørgsel	1,7	0,1	1,2	1,7
- Privat forbrug	2,3	-0,8	1,2	2,0
- Offentligt forbrug	0,7	0,2	0,4	-0,3
- Offentlige investeringer	6,9	8,0	-4,0	-2,0
- Boligbyggeri	-9,0	10,0	0,0	2,5
- Erhvervsinvesteringer.	-2,8	-7,1	7,3	6,2
- Lagerinv. (vækstbidrag)	0,9	0,5	-0,2	0,0
Eksport	3,8	6,3	3,0	4,5
Import	3,9	5,1	3,1	5,0
	Niveau	Ændring i 1.000 personer		
Beskæftigelse	2764	-10	-7	2
Arbejdsstyrke	2878	-15	-3	-1
	1.000 personer			
Bruttoarbejdsløshed	165	164	172	169
Betalingsbalance	97	110	110	115
Offentlig saldo	-48	-59	-77	-55
	Årlig stigning i pct.			
Forbrugerprisindeks	2,3	2,8	2,0	1,7
Boligpriser, en.fam. huse	2,4	-2,5	-0,5	2,0
	Pct.			
Effektiv obligationsrente	2,7	2,7	2,8	3,1
	Årlig stigning i pct.			
Produktivitet (BNP per. besk.)	4,0	1,4	1,5	1,5

Kilde: ADAMs databank og AE.

Det **private forbrug** har i den grad skuffet. Således er forbruget faldet i 4 ud af de seneste 5 kvartaler. Samtidig peger de nyeste informationer fortsat i nedadgående retning, når vi serser ind i 2. halvår 2011. Indikatorerne så umiddelbart pæne ud ved udarbejdelsen af sidste prognose, hvilket gav forventning om, at en mere positiv udvikling var i gang. Alligevel faldt det private forbrug markant i 1. kvartal 2011, og siden da har indikatorerne næsten kun peget nedad.

Det private forbrug faldt yderligere i 2. kvartal 2011, og nedgangen forventes pba. indikatorerne at fortsætte i 3. kvartal 2011. Den sløje udvikling afspejler stor forsigtighed i de danske husholdninger, hvor formuefald (faldende boligpriser, aktiekurser mm), et sløjt arbejdsmarked og stigende usikkerhed trækker ned. I 2011 er der samtidig modvind fra faldende realløn, idet priserne stiger mere end lønnen.

Med udsigt til et sløjt 2. halvår 2011 forventer vi et samlet fald i det private forbrug på 0,8 pct. i 2011. I 2012 og 2013 forventes stigninger igen på 1¼ hhv. 2 pct. Det svarer til vækstrater under hhv. lidt over normalen, hvilket på ingen måde er prangende sammenlignet med tidligere konjunkturvendinger og den nedtur, det private forbrug har været igennem.

Den forventede udbetaling af efterlønsbidrag forventes i et vist omfang at kunne understøtte væksten i det private forbrug de kommende år. Effekten er dog meget usikker. Ligesom ved skattelettelser kan man risikere, at de udbetalte efterlønsbidrag i krisetider blot bliver sparet op og derfor ikke bliver omsat i et øget privat forbrug. Fra næste år vil reallønnen stige igen, hvilket også vil understøtte det private forbrug fremadrettet. Forbrugstilbøjeligheden forventes samlet at blive øget en smule fra det relativt lave niveau gennem prognoseperioden. Det skal ses i sammenhæng med en forventet stabilisering og en svag fremgang på arbejdsmarkedet samt at faldet i formuerne forventes at stoppe, bl.a. understøttet af en fortsat lav rente.

At mismodet fortsat trives i de danske husholdninger, blev bekræftet i den seneste opgørelse af forbrugertilliden. Ikke alene er forbrugertilliden faldet de seneste tre måneder. Indikatoren faldt i september måned 2011 tilmed til det laveste niveau siden 2009.

Det er fortsat svært at blive klog på udviklingen i den **offentlige økonomi**. Sidste år oplevede vi gradvise nedjusteringer af det offentlige forbrug, og delvist også af de offentlige investeringer. Da vi udarbejdede prognose i marts 2011, viste nationalregnskabet en realvækst fra 2009 til 2011 på 1,7 pct. Da de reviderede tal kom, var væksten nedjusteret til 1 pct., og de nyeste tal viser en vækst på 0,7 pct.

De nyeste nationalregnskabstal viste en stigning i det *reale offentlige forbrug* på 0,9 pct. fra 1. til 2. kvartal 2011. Det var en ret markant stigning oven på de foregående tre kvartaler med fald. Stigningen er dog noget mystisk i lyset af, at den offentlige beskæftigelse samtidig faldt med 2.000 personer fra 1. til 2. kvartal 2010. Faldende offentlig beskæftigelse tilsiger umiddelbart et fald i det offentlige forbrug, men det offentlige vare- og tjenestekøb har åbenbart trukket markant den anden vej.

I lyset af usikkerheden lægger vi forsigtigt vægt på nationalregnskabstallene og skønner en vækst i år på 0,2 pct. Det svarer nogenlunde til det, der ligger i budgetterne. Skønnet indebærer et stort set uændret offentligt forbrug resten af 2011. Til næste år forudsættes en vækst på 0,4 pct., mens der forventes nedgang i 2013 på 0,3 pct. Udviklingen skal ses i lyset af Genopretningspakken og de mellemfristede planer.

Efter et fald i de **offentlige investeringer** på knap 13 pct. i 1. kvartal 2011 kom der en stigning på næsten 24½ pct. i 2. kvartal 2011. Selvom vi tidligere har set markante zig-zag-bevægelser for de offentlige investeringer, er udviklingen alligevel så mærkværdig, at vi vælger at lægge os op ad de udmeldinger, der er kommet fra Finansministeriet baseret på deres budgetter. Det indebærer i år en realvækst omkring 8 pct.

Med Genopretningspakken og de nuværende mellemfristede udmeldinger forventes de offentlige investeringer at falde resten af prognoseperioden med årlige vækstrater på -4 og -2 pct. i 2012 hhv. 2013. En vækstpakke vil kunne ændre dette billede ganske markant, det fremgår af boks 1, der kort ser på mulige konsekvenser af det nye regeringsgrundlag.

Boks 1. Mulige konsekvenser af nyt regeringsgrundlag

Der ligger endnu ingen specifikke udmeldinger ej heller aftaler omkring udviklingen i den offentlige økonomi fra den nye regering. Det afspejles i, at S-SF-R netop har genfremsat den tidligere regerings Finanslovsforslag. Vi har på den baggrund forudsat kendt økonomisk politik i prognosen, men behandler et muligt alternativ i afsnittet om økonomisk politik og vækstpakke.

I S-SF-R regeringsgrundlaget er der således ikke fastlagt en specifik realvækst-ramme i de kommende år. Dog fremgår det, at der gennemføres skatte- og afgiftsstigninger for 5 mia. kr. Disse indtægter vil umiddelbart kunne finansiere ½ pct. højere realvækst i årene 2012 og 2013, uden at det altså påvirker saldo og gæld. En afskaffelse af fattigdomsydelserne vil dog begrænse råderummet for øgede offentlige udgifter.

I S-SF-R's regeringsgrundlag er der lagt op til en vækstpakke på 10 mia. kr. VK's Genopretningspakke strammede finanspolitikken med udgangspunkt i, at dansk økonomi var i et selvstående opsving. Det er udeblevet, og vækstudsigterne for dansk økonomi er blevet forværret siden AE's seneste prognose fra marts 2011. Fremrykning af offentlige investeringer med eksempelvis 7 mia. kr. i 2012 og 3 mia. kr. i 2013 vil medføre, at en realvækst på de nuværende -4 pct. i 2012 løftes til 17 pct. Modstykket er, at investeringerne i stedet for at falde med 2 pct. i 2013, ender med et fald med 12 pct. fra 2012 til 2013, da 2012 er løftet.

Aftales en vækstpakke på 10 mia. kr., ventes det at svække den offentlige saldo med ca. det halve på grund af tilbageløb fra, at flere kommer i beskæftigelse og betaler skat, og færre trækker på overførselsindkomsterne. Dertil kommer positive afledte effekter fra en finansieret forhøjelse af det offentlige forbrug samt afskaffelse af fattigdomsydelserne, jf. afsnit nedenfor.

Boliginvesteringerne har som den eneste private efterspørgselskomponent udviklet sig positivt de seneste 4 kvartaler. Af fremgangen det seneste år formodes en stor del at kunne henføres til, at salg af byggegrunde efter 1. januar 2011 er blevet belagt med moms. Det har øget tilskyndelsen til at påbegynde nybyggeri i 2010, hvilket bl.a. ses i en markant stigning i de påbegyndte boligkvadratmetre frem mod årsskiftet, hvorefter der har været et lige så markant fald. Da påbegyndelserne påvirker boliginvesteringerne med forsinkelse, kommer der fra 2. halvår 2011 et nedadgående pres på boliginvesteringerne. Det forventes dog, at opførelsen af nye almene boliger, reovering af almene boliger samt på kort sigt de reparationer, der følger af skybruddene, vi har set i sommeren 2011, kan trække modsat.

Samlet ventes boliginvesteringerne i år at vokse med 10 pct. Til næste år forventes nul-vækst, mens der i 2013 ventes en lille fremgang på 2½ pct. Det er stadig svært at få øje på de faktorer, der for alvor skal trække gang i boliginvesteringerne igen, så her ligger der en pæn usikkerhed. Det er forventet, at de lave renter vil begrænse boligprisfaldene den kommende tid, og at der kommer en lille nominel stigning i 2012. I lyset af indikatorerne for boligmarkedet med et enormt antal boliger til salg er der risiko for, at boligpriserne vil falde mere markant. Sker det, kan boliginvesteringerne nemt ende i det negative spektrum de kommende år.

Erhvervsinvesteringerne er den anden post, der for alvor har skuffet. Renset for salget af en boreplatform i 1. kvartal 2011 er erhvervsinvesteringerne faldet de seneste 4 kvartaler. Vurderet ud fra de tilgængelige oplysninger, er det især erhvervslivets investeringer i maskiner, der har trukket ned, mens investeringerne i bygninger og anlæg har ligget mere eller mindre fladt på det seneste. Der er stadig tegn på ledig kapacitet. Det gælder dels inden for industrien og dels mere generelt, at der er masser af ledige kontor- og produktionslokaler. Situationen afspejles i erhvervslivets investeringskvote, der i 2011 vurderes til et niveau, der ikke er set lavere siden starten af 1980'erne.

I lyset af det lave investeringsniveau, den fortsat lave rente og den fremgang, der trods alt er i væksten fra 2012, forventer vi, at behovet for investeringer i især maskiner, transportmidler, software mv. øges fremadrettet, mens behovet for investeringer i bygninger og anlæg kun forventes at stige svagt gennem prognoseperioden. Samlet forventes erhvervsinvesteringerne at falde med 7 pct. i år, mens der næste år ventes en fremgang på $7\frac{1}{4}$ pct.². I 2013 ventes en stigning på $6\frac{1}{4}$ pct. Prognosen indebærer en relativ langsom genopretning af det meget store fald, der har været i erhvervslivets investeringer efter 2008. Der er i 2013 stadig lang vej til de niveauer vi så i årene 2006-2008.

Udviklingen i virksomhedernes lagerinvesteringer har også været kraftigere end ventet. Vækstbidraget fra lagrene er derfor opjusteret i 2011 til godt $\frac{1}{2}$ pct.enhed, mens det er nedjusteret i 2012 til -0,2 pct.enheder. I 2013 ventes ikke noget vækstbidrag fra lagrene.

Mens den indenlandske efterspørgsel har skuffet, har **eksporten** derimod overrasket positivt. Således er eksporten vokset med i gennemsnit 2 pct. per kvartal de seneste seks kvartaler. Opbremsningen i eksporten i 2. kvartal 2011, jf. figur 1, må ses i sammenhæng med en kraftig stigning i eksporten i 1. kvartal 2011 som følge af et ekstraordinært salg af en boreplatform. Med udsigt til en opbremsning af væksten i udlandet i 2. halvår 2011, forventes en samtidig opbremsning af den danske eksportvækst. Den gunstige udvikling til og med 2. kvartal 2011 giver dog en samlet opjustering af væksten for 2011 til knap $6\frac{1}{4}$ pct. Det er $1\frac{1}{4}$ pct.enhed mere end i seneste prognose (eksporten af en boreplatform forklarer knap $\frac{1}{2}$ pct.enhed). I 2012 ventes en nedgearing af eksportvæksten til 3 pct. Det er en nedjustering siden sidste prognose, der primært afspejler, at markedsvæksten er nedjusteret i 2012 i lyset af, at væksten i udlandet er lavere end ventet. Der er stigende forventninger til eksportvæksten i 2013 som følge af forudsætningen om en opgearing af vækstraterne i udlandet igen. Eksporten forventes at stige med $4\frac{1}{2}$ pct. i 2013.

At eksporten får det sværere i 2. halvår 2011, bekræftes umiddelbart af de foreløbige oplysninger fra betalingsbalancestatistikken, der peger på et nominelt eksportfald ind i 3. kvartal 2011. Ligeledes er industrivirksomhedernes vurdering af eksportordrebeholdningen faldet noget tilbage i 3. kvartal 2011 efter pæne stigninger frem til 2. kvartal.

Importen er også vokset lidt mere end ventet i sidste prognose. Det er umiddelbart overraskende i lyset af den svage indenlandske efterspørgsel, hvor ikke mindst udviklingen i det private forbrug og erhvervsinvesteringer har skuffet stort. Importindholdet er dog også relativt stort i både eksporten og i lagerinvesteringerne, så der kan ligge forklaringer her.

² Renset for eksporten af en boreplatform, falder erhvervsinvesteringerne i 2011 med 5 pct., mens de næste år stiger 5 pct.

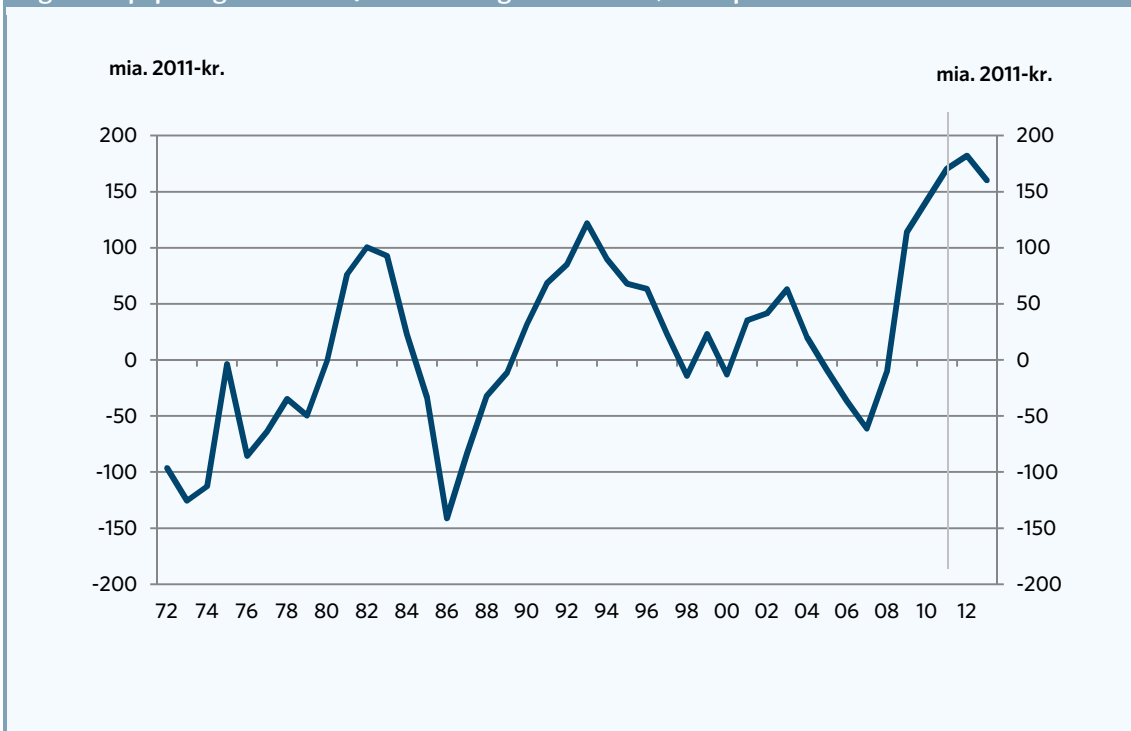
I lyset af en forventet opbremsning i både eksporten og den indenlandske efterspørgsel i 2. halvår 2011 forventes importen også at bremse op her. Alligevel ligger der, sammenlignet med vores martsprognose, en lille opjustering på knap ½ pct.enhed til god 5 pct. i 2011, som skal ses i lyset af en kraftigere stigning frem til 1. halvår 2011.

I 2012 forventes en importvækst på 3,1 pct., mens der i 2013 ventes en vækst på 5 pct. I 2012 er væksten nedjusteret med ca. 2 pct.enheder, hvilket afspejler nedjustering af både den indenlandske efterspørgsel og af eksporten.

Samlet ligger der et isoleret vækstbidrag fra udenrigshandlen på 0,9 pct.enheder i 2011. I 2012 og 2013 ventes ikke noget særligt vækstbidrag (hverken positivt eller negativt) fra udenrigshandlen. Udviklingen er sammen med et stigende bytteforhold i 2012 og 2013 med til at sikre os, at betalingsbalanceoverskuddene forbliver over 100 mia. kr. gennem hele prognoseperioden.

Med et skønnet offentligt underskud i år på 59 mia.kr., et forventet underskud næste år på 77 mia.kr. og 55 mia.kr. i 2013, fastholdes det private opsparende overskud på et rekord højt niveau (160-180 mia.2011-kr), jf. figur 3. Udviklingen i og størrelsen på den private nettoopsparing viser, at der er et enormt stort potentiale for at øge den private efterspørgsel i økonomien til gavn for vækst og beskæftigelse. Men det kræver, at vi kan få aktiveret erhvervslivets lyst til investeringer og det kræver, at vi kan få aktiveret forbrugernes lyst til at forbruge igen. Boks 2 ser nærmere på den offentlige saldo og gæld

Figur 3. Opsparingsoverskud (nettofordringserhvervelse) i den private sektor



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

Boks 2. Offentlig saldo og gæld

Den offentlige saldo er et spejlbillede på den lave økonomiske vækst. Derfor vendte offentlige overskud i 2007 på 81 mia. kr. til underskud i 2009 på 46½ mia. kr. som følge af, at den økonomiske vækst vendte fra +1,6 pct. til -5,2 pct.

Der forventes fortsat store offentlige underskud med bl.a. -3,3 pct. af BNP i 2011, som altså svagt overskrider EU's henstilling til Danmark om at bringe underskuddet under underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP: Underskuddet i 2011, som svarer til 59 mia. kr., er en anelse mindre kritisk end i Finansministeriets augustredegørelse, hvor underskuddet var 68 mia. kr. – på trods af, at AE er mere pessimistisk i forhold til vækstudsigterne.

Det skyldes, at AE på baggrund af de offentlige underskud fra første halvår og de indikatorer, vi har ind i 2. halvår 2011, vurderer, at det ender med et mindre offentligt underskud, end det Finansministeriet skønner i Økonomisk Redegørelse august 2011. Således var underskuddet kun 5 mia. kr. højere i første halvår 2011 sammenlignet med 1 halvår 2010. Hvis der er en tilsvarende gennemsnitlig forværring af saldoen i andet halvår af 2011 i forhold til 2010, ender det ca. på AE's skøn. Derimod kræves på baggrund de nuværende tal en markant forværring af saldoen i 2. halvår 2011, sammenlignet med 2. halvår 2010 for at ramme Finansministeriets augustskøn med et underskud på 68,2 mia. kr. Det kræver, at underskuddene forværres med 15 mia. kr. i andet halvår 2011 sammenlignet med samme periode i 2010 (hvor vi altså til sammenligning havde en forværring på 5 mia. kr. i 1. halvår 2011). De informationer, vi har fra Nationalbanken, om statens betalinger for 3. kvartal 2011 (juli, august og september måned), peger ikke umiddelbart i retning af Finansministeriets underskud. Tværtimod lå nettobetalingen i disse tre måneder næsten 2 mia. kr. bedre i 2011 sammenlignet med samme måneder i 2010.

Når det er sagt, så ventede AE i marts-prognosen, at Danmark i år kunne overholde konvergenskriteriet på 3 pct. (ca. 55 mia.kr.). I lyset af de nye informationer kommer det til at knibe. Ud over at den internationale uro og vækstudsigterne er en joker i forhold til den offentlige saldo, så er pensionsafkastskatten ligeledes en joker. Udviklingen på aktiemarkedet trækker i retning af, at provenuet fra pensionsafkastbeskatningen bliver mindre end tidligere ventet, men omvendt trækker det faldende renter, som omvendt påvirker pensionsafkastet positivt via renteafdækning. AE er således mere optimistisk end Finansministeriet på dette område. Således vurderer AE, at provenuet herfra er 8½ mia. kr. i 2011 stigende til 14½ mia. kr. i 2012, hvilket er hhv. 3½ og 10 mia. kr. mere end Finansministeriet. Finansministeriet vurderer selv i augustredegørelsen, at normalafkastet for pensionsafkastskatten er 1 pct. af BNP svarende til knap 20 mia. kr. I det lys vurderer AE, at Finansministeriets provenu er lavt sat.

Den offentlige saldo forværres med 18 mia. kr. fra 2011 til 2012, så underskuddet ender på 77 mia. kr. svarende til -4,2 pct. af BNP. Det dækker især over, at efterlønsbidraget udbetales i 2012 og ventes at øge de offentlige udgifter med ca. 17 mia. kr. AE forventer også, at det offentlige underskud i 2012 er lidt mindre end Finansministeriet, som venter en underskud på 84½ mia. kr. i 2012. Det på trods af AE's forventning om, at den økonomiske vækst bliver 1,2 pct. i 2012 mod Finansministeriets 1,8 pct. Man skal dog være opmærksom på, at AE's forventning til saldoen fra 2011 til 2012 er mere dystre end Finansministeriets. Det lavere underskud i 2012 er således primært en konsekvens af, at udgangspunktet – altså 2011-underskuddet – er mindre i AE's prognose.

Underskuddet i 2013 ventes at være på den rigtige side af EU's grænse på 3 pct. af BNP. Det dækker over, at der ikke skal udbetales efterlønsbidrag, at der forventes en stabilisering og svag fremgang på arbejdsmarkedet samt at faldet i formuerne forventes at stoppe, bl.a. understøttet af en fortsat lav rente.

Den offentlige gæld eller rettere sagt den offentlige nettoformue er naturligvis påvirket negativt af det offentlige underskud. Det seneste tal for den offentlige nettogæld ultimo 2. kvartal 2011 viser en formue på 7 mia. kr. Fortsættelsen af underskuddene de kommende år betyder, at den offentlige nettoformue formentlig allerede fra 3. kvartal 2011 vendes til en gæld. Men Danmark er milevidt fra græske tilstande. Grækenland har til sammenligning en nettogæld på 114 pct. af BNP, svarende til 2.000 mia. danske kroner.

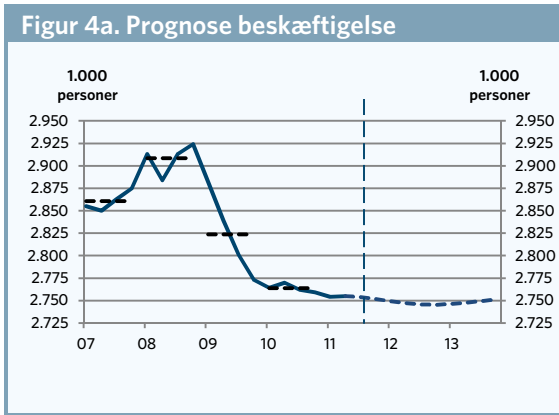
3. Sløje udsigter for det danske arbejdsmarked

Situationen på det danske arbejdsmarked tegner ikke speciel opmuntrende. For det første blev beskæftigelsesvæksten nedrevideret med 11.000 personer ind i 1. halvår 2011 med de seneste nationalregnskabstal. I den tidligere opgørelse var der en fremgang i beskæftigelsen på 7.000 personer fra 4. kvartal 2010 til 2. kvartal 2011, nu viser nationalregnskabet et fald på 4.000 personer i samme periode. Udviklingen dækker over nedgang inden for det offentlige, mens den private beskæftigelse har ligget uændret.

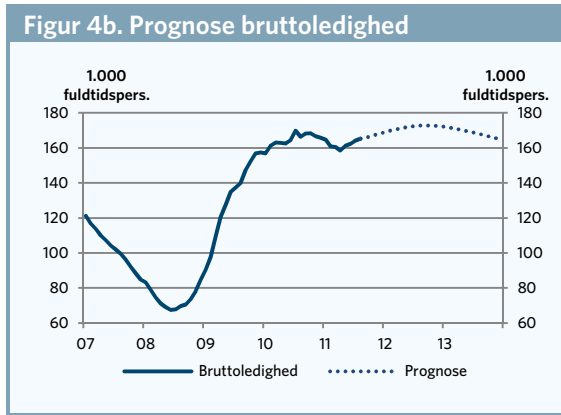
For det andet er bruttoledigheden steget uafbrudt de seneste fire måneder med i alt 6.700 fuldtidspersoner fra april til august 2011.

For det tredje er den vækst, der har været, og den vækst, der tegner sig de kommende kvartaler, efter vores vurdering for svag til at stoppe nedturen på arbejdsmarkedet. Der er ikke udsigt til markant ned-

gang, men den svage vending, vi forudså i seneste prognose, lader vente på sig. Det viser figur 4.a og 4.b med mekaniske kvartalsforløb udarbejdet pba. prognosen. Som det ses, forventes en mindre nedtur på arbejdsmarkedet et godt stykke ind i 2012, hvorefter der sker en marginal vending ind i 2013. Resultatet er, at arbejdsmarkedet ved udgangen af 2013 ligger dårligere end i dag. Det er en historisk sløj udvikling.



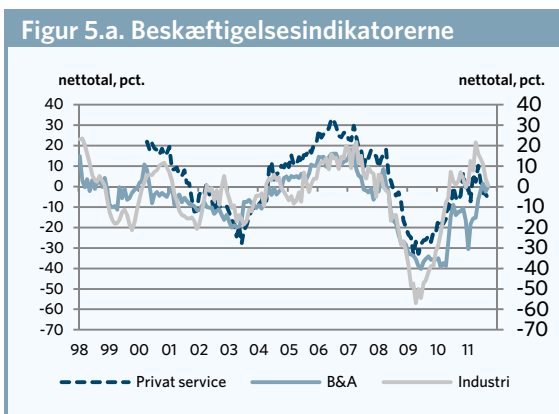
Anm.: De vandrette streger angiver årlige gennemsnit.
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.



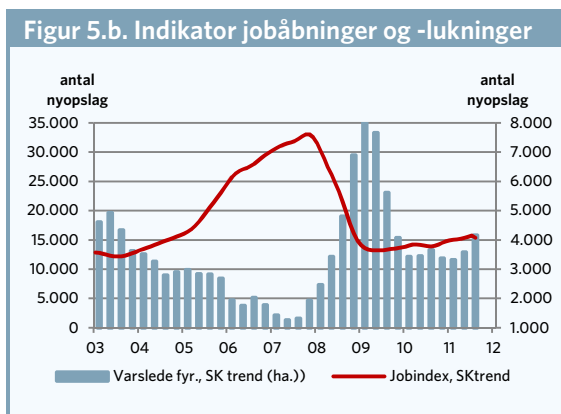
Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

Samlet forventes i år en nedgang i beskæftigelsen på 10.000 personer. Til næste år falder beskæftigelsen med 7.000 personer, mens der i 2012 forudses en marginal fremgang på godt 2.000 personer. Sammenlignet med vores martsprognose er beskæftigelsen i 2011 og 2012 nedjusteret med i alt 28.000 personer. Til sammenligning er bruttoledigheden opjusteret med 11.000 personer, hvorfor arbejdsstyrken igen forventes at tage en meget stor del af tilpasningen på arbejdsmarkedet.

Afmatningen på arbejdsmarkedet i 2. halvår 2011 bekræftes umiddelbart af indikatorerne for det private arbejdsmarked. Efter at have befundet sig i det positive spektrum i starten af året, er beskæftigelsesindikatoren for industri og privat service enten gået i nul eller negativ i 3. kvartal 2011. Bygge- og anlægssektorens indikator ligger også omkring nul, men kommer her fra det negative spektrum. Det viser figur 5.a. Samtidig peger de nyeste oplysninger fra kommunerne og regionernes fælles løndatakontor (fld) på fortsat stor nedgang i den offentlige beskæftigelse ind i 3. kvartal 2011. Med omtrentlig nulvækst i det offentlige forbrug gennem prognoseperioden må den offentlige beskæftigelse forventes at falde fortsat.



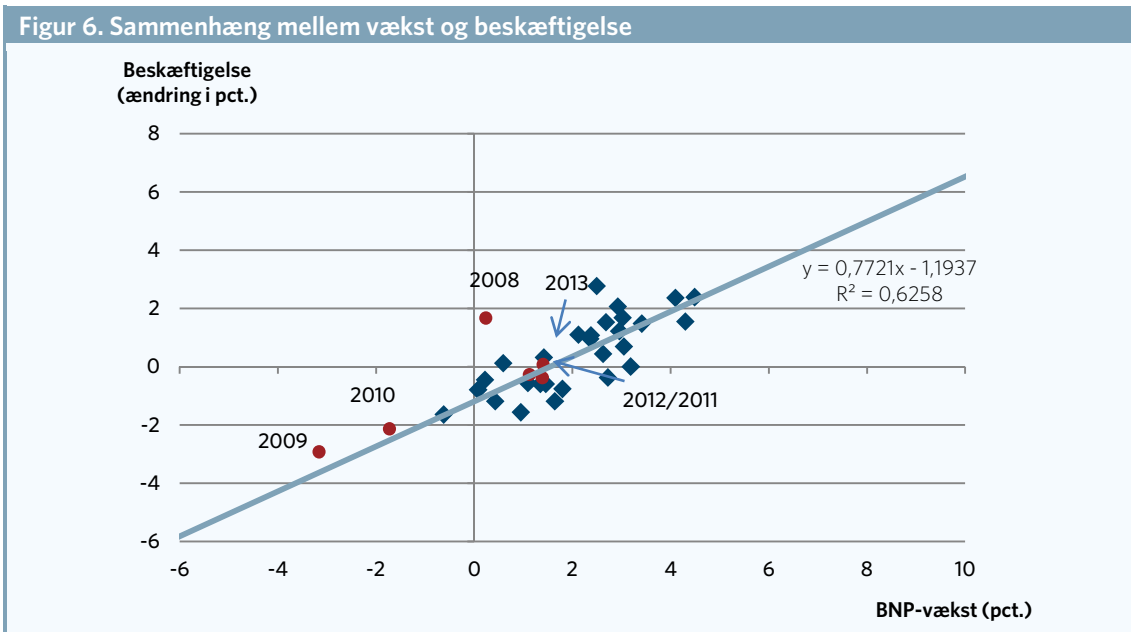
Anm.: Indikatorerne afspejler den faktiske vurdering af beskæftigelsen inden for de forskellige erhverv. Indikatoren for service er splejset pba. gamle og nye tal.
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.



Anm.: Begge serier er sæson korrigerede trende.
 Kilde: AE pba. Jobindex og jobindsats.dk

Ser man på indikatorerne for jobåbninger og –lukninger, er der heller ikke noget positivt at spore. Antallet af nye jobopslag på nettet har kun bevæget sig marginalt væk fra bunden, og antallet af varslede fyringer lå i 3. kvartal 2011 på det højeste niveau siden 4. kvartal 2009. Det viser figur 5b.

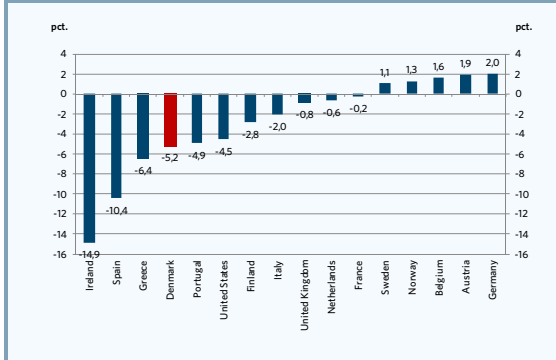
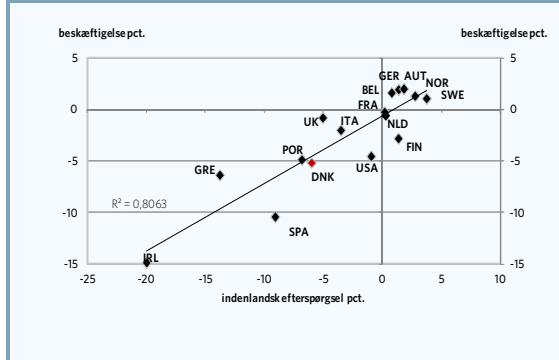
Problemet for det danske arbejdsmarked er, at væksten i dansk økonomi har været og fortsat er for lav til at trække ordentligt gang i beskæftigelsen. Den historiske sammenhæng (de blå firkanter) mellem vækst og beskæftigelse – en såkaldt "okun-kurve" – viser, at væksten i dansk økonomi set over en 2-årig periode skal over 1½ pct., før man kan vente fremgang i beskæftigelsen. Der er i prognosen ikke udsigt til, at væksten kommer nævneværdigt over denne grænse, hvorfor vi får den sløje arbejdsmarkedsudvikling.



Anm.: Sammenhængen mellem vækst og den procentvise udvikling i beskæftigelsen er estimeret for 1980-2007, da 2007 er det seneste endelige år i Nationalregnskabet. Dvs. at observationerne for 2008 og frem ikke indgår i beregningen af den konkrete sammenhæng mellem vækst og beskæftigelse. Endvidere er væksten for et givent år beregnet som et gennemsnit af væksten i det pågældende år og væksten i det foregående år.
 Kilde: AE pba. ADAM's databank og egne beregninger.

Som det fremgår af figur 6, rammer det beskæftigelsesfald, der var i 2009 og 2010 (blandt de røde prikker), en anelse over den historiske okun-kurve. Det indikerer, at faldet i beskæftigelsen skulle have været større sammenholdt med den økonomiske vækst. Prognosen for 2011, 2012 og 2013 ligger derimod tæt på kurven. En mere mærkbar vending på det danske arbejdsmarked vil kræve vækstrater af en helt anden kaliber end dem, der forudses i prognosen (godt op over 2 pct.).

At Danmark er kommet relativt dårligt igennem den økonomiske krise, ser man samtidig ved at sammenligne vores arbejdsmarkedsudvikling med andre lande med relevante lighedstræk. Af figur 7a fremgår det, at kun Irland, Spanien og Grækenland har haft en større beskæftigelsesmæssig nedtur end Danmark. I modsatte ende finder vi Sverige, Norge og Tyskland, der allerede nu ligger et godt stykke over det niveau, de havde, før krisen satte ind. Af figur 7b fremgår det endvidere, at de lande, der har haft en gunstig udvikling i den indenlandske efterspørgsel, også er de lande, der har klaret sig godt på arbejdsmarkedet (og vice versa). Selvom årsagssammenhængen ikke er givet, sætter den spot på den sløje danske indenlandske efterspørgsel som væsentlig forklaring på den sløje danske arbejdsmarkedsudvikling.

Figur 7a. Beskæftigelse gennem krisen

Figur 7b. Indenlandsk eftersp. og beskæft.


Anm.: Beskæftigelsen målt i 2. kv. 2011 ift. 1. kv. 2008, sæsonkorrigerede tal. For de lande, hvor der endnu ikke er tal fra 2. kv. 2011, er 1. kvartalstallene anvendt i stedet.

Kilde: AE på baggrund af Eurostat og OECD.

Efter en markant produktivitetsvækst (BNP per beskæftiget) i 2010 på 4 pct. forventes i 2011, 2012 og 2013 mere normale produktivitetsvækstrater omkring 1½ pct. per år. Udviklingen betyder, at vi allerede til næste år vil være tilbage på det produktivetsniveau, der var før krisen. Sammenlignet med vores martsprognose er produktivitetsvæksten dog samlet nedjusteret med i gennemsnit ca. 0,3 pct.enheder i 2011 og 2012.

4. Udviklingen i den internationale økonomi

Siden vores seneste prognose i foråret er udsigterne for international økonomi blevet svagere og langt mere usikre. De stærke væksttegn, vi så fra en række europæiske lande i årets første kvartal, fortsatte ikke ind i andet kvartal. Samlet har det givet anledning til en betydelig nedjustering af den forventede vækst i 2011, men særligt i 2012 blandt Danmarks samhandelspartnere. Det fremgår af tabel 2.

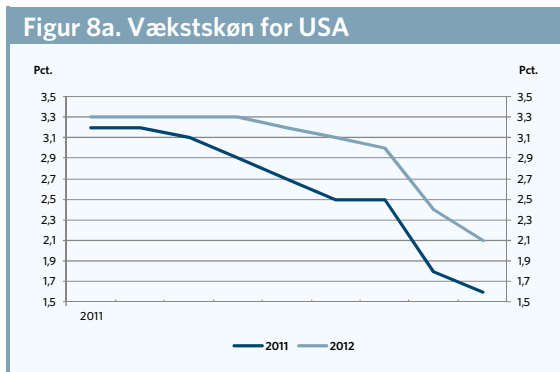
Tabel 2. Udenlandske vækstkøn bag AE's oktoberprognose 2011

	2011	2012	2013
Tyskland	2,9	1,3	2,0
Sverige	4,3	2,1	2,2
Storbritannien	1,2	1,8	1,7
USA	1,6	2,1	2,8
Norge	0,8	1,5	1,5
Holland	1,7	1,1	2,0
Frankrig	1,7	1,2	1,8
Italien	0,7	0,3	1,5
Finland	3,3	1,9	2,0
Spanien	0,7	0,8	1,5
Udlandsvækst oktober 2011	2,4	1,6	2,0
Udlandsvækst marts 2011	2,7	2,3	-
Ændring	-0,3	-0,7	

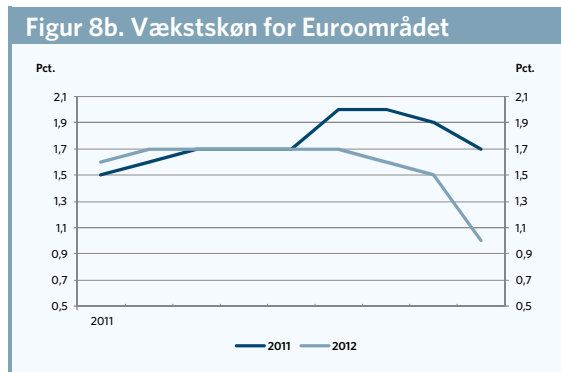
Anm.: Udlandsvæksten er et vægtet gennemsnit af de 10 lande (Danmarks største handelspartnere) ovenfor.

Kilde: AE pba. Consensus Forecasters september 2011 samt egne skøn og AE's prognose fra marts 2011.

Som det kan ses, er nedjusteringen af forventningerne til 2012 mere markant end 2011. Det skal ses i lyset af den seneste voldsomme finansielle uro samt tiltagende uro omkring den europæiske gældskrise. Også USA har haft store problemer med de offentlige finanser, og den stigende skepsis ift. håndteringen af dette, er heller ikke med til at forbedre udsigterne, så væksten for alvor tager fart i 2012. Den stigende pessimisme samt nedjustering af vækstsøn er dog ikke kommet ud af det blå. Siden vores forårsprognose udkom, har der været en tendens til en jævn nedjustering af vækstudsigterne både for Euroområdet og USA, jf. figur 8a og 8b.



Anm.: Grafen angiver den forventede vækst til året på tidspunktet på x-aksen.
 Kilde: AE pba. Consensus Forecasters



Anm.: Grafen angiver den forventede vækst til året på tidspunktet på x-aksen.
 Kilde: AE pba. Consensus Forecasters

Figureerne bekræfter, at der ikke har været tale om en enkeltstående begivenhed, der har givet anledning til de mere dystre udsigter, men at der er tale om summen af mange små og større ting, som er kommet frem i løbet af foråret og sommeren, og som har fået den spirende optimisme fra årsskiftet 2010/2011 til at forsvinde og vækstudsigterne til at blive nedjusteret. Udviklingen bekræfter, at vejen frem efter recessionen er lang og vil være fyldt med bump.

Til trods for, at væksten i udlandet allerede er nedjusteret i denne prognose, sammenlignet med vores prognose fra foråret, er det ikke usandsynligt, at væksten i udlandet bliver endnu lavere. Der er meget store usikkerheder forbundet med international økonomi i øjeblikket, og hovedparten af usikkerhederne peger i negativ retning.

Hvis de finansielle markeder ikke har tillid til, at gældsproblematikken i Sydeuropa kan løses og virkningen af den politiske uro omkring forhøjelsen af gældsloftet i USA er, at forbrugernes og virksomhedernes forsigtighed i USA bider sig fast, kan det trække væksten i verdensøkonomien yderligere ned.

Den Internationale Valutafond (IMF) har i lyset af de seneste nedjusteringer af europæisk vækst anbefalet de europæiske lande at genoverveje situationen og udskyde nogle af de finanspolitiske stramninger, der ellers var lagt op til. Hvis man fra europæisk side gennemfører en koordineret finans- og pengepolitik bestående af offentlige investeringer og mere lempelig pengepolitik, vil den positive afsmitende effekt på dansk økonomi være stor.

5. Økonomisk politik

I løbet af krisen har eksporten holdt hånden under dansk økonomi, men hvis dansk økonomi ud over en sløj indenlandsk efterspørgsel også skal til at slås med en sløj eksportvækst, som følge af den internationale afmatning, kan økonomien for alvor tage skade.

For det første kan langtidsledigheden blive vanskeligere at nedbringe igen, hvorfor arbejdsløsheden kan bide sig fast på et for højt niveau. Det vil fremadrettet skade vores vækstmuligheder, vores velstand og gøre det vanskeligere at få de offentlige budgetter i balance.

For det andet kan vi tabe en masse mennesker på gulvet. I løbet af krisen er der blevet flere marginaliserede på arbejdsmarkedet – dvs. personer, som i 80 pct. af tiden inden for de seneste tre år, har været på overførelsesindkomst. Alene fra 1. kvartal 2011 til 2. kvartal 2011 så vi en stigning på 6.500 personer.

Endelig er vi ved at tabe mange unge på gulvet. Ungdomsarbejdsløsheden for de 15-29-årige er på ca. 13 pct., og 47.000 unge under 30 år er på kontanthjælp – heraf er godt 30.000 uden for arbejdsstyrken.

Derfor er det afgørende at få gang i væksten – herunder ikke mindst den indenlandske efterspørgsel. Vækst vil også føre til højere beskæftigelse og flere skatteindtægter.

Der er derfor fortsat brug for at fremrykke flere offentlige investeringer – alene det faktum, at væksten blot var blevet under 0,2 pct. det seneste kvartal, hvis lagre og det offentlige ikke havde holdt hånden under økonomien, viser, hvor vigtigt det er, at man ikke strammer finanspolitikken for hurtigt.

I Europa er man slået ind på en farlig vej, hvor man tror, man kan spare sig ud af krisen, men sparepakkerne i EU suger både vækst og beskæftigelse ud af europæisk økonomi på et tidspunkt, hvor det underliggende opsving ikke er kraftigt nok til at modstå de negative effekter fra sparepakkerne. Dertil kommer, at landene strammer samtidigt, hvilket blot forstærker de negative effekter på vækst og beskæftigelse.

I lyset af nedjusteringen af den europæiske vækst, har IMF, opfordret EU-landene til at genoverveje sparepakkerne.

Chefen for IMF, Christine Lagarde, udtaler at³: *"Vi anbefaler, at landene i Europa tilpasser deres spareplaner til den ændrede situation og overvejer foranstaltninger, der skal drive væksten"* og peger på Tyskland som et af de lande, der har mulighed for at stimulere væksten: *"Det hele afhænger selvfølgelig af omstændighederne, men hvis eksporten – der er fundamentet for den tyske økonomi – bryder sammen, kan regeringen svare igen (...) Hvis Tyskland stimulerer den indenlandske efterspørgsel, er det godt for den tyske økonomi og for landets naboer"*.

I Sverige har man således planer om yderligere finanspolitiske stimulanser. Ifølge Dagbladet Børsen (21-9-2011) stimuleres svensk økonomi med 10 mia. sv. kr. i 2011, 15 mia. sv. kr. næste år og 17,3 mia. sv. kr. i 2013. Tilsvarende forudser det Svenske Konjunkturinstitut⁴, at der samlet gennemføres ufinansie-

³ Se <http://epn.dk/okonomi2/global/article2535155.ece>

⁴ Se <http://www.konj.se/347.html>

rede tiltag for 65 mia.sv.kr. i årene 2012-2015. Institutet anbefaler samtidig, at flere tiltag fremrykkes til 2012, hvor der er problemer med væksten.

I Sverige kan man altså godt lave vækstpakker på trods af en økonomisk vækst, på trods af et arbejdsmarked, der er vendt og som allerede er kommet tilbage til før-kriseniveau, og på trods af en kapacitetsudnyttelse, der ifølge OECD ligger betydelig højere end i Danmark.

Sverige ligger godt nok målt på den offentlige saldo og gæld en anelse bedre end Danmark. Men Danmark ligger også i den meget pæne ende i EU, når vi ser på underskud og gæld. Og havde Danmark haft den svenske BNP-vækst, efter krisen, ville Danmark også have haft meget pænere offentlige finanser.

Hvis man fra europæisk side gennemfører en koordineret finans- og pengepolitik bestående af offentlige investeringer og mere lempelig pengepolitik, vil det virke selvforstærkende for de enkelte landes vækstpakker pga. spill-over-effekter (samhandelseffekter), som vil styrke samhandlen mellem landene.

I Danmark anbefaler AE at fremrykke offentlige investeringer i renovering af skoler, veje, kloaker og energirenovere offentlige bygninger. Denne type offentlige investeringer er nemme at sætte i gang her og nu i modsætning til offentlige investeringer i eksempelvis anlæg og nybyggeri, som kræver mere planlægning. Dertil kommer, at der er skabt et betydeligt vedligeholdelsesefterslæb i kommunerne. Det gælder særligt på folkeskoleområdet, hvor KL skønner, at efterslæbet er på godt 2 mia. kr. i 2011, pga. at vedligeholdelsesbudgettet i en del år har været for lavt.

Regeringen har bebudet at fremrykke offentlige investeringer for 10 mia.kr. fra næste år. Samtidig åbner regeringsgrundlaget for et løft i det offentlige forbrug og løft i overførselsindkomsterne (afskaffelse af fattigdomsydelser) finansieret via højere skatter. Der foreligger som sagt intet konkret på området endnu, men tabel 3 giver et bud på effekterne af en sådan samlet pakke. Konkret er skatterne over to år løftet 5 mia.kr., som bruges til at finansiere et løft i det offentlige reale forbrug på 0,4 pct.enheder i både 2012 og 2013 samt et løft i overførselsindkomsterne på ca. 650 mio.kr. Derudover er der fremrykket offentlige investeringer for i alt 10 mia.kr. fordelt med 7 mia.kr. i 2012 og 3 mia.kr. i 2013.

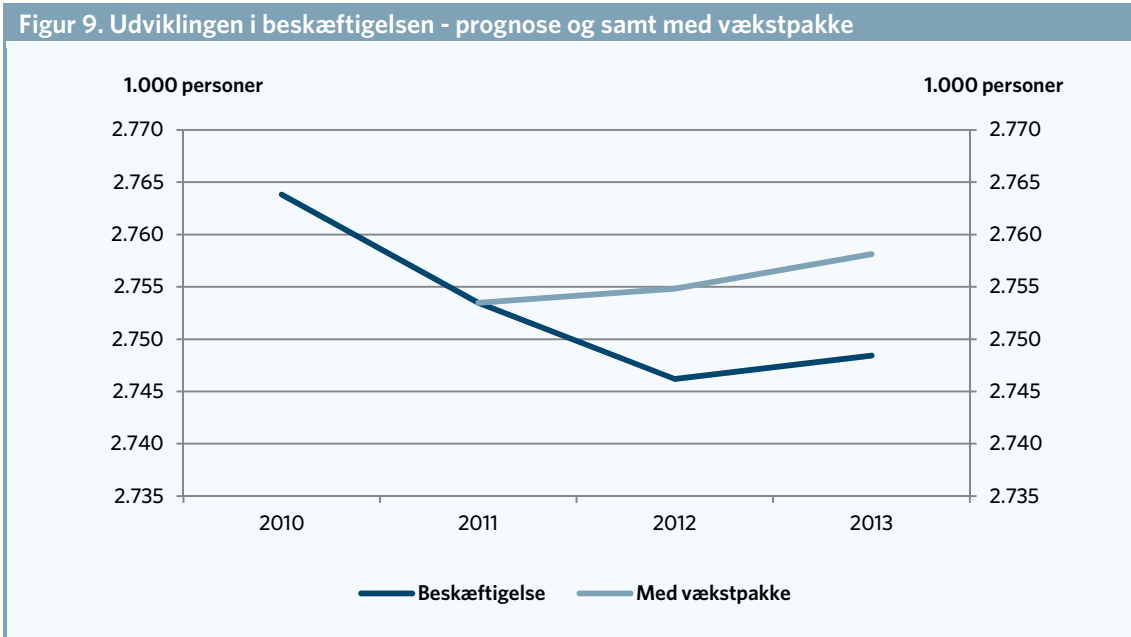
Tabel 3. Effekt af vækstpakke ift. prognosens grundforløb

	2012	2013
BNP (faste 2000-kædede værdier), procent	0,4	0,3
Beskæftigelse, 1.000 personer	8,6	9,7
Offentlig saldo, mia. 2011-kr	-4,3	1,5

Anm.: Modelberegninger på ADAM-modellen som beskrevet i teksten.
 Kilde: AE beregning på ADAM-modellen.

Af tabel 3 ses, at BNP-niveauet løftes med 0,4 pct. i 2012 og 0,3 pct. i 2013. Dermed ligger der en stramning af finanspolitikken i 2013. Beskæftigelsen øges med 8.600 personer i 2012 stigende til 9.700 personer i 2013. Den offentlige saldo forbedres i 2013. Set over de to år er gældseffekten knap 3 mia.kr., hvilket skal sammenholdes med en umiddelbar belastning af de offentlige finanser på 10 mia.kr. fra de fremrykkede investeringer. Vækstpakken belaster altså de offentlige finansieret med langt mindre end 10 mia.kr.

Selvom en vækstpakke ikke er voldsom stor, så vil den give mulighed for en vending med fremgang på arbejdsmarkedet allerede i 2012 i stedet for først i 2013. Det viser figur 9. Får vi samtidig skubbet gang i en mere positiv spiral, hvor virksomheder og husholdninger begynder at tage hul på det historisk store opsparingsoverskud, vil effekterne være endnu større herunder ikke mindst for beskæftigelsen og de offentlige finanser. Om ikke andet vil en vækstpakke modvirke nye depressive tilstande i de danske husholdninger, der kan sende dansk økonomi ind i en ny negativ spiral.

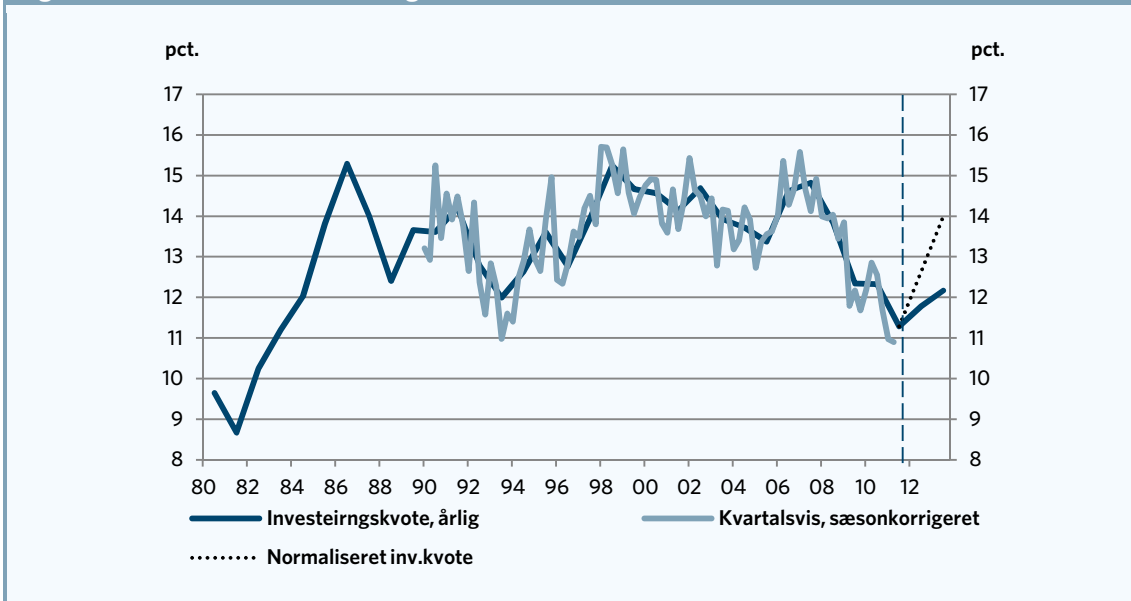


Kilde: AE beregning på ADAM-modellen.

Der er ingen tvivl om, at det store investeringsfald blandt virksomhederne er en af de afgørende årsager til, at det private opsparingsoverskud ligger rekordhøjt, jf. figur 3. Nedgang i erhvervsinvesteringskvoten på mere end 6 pct.enheder fra 2007 til 2011 forklares for 3/5-dels vedkommende af lavere investeringer i maskiner, inventar, transportmidler, software mv. (materielinvesteringerne). Som det fremgår af figur 10, er investeringerne i materiel således faldet fra knap 15 pct. af egenproduktionen (privat BVT) til godt 11 pct. i 2011. Materielinvesteringsraten ligger i 2011 lavere end i 1993 (efter de 7 magre år), hvorfor vi også her skal tilbage til starten af 80'erne for at finde et lavere niveau.

Ud over at investeringsdykket koster på den kortsigtede økonomiske vækst, fordi danske virksomheder også producerer kapitaludstyr, så påvirker det også de underliggende produktionsmuligheder gennem vores produktivitetsvækst. Flere investeringer giver en højere vækst i kapitalapparatet og dermed forøgelse af produktionsmulighederne. Men samtidig ligger der nogle indirekte produktivitetseffekter, hvor virksomhederne gennem deres investeringer får adgang til ny og mere produktiv teknologi, der igen kan afføde innovation samt mere effektive arbejdsgange gennem omstillinger af arbejdsgange og processer.

Figur 10. Erhvervslivets investeringer i materiel



Kilde: AE på baggrund af ADAMs databank og specialudtræk fra Danmarks Statistik.

Ny og bedre teknologi udvikles løbende rundt om på verdens universiteter og i virksomheder. Disse gode tanker går dog til spilde, såfremt de ikke indbygges i nye maskiner. Denne erkendelse er én af nobelpristager i økonomi, Robert Solow, mest anerkendte⁵.

Ønsket er at fremme investeringer i dansk erhvervsliv kunne ske via en midlertidig skattelettelse for de virksomheder, der vælger at investere. Et forslag er derfor at give virksomhederne højere skattemæssige afskrivningsmuligheder de kommende år til investeringer i maskiner og andet produktivt kapitalapparat.

At der ligger et betydeligt økonomisk potentiale af at få løftet investeringsniveauet, fremgår af tabel 4. Konkret er erhvervslivets materielinvesteringer løftet, så investeringskvoten over de kommende to år normaliseres. Det "normale"-niveau er her defineret som den gennemsnitlige investeringsrate for årene 1990-2007, og der sammenlignes med en situation, hvor investeringsniveauet stiger som ventet i prognosen. Som det ses af figur 10, er stigningen i investeringskvoten rimelig markant, svarende det man så fra 1996-1998⁶.

Tabel 4. Effekt af øgede materielinvesteringsrate effekt ift. grundforløb i prognosen

	2012	2013
Materielinvesteringer (faste 2000-kædede værdier), procent	7,0	14,9
BNP (faste 2000-kædede værdier), procent	0,3	0,6
Beskæftigelse, 1.000 personer	4,8	14,2
Betalingsbalance, mia. 2011-kr	-7,5	-16,3
Offentlig saldo, mia. 2011-kr	2,6	7,8

Anm.: Der sammenlignes med niveauerne i et grundforløb hvor materielinvesteringerne ikke øges.
 Kilde: AE beregning på ADAM-modellen.

⁵ "Many if not most innovations need to be embodied in new kinds of durable equipment before they can be made effective. Improvements in technology affect output only to the extent that they are carried into practice either by net capital formation or by the replacement of old-fashioned equipment by the latest models." (Solow, 1960), s. 91 i Boucekkine, de la Croix & Licandro, 2002).

⁶ Det svært at kvantificere de direkte effekter på en simpel økonomisk model, ligesom de indirekte effekter heller ikke umiddelbart kvantificeres.

Som det fremgår løftes materielinvesteringerne med 7 pct. i 2012 stigende til 15 pct. i år 2. Selvom materielinvesteringer har et stort importindhold løftes BNP med 0,3 pct. næste år stigende til 0,6 pct. i 2013. Som det ses reduceres betalingsbalancen med 7½ mia.kr. i og 16 mia.kr. de to år. Modsat forbedres den offentlige saldo med 2½ mia.kr. i 2012 og 7¼ mia.kr. i 2013. Det dækker over, at der kommer mere gang i væksten, og at beskæftigelsen øges med godt 14.000 personer frem mod 2013.

Samlet peger beregningseksemplet på, at der ligger et betydeligt vækstbidrag til dansk økonomi, hvis vi kan få aktiveret det store private opsparingsoverskud og gang i erhvervslivets investeringer igen.

6. Appendiks

I tabel A1 er den aktuelle prognose sammenholdt med den forrige. Forventningerne til væksten er nedjusteret ganske markant i både 2011 og 2012. I 2011 skyldes det, at den indenlandske efterspørgsel stadig hænger i bremsen. I 2012 skyldes nedjusteringen en kombination af lavere eksportvækst og lavere indenlandsk efterspørgsel. Denne prognose har 2013 med for første gang, hvorfor der ikke kan sammenlignes med marts her. De indenlandske efterspørgselskomponenter vil i det følgende blive behandlet i dybden.

Tabel A1. Sammenligning af AE's prognoser i oktober 2011 og marts 2011						
	Oktober 2011			Marts 2011		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013 ²⁾
	Realvækst i pct. kæde			Realvækst i pct. kæde		
Privat forbrug	-0,8	1,3	2,0	1,7	1,7	-
Offentligt forbrug	0,2	0,4	-0,3	-0,5	0,3	-
Faste bruttoinvesteringer	4,8	0,6	2,9	3,5	4,8	-
Heraf boliginvesteringer	10,0	0,0	2,5	3,5	3,0	-
Heraf øvrige bygge- og anlægsinvesteringer	-1,0	1,0	3,0	-4,4	3,0	-
Heraf materielinvesteringer	-6,0	7,0	5,5	3,4	7,0	-
- Erhvervsinvesteringer	-7,1	7,3	6,2	2,8	8,4	-
- Offentlige investeringer	8,0	-4,0	-2,0	7,0	-8,8	-
Lagre ¹⁾	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	-
Indenlandsk efterspørgsel	0,1	1,2	1,7	1,3	1,8	-
Eksport	6,3	3,0	4,5	5,1	5,1	-
Import	5,1	3,1	5,0	4,6	5,1	-
Bruttonationalprodukt	1,0	1,2	1,6	1,7	2,0	-
	Ændring i 1.000 personer			Ændring i 1.000 personer		
Bruttoarbejdsløshed	-1	8	-3	2	-6	-
Beskæftigelse	-10	-7	2,5	-2	12	-

1) Bidrag til BNP-væksten i pct.enheder.

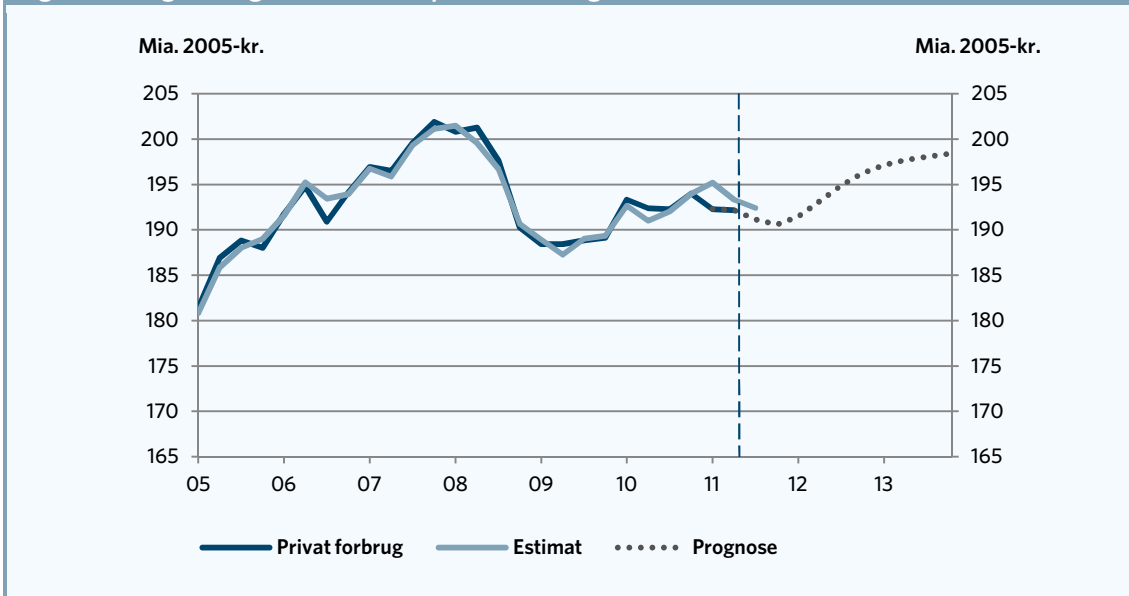
2) 2013-skøn ej inkluderet i marts 2011-prognose.

Kilde: AE pba. ADAM-modellen.

6.1 Det private forbrug

Trods bedring fra bunden virker det danske privatforbrug afmattet. Det mindre opsving i 2010 var udelukkende trukket af et midlertidigt øget bilsalg samt forbrug af elektricitet og brændsel. I figur A1 er den prognosticerede udvikling for privatforbruget sammenholdt med AE's forbrugsindikator. På baggrund af fald i husholdningernes bilkøb, den forbrugerpriskorrigerede dankortomsætning og virksomhedernes indenlandske salg forudsiger indikatoren et fald i privatforbruget ind i 3. kvartal. Det afspejles i prognosen.

Figur A1. Prognose og estimat af det private forbrug



Anm.: Estimatet er lavet pba. det regresserede forhold mellem det private forbrug og nyregistreringen af personbiler i husholdningerne, dankortomsætningen (deflateret med forbrugerprisindekset), firmaernes samlede indenlandske salg og den gennemsnitlige rente for alle stats- og realkreditobligationer. Data for nyregistreringer og indenlandsk salg, haves i september 2011 ikke, hvorfor disse her antages uændrede fra august.
 Kilde: AE pba. af Danmarks Statistik (ADAM).

Faldet i 2011 kan dels forklares ved, at lønstigningerne i år tegner historisk lave. Således var den årlige lønstigning i første halvår kun 2 pct., hvilket er 1,4 pct.-points lavere end gennemsnittet de seneste fem år⁷. Afdæmpet lønvækst holder de disponible indkomster - altså den base, hvoraf husholdningerne forbruger - nede. Forbrugerne har i år ydermere været ramt af særligt høje prisstigninger, hvilke realt udhuler de disponible indkomster. Forbrugerprisstigningerne var over sommeren over 3 pct., og forventes i år at lande på 2¾ pct. Den relativt høje inflation er drevet af prisstigninger på de internationale markeder for energi og fødevarer. I samme retning vil den pr. 1. oktober 2011 indførte afgift på bl.a. fedt trække.

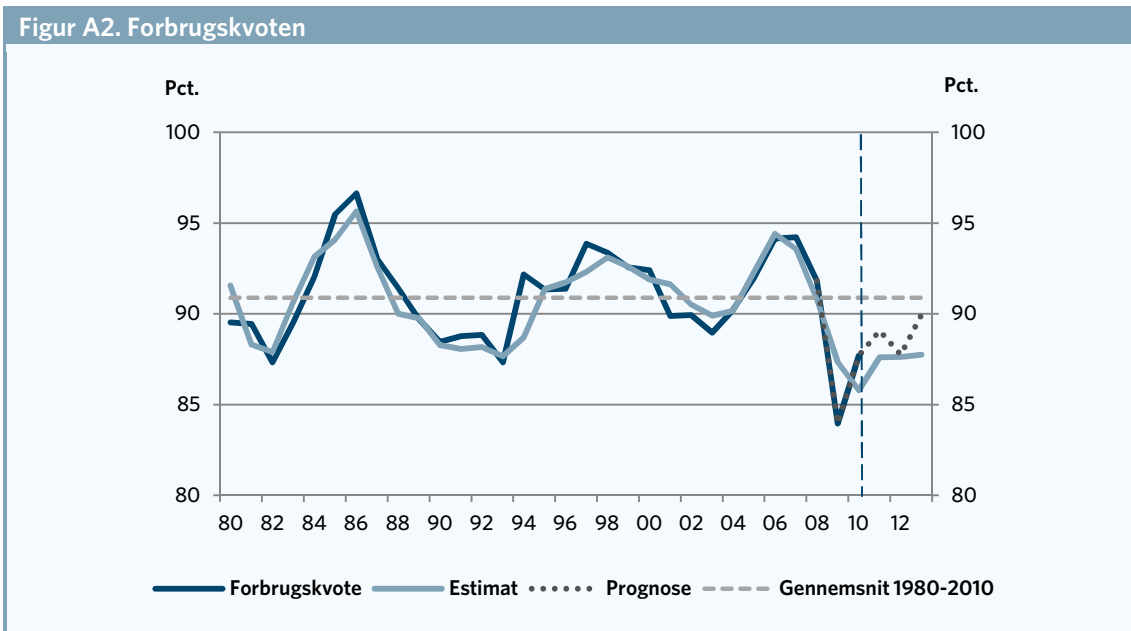
Mere grundlæggende kan den sløje udvikling i privatforbruget ses som et resultat af situationen på både bolig- og arbejdsmarkedet. Sammenhængen mellem det private forbrug og boligmarkedet går gennem husholdningernes formue, herunder belåning i boligernes friværdi. De forventede fald i boligpriserne er i dag ofte ensbetydende med formuetab. Samtidig vil faldende boligpriser alt andet lige betyde mindre mulighed for belåning i friværdi, reducerede forbrugsmuligheder og dermed lavere privat forbrug.

Heller ikke på arbejdsmarkedet er bunden nået. Det påvirker privatforbruget gennem to kanaler. For det første aflønnes ordinær beskæftigelse bedre end indkomsterstättende ydelser, hvorved en beskæftigelsesstigning, selv ved uændret forbrugstilbøjelighed, vil betyde øget privat forbrug. Dertil kommer, at arbejdsmarkedsituationen påvirker forbrugslysten, hvor fx en ledighedsreduktion, via styrkede forventninger til fremtidig indkomst, kan være med til at genskabe den tillid, der er nødvendig for, at den nu underdrejede forbrugskvot normaliseres.

I figur A2 er den faktiske, den prognosticerede samt en estimeret udvikling i forbrugskvoten vist. Med forbrugskvoten vil man traditionelt indfange en underliggende udvikling i husholdningernes forbrugs-

⁷ Kilde: DA's KonjunkturStatistik 2. kvartal 2011 samt ældre publikationer.

tilbøjelighed. Dette forstyrres dog af et politisk ønske om at stimulere privatforbruget via de disponible indkomster. Således var en stor del af forbrugskvotefaldet i 2009 angiveligt ikke resultatet af svækket forbrugstilbøjelighed, men i stedet, at man via udbetalingen af 42 mia. kroners SP-midler løftede de disponible indkomster mere end, hvad husholdningerne tilpassede sit forbrug til. Som modstykke hertil løftede SP-midlerne formodentligt forbrugskvoten i 2010, som følge af, at husholdningernes forbrug her stadig var påvirket af indkomstforøgelsen året inden. Det fremgår af figur A2. I 2011 forventes forbrugskvoten at vokse en smule. Stigningen er dog ikke tegn på forbrugsfest, men i stedet en direkte effekt af det forventede reallønsfald. Det private forbrug løber i nominelle kroner og ører fra de disponible indkomster, fordi prisen på forbruget vokser mere end lønningerne. De disponible indkomster holdes ydermere nede af den i 2011 påbegyndte finansiering af Forårspakke 2.0 samt skattestigningerne i Genopretningspakken. I 2012 forventes efterlønsbidrag til en værdi af 17 mia.kr. at blive udbetalt. Tilsvarende SP-midlerne i 2009 formodes efterlønsudbetalingerne at reducere forbrugskvoten i 2012 modsvaret af et løft i 2013.



Anm.: **Forbrugskvoten:** Forbrugskvoten er målt som privatforbruget i løbende priser over lønindkomsten tillagt overførselsindkomst, nettoudbetalinger fra SP og efterløn samt husholdningernes restindkomst, men fratrukket bidrag til sociale ordninger og alle direkte skatter undtagen selskabsskat og pensionsafkastskat. **Regression:** Estimatet er fremkommet gennem en regression af forbrugskvoten på den laggede forbrugskvote, arbejdsløshedsprocenten og væksten i den reale kontantpris på et enfamiliehus (på både lagget og ulagget form) samt såvel en konstant som en trend.

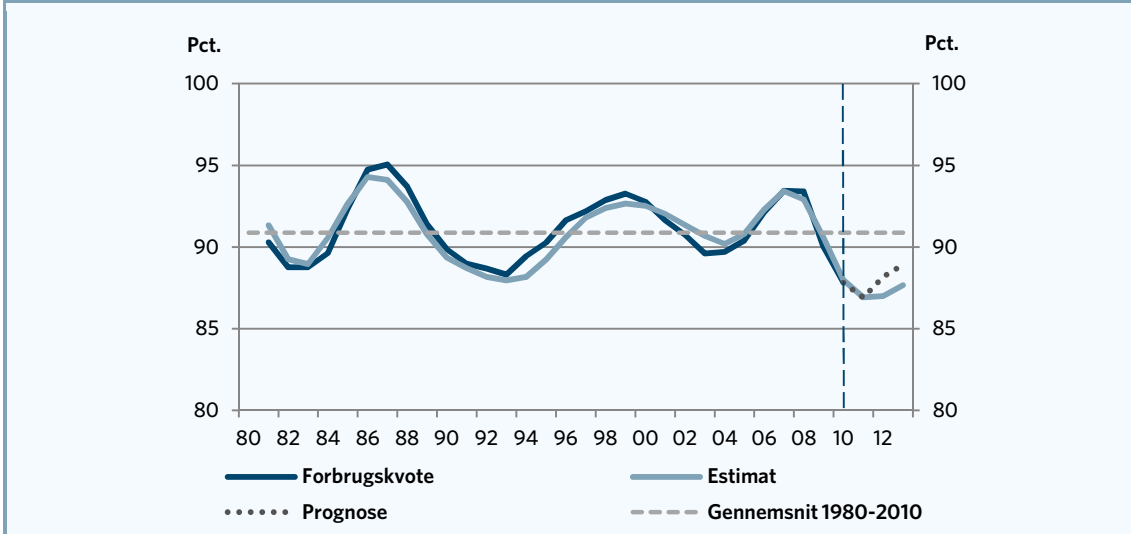
Kilde: AE pba. af Danmarks Statistik (ADAM).

Politiske tiltag og specielle prisudsving slører altså forbrugskvotens afspejling af husholdningernes underliggende forbrugsløst. Stødene er derfor i figur A3 glattet ud. I 2012 og 2013 forventes kombinationen af øgede nominelle lønstigninger og aftagende inflation at bidrage til en begyndende normalisering af den i år stærkt underdrejede forbrugstilbøjelighed. Vejen tilbage forventes dog lang og sej, hvorved forbrugstilbøjeligheden stadig i 2013 forventes at være et pænt stykke under de seneste tredive års gennemsnit.

Som det fremgår af figur A3 understøttes prognosens overordnede udvikling af forbrugskvotestimatet, hvis positive udvikling afspejler den vending på både bolig- og arbejdsmarkedet, der i løbet af 2012 forventes at indtræffe. Prognosens forbrugskvote er dog generelt lidt mere positiv end den estimerede. Estimationen indfanger dog ikke efterlønsbidragets udbetaling. Med metodisk udgangspunkt i bereg-

ningerne af SP-midlernes effekt foretaget i vores prognose fra juni 2009⁸ antages 40 pct. af efterlønsbidraget forbrugt i 2012, men også i 2013 vil der være effekter.

Figur A3. Underliggende forbrugskvotepct. (tre-årigt glidende gennemsnit)

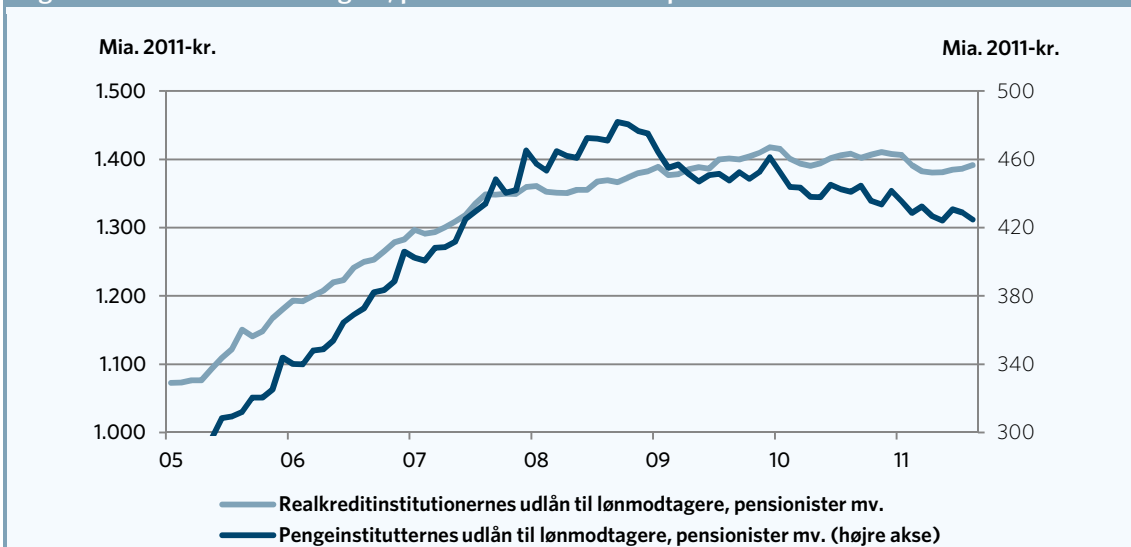


Anm.: **Forbrugskvotepct.:** Forbrugskvotepct. er målt som privatforbruget i løbende priser over lønindkomsten tillagt overførselsindkomst, nettoudbetalinger fra SP og efterløn samt husholdningernes restindkomst, men fratrukket bidrag til sociale ordninger og alle direkte skatter undtagen selskabsskat og pensionsafkastskat. **Regression:** Estimatet er fremkommet gennem en regression af forbrugskvotepct. på den laggede forbrugskvotepct., arbejdsløshedsprocenten og væksten i den reale kontantpris på et enfamiliehus (på både lagget og ulagget form) samt såvel en konstant som en trend.

Kilde: AE pba. af Danmarks Statistik (ADAM).

Hvorvidt disse efterlønsbidrag forbruges eller ender i bankbogen må dog i høj grad karakteriseres som en joker. Forholdet mellem den marginale og gennemsnitlige forbrugskvotepct. afhænger af husholdningernes behov for stadig at polstre privatøkonomien. Et sådan behov kan undersøges via udviklingen i deres låntagning, hvilket er vist i figur A4. Væksten i realkreditinstitutionernes udlån til husholdninger er løbende aftaget, og nu 1,8 pct. (26 mia.2011-kr.) under sit toppunkt.

Figur A4. Udlån til lønmodtagere, pensionister mv. i 2011-priser



Anm.: Udlånene er deflateret med forbrugerprisindekset reindexeret til 2011. 2011-priserne er dannet ved at fremskrive forbrugerprisindeksi 2001 set med de i år ventede forbrugerprisstigninger (2¾ pct.)

Kilde: AE på baggrund af Danmarks Nationalbank.

⁸ Kilde: Historisk nedtur på arbejdsmarkedet. Økonomiske prognose. AE, juni 2009.

Udviklingen i pengeinstitutternes udlån til husholdningerne har efter krisens udbrud taget et relativt drastisk knæk. Efter relativ stor vækst til toppunktet i efteråret 2008 er pengeinstitutternes udlån til husholdningerne aftaget knap 12 pct. (57 mia.2011-kr.) Udviklingen kan afspejle et ønske i husholdningerne om yderligere konsolidering af privatøkonomien før privatforbruget sættes i vejret. Dertil kommer, at den seneste uro på de finansielle markeder kan svække forbrugertilliden yderligere. Alt i alt tyder det altså på, at risiciene, hvad forbrugskvoten angår, mest er i den negative retning.

Udviklingen i figur A4 kan dog også afspejle, at mange husholdninger er decideret kreditbegrænsede. En sådan kreditbegrænsning kan have lagt en dæmper på de ellers ekspansive effekter af nuværende renteniveau, idet lave renters indflydelse på husholdningernes forbrug er betinget af, at pengeinstitutterne overhovedet vil låne husholdningerne penge. I boks B1 kigger vi nærmere på sammenhængen mellem husholdningernes nettoformue og det private forbrug.

Boks B1. Husholdningernes formue- og gældssituation

Husholdningerne samlede formue- og gældssituation var ifølge Nationalbanken i 1. kvartal 2011 som følger:

Boligformue: 2.840 mia. kr.
 + Øvrige aktiver: 1.917 mia. kr.
 + Pensioner: 2.440 mia. kr.
= Aktiver i alt: 7.197 mia. kr.

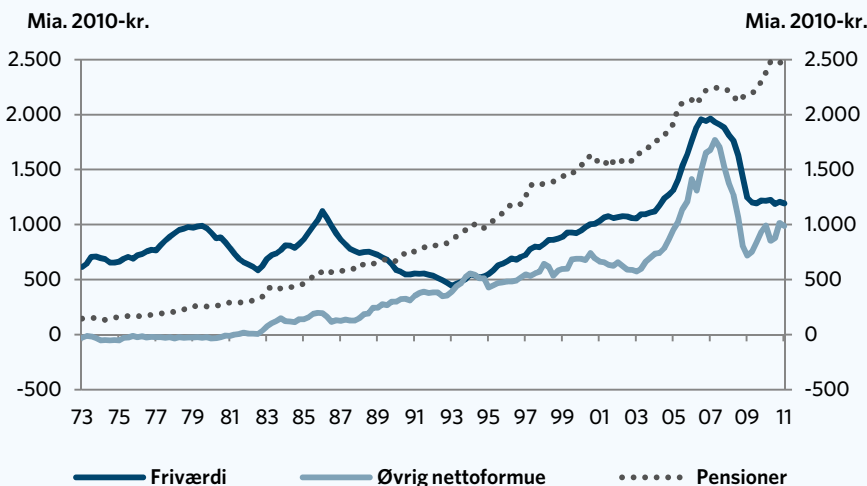
Boliggæld: 1.646 mia. kr.
 + Øvrige passiver: 931 mia. kr.
= Passiver i alt: 2.578 mia. kr.
Nettoformue (= aktiver - passiver): 4.619 mia. kr.
Nettoformue uden pension: 2179 mia. kr.
 heraf friværdi: 1193 mia. kr.

Det ses, at husholdningernes samlede nettoformue er på godt 4.600 mia. kr. og at friværdien heraf udgør knap 1.200 mia. kr. Opgørelsen medtager ikke værdien af varige forbrugsgoder såsom biler og både. Posten "øvrige aktiver" dækker over værdien af aktier, ejerandelsbeviser, obligationer mv. Aktiverne er opgjort som deres markedsværdi efter skat i 2010-kr.

Husholdningernes formuesituation har afgørende betydning for privatforbruget. En stor formue giver både sikkerhed og kreditmuligheder, hvilket begge øger det nuværende forbrug. En for lille formue derimod fører til et ønske om opsparing, hvilket er ensbetydende med et lavt forbrug.

Figur B1 viser udviklingen i husholdningernes nettoformue på kvartalsbasis siden 1973.

Figur B1. Husholdningernes nettoformue (udspecificeret)



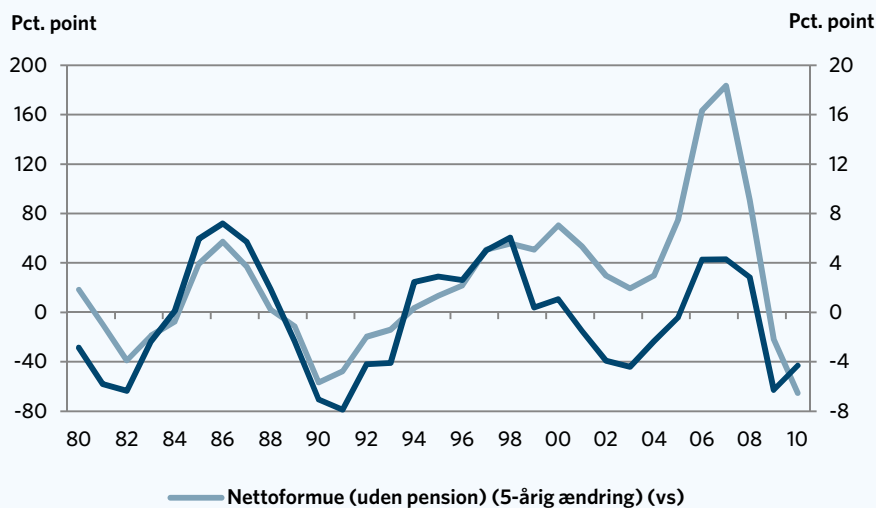
Kilde: AE pba. af Nationalbanken.

Det ses, at stigningen i pensionsformuen har været forholdsvis konstant. Friværdien toppede på godt 1.950 mia. kr. i 1. kvartal 2007 og er herefter faldet med godt 750 mia. kr. eller med knap 40 pct. Den øvrige nettoformue toppede på godt 1.750 mia. kr. i 3. kvartal 2007 og faldt så ned til under 750 mia. kr. til begyndelsen af 2009, hvorefter der har været en svag fremgang. Da aktiepriserne (målt med OMX-indekset) siden 1. kvartal er faldet med godt 25 procent, vil denne fremgang dog sandsynligvis vise sig at være midlertidig.

Samlet set har husholdningerne altså oplevet et kraftigt fald i deres nettoformue på knap 1.500 mia. kr. siden begyndelsen af 2007. Det er en afgørende forklaring bag det fald i forbrugskvoten, som fremgår af appendiksfigur A2. Det ses dog også samtidig, at de danske husholdningers nettoformuer i et historisk perspektiv stadig er høj, især hvis man medregner pensionsformuen. Der skal dog bemærkes, at det svært at finde en sammenhæng mellem udviklingen i pensionsformuen og det private forbrug. I det følgende ser vi derfor på nettoformuen uden pension.

Figur B2 viser ændringerne i nettoformuen (uden pension) og forbruget over en 5-årig periode i pct. af den disponible indkomst. Der er en forholdsvis tæt sammenhæng. Det ses, at de store formuestigninger i perioden 2004-2007 langt fra slog igennem på forbrugskvoten. Dette kan både afspejle, at formuestigningen især skete i form af øget friværdi, hvis præcise størrelse de enkelte husholdninger typisk har svært ved at vurdere, og at husholdningerne til dels forstod, at der var tale om både en bolig- og aktieprisboble, og at formuestigningerne derfor var midlertidige.

Figur B2. Ændring i nettoformue og forbrug målt i pct. af disponible indkomst



Kilde: AE pba. af Nationalbanken.

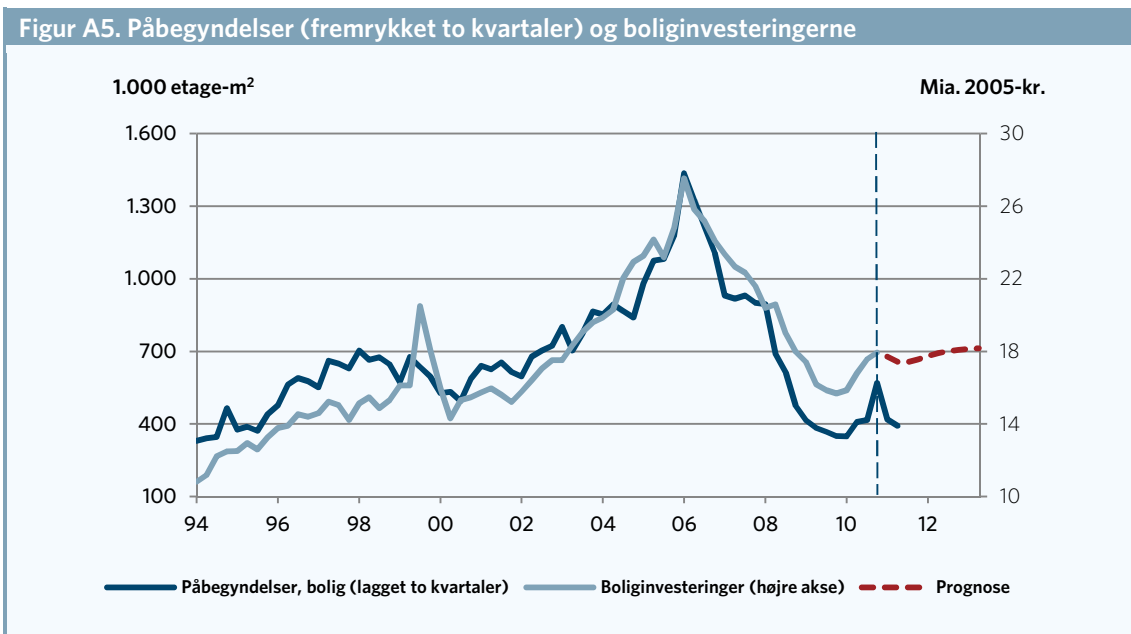
Det afgørende spørgsmål er for så vidt, om husholdningerne allerede nu har tilpasset sig den nye formuesituation eller om vi kan forvente et fremtidigt nedadgående pres på forbrugskvoten herfra. Et endeligt svar på dette ville en kræve en grundig statistisk analyse, men figur B2 peger på, at husholdningerne allerede har taget højde for effekterne. I vores analyser af forbrugskvoten har vi kunne vise, at boligpriserne er en afgørende forklarende variabel, men foreløbige analyser viser, at der ikke er nogen forøget forklaringskræft ved at medtage nettoformuevariablene direkte i modellen.

Der er dog en række usikkerhedsmomenter. De husholdninger, hvor boligprisfaldene kom som et chok og som har justerede deres forventninger til et konsensus om et svagt boligmarked mange år ud i fremtiden, har ikke kun mistet en stor del af deres nuværende friværdi - de har også mistet de fremtidige forventede stigninger i friværdien. Derudover kan de faldende boligpriser have gjort, at boligformuen for mange husholdninger er faldet under boliggylden, dvs. at de er blevet teknisk insolvente. Kombineret med lav reallønsvækst og stigende arbejdsløshed kan det have ført til, at mange husholdninger pludselig er blevet kreditbegrænsede, og at de derfor er blevet tvunget til et større fald i deres private forbrug end de egentlig ønskede sig.

6.2 Boliginvesteringerne

Boliginvesteringerne forventes i år at vokse 10 pct. Væksten skal ses i lyset af et betydeligt overhæng i 2010 på knap 5 pct., således at boliginvesteringerne gennem 2011 kun vil vokse 3,6 pct. En betydelig del af overhænget fra 2010, samt stigningen ind i 1. halvår 2011, formodes at kunne henføres til momsbelægningen af byggegrunde pr. 1. januar 2011, der gav incitament til at fremrykke nybyggeri til slutn-

gen af 2010. Denne effekt ses tydeligt i figur A5, hvor netop påbegyndelserne er sammenholdt med boliginvesteringerne.



Anm.: Det påbegyndte boligbyggeri er fremrykket to kvartaler.
 Kilde: AE pba. af Danmarks Statistik.

Således tiltog de påbegyndte boligkvadratmetre hele 37 pct. i 4. kv. 2010. I nationalregnskabsets opgørelse af boliginvesteringerne registreres byggeriet løbende i opførelsesperioden, hvorved der i et vist omfang vil være forsinkelse mellem en boligs påbegyndelse og dets indregning som boliginvesteringer. De øgede påbegyndelser i 4. kv. 2011 udmøntede sig derfor i, at boliginvesteringerne i 4. kv. 2010 og 1. kv. 2011 sammenlagt voksede 13 pct. De påbegyndte etage-kvadratmetre aftog dog helt tilsvarende i 1. kv. 2011. En simpel regression af de to kvartalers fremrykkede påbegyndelser på boliginvesteringerne ville således medføre et boliginvesteringsfald på godt 15 pct. i anden halvår 2011. Hertil kommer, at det med de sløje udsigter til arbejdsmarkedet og væksten i det hele taget, er svært at få øje på de faktorer, der for alvor skal trække gang i boliginvesteringerne igen. Prognosens relativt milde fald på 2,8 pct. i anden halvår af 2011 kan i lyset heraf meget vel undervurdere den negative tilpasning, der venter.

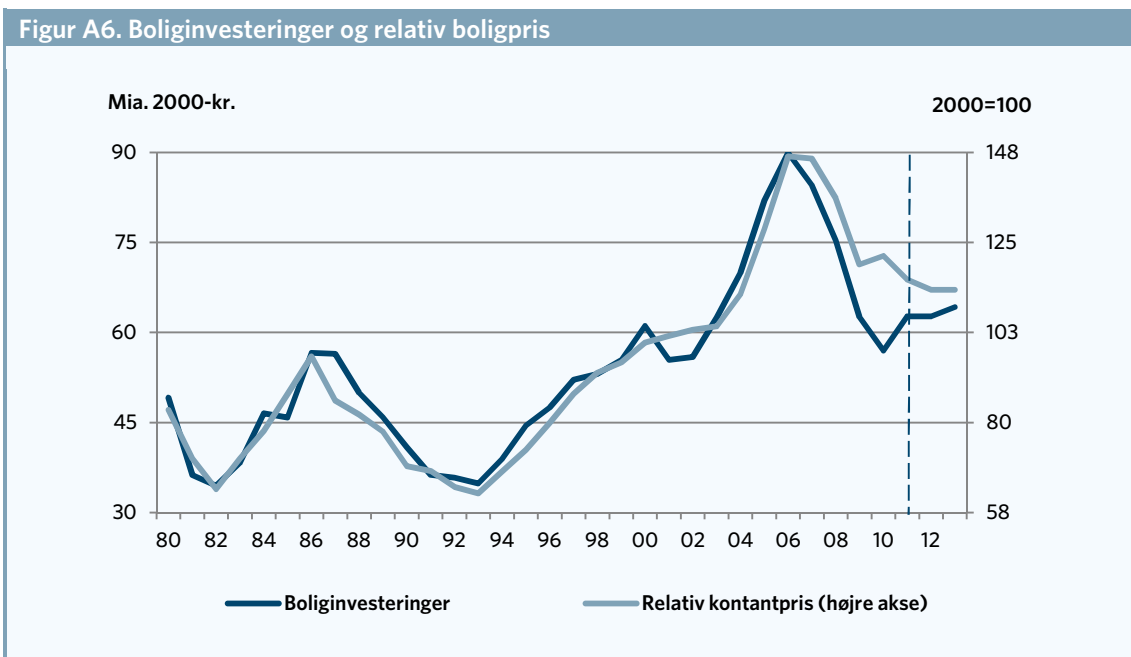
At en større nedgang alligevel ikke forudsiges alligevel skyldes flere ting. For det første forventes det "almene" at holde hånden under boliginvesteringerne. Som følge af en kraftig stigning i antallet af tilsgavn i 2010 forventer Finansministeriet 12.000 nye offentligt støttede påbegyndelser i 2011⁹. Det er en stigning på 7.000 boliger¹⁰, som ifølge Finansministeriet isoleret vil løfte de samlede boliginvesteringer godt 5 pct. Udover nybyggeri omfatter boliginvesteringerne hovedreparationer samt forbedringer af den eksisterende boligmasse. Både de almene og private hovedreparationer forventes i 2011 øgede. De private hovedreparationer forventes løftet af den pr. 1. juni 2011 effektuerede BoligJobplan, der i form af et skattemæssigt fradrag af lønudgifter til hjælp og istandsættelse i hjemmet giver incitament til at foretage hovedreparationer. I samme retning trækker istandsættelserne fremkaldt af sommerens sky-

⁹ Kilde: Økonomisk Redegørelse. Boks 3.2, side 103. Finansministeriet.

¹⁰ Voksene almene påbegyndte boliger i 2011 understøttes af Dansk Byggeris konjunkturanalyse fra september 2011, omend stigningen her sættes til 4.600 boliger. Kilde: Konjunkturanalyse update. Side 2. Dansk Byggeri. September 2011.

brud, der ifølge Dansk Byggeri skønnes at beløbe sig til ca. 2,2 pct. af de samlede boliginvesteringer.¹¹ Til sidst forventes i år en øget almen renoveringsindsats.¹²

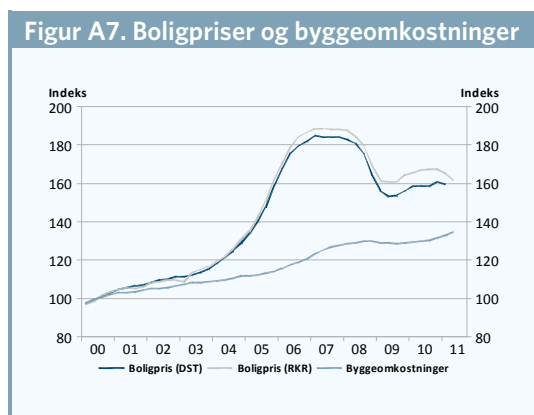
Derudover kommer, at boliginvesteringernes konjunkturfølsomhed ikke blot løber gennem de disponible indkomster. Boliginvesteringerne er i allerhøjeste grad påvirket af udviklingen på boligmarkedet. Hvis ejendomspriserne ligger over omkostningerne ved at opføre en ny bolig, skabes der incitament til at bygge nyt, og omvendt. Historisk har der derfor været en tæt sammenhæng mellem udviklingen i boliginvesteringerne og boligprisudviklingen relativt til prisen på at bygge nye boliger¹³. Det viser figur A6. Som det fremgår, har krisen taget en del hårdere på boliginvesteringerne end de relative boligpriser. At boligpriserne ikke i samme omfang har været ramt kan bl.a. forklares ved de historisk lave renter. Da boligkøb typisk lånefinansieres vil den for boligkøberen reelle pris inkludere rentebetalinger. Et lavt renteniveau giver således boligkøberne råd til at købe dyrere bolig. Det lave renteniveau er dog en konsekvens af og modstykke til den ringe konjunkturudvikling. At det nuværende renteniveau forventes fastholdt til og med 2012 holder således hånden under boligpriserne og øger dermed tilskyndelse til at bygge nyt. Forskellen mellem den relative boligpris og boliginvesteringerne bevirker, at vi trods fallende relative boligpriser i prognoseperioden venter stigende boliginvesteringer prognoseperioden ud. I samme retning forventes det i Regeringsgrundlaget annoncerede grønne energirenoveringstilskud, pr. 1. januar 2012 vil erstatte BoligJobplanen. Til sidst forventes også betydelige bidrag fra Landsbyggefondens renovering af almene gennem prognoseperioden¹⁴. Boliginvesteringerne og den relative boligpris forventes således i prognoseperioden at nærme sig hinanden igen.



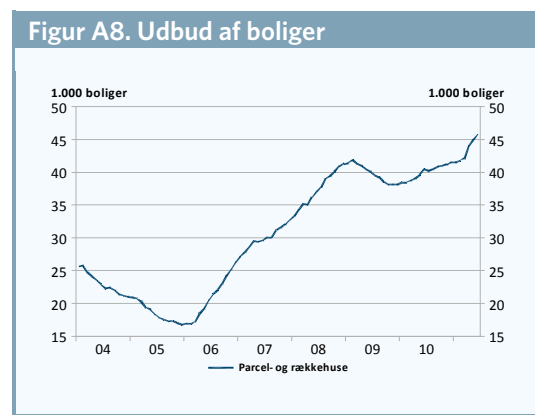
Anm.: Den stiplede vertikale streg markerer overgangen fra data til prognose. Den relative kontantpris er konstrueret ved at sætte prisudviklingen på enfamiliehuse i forhold til deflatoren for boliginvesteringerne.
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik (ADAM).

¹¹ Produktionsværdien anslås af Dansk Byggeri at beløbe sig til i 1,6 mia.kr. Jf. ADAM svarer dette i løbende priser til 2,2 pct. af de samlede boliginvesteringer.
¹² Øgede offentligt støttede hovedreparationer understøttes af Dansk Byggeris konjunkturanalyse fra september 2011. Kilde: Konjunkturanalyse update. Side 3. Dansk Byggeri. September 2011.
¹³ I nærværende benævnt den relative boligpris.
¹⁴ Pba. Dansk Byggeris konjunkturanalyse fra september 2011. Kilde: Konjunkturanalyse update. Side 3. Dansk Byggeri. September 2011.

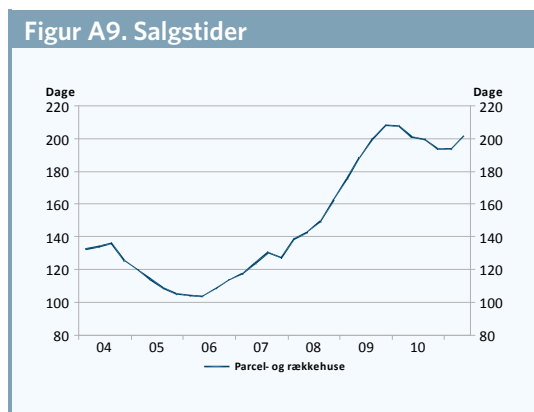
I figur A7-A10 er en række indikatorer på boligmarkedet vist. Boligpriserne er historisk set stadig steget mere end byggeomkostningerne (figur A7). Fra 2000 til 2. kvartal 2011 steg de ved Realkreditrådet opgjorte boligpriser 27 pct. mere end byggeomkostninger. Udviklingen er dog vendt, hvorved byggeomkostningerne de seneste to år er vokset 5,3 pct.-point mere end boligpriserne. Store fremtidige boligprisstigninger virker i lyset heraf ikke plausibelt. Udbuddet (figur A8) af boliger er historisk højt, hvilket hænger sammen med, at salgstiderne (figur A9) stadig er på det højeste niveau siden krisens udbrud. Prisnedslagene (figur A10) aftog pænt gennem 2009, men er nu stagneret på et niveau over normalen. Hertil kommer, at den internationale finansielle uro kan have betydelige konsekvenser for det hjemlige boligmarked. Samlet set tegner disse forhold billedet af et boligmarked, der endnu ikke har tilpasset sig fuldkomment i nedadgående retning. Der eksisterer således en betragtelig risiko for, at boligpriserne vil falde yderligere end forudsagt med dertilhørende negative konsekvenser for boliginvesteringer og bl.a. privatforbrug mv.



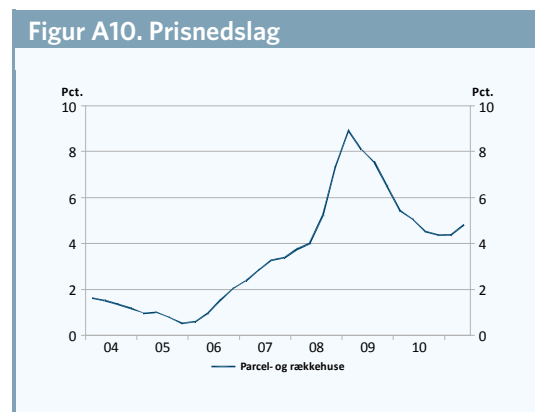
Anm.: AE sæsonkorrektion.
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik og RKR.



Anm.: AE sæsonkorrektion.
 Kilde: AE pba. RKR.



Anm.: AE sæsonkorrektion.
 Kilde: AE pba. RKR.



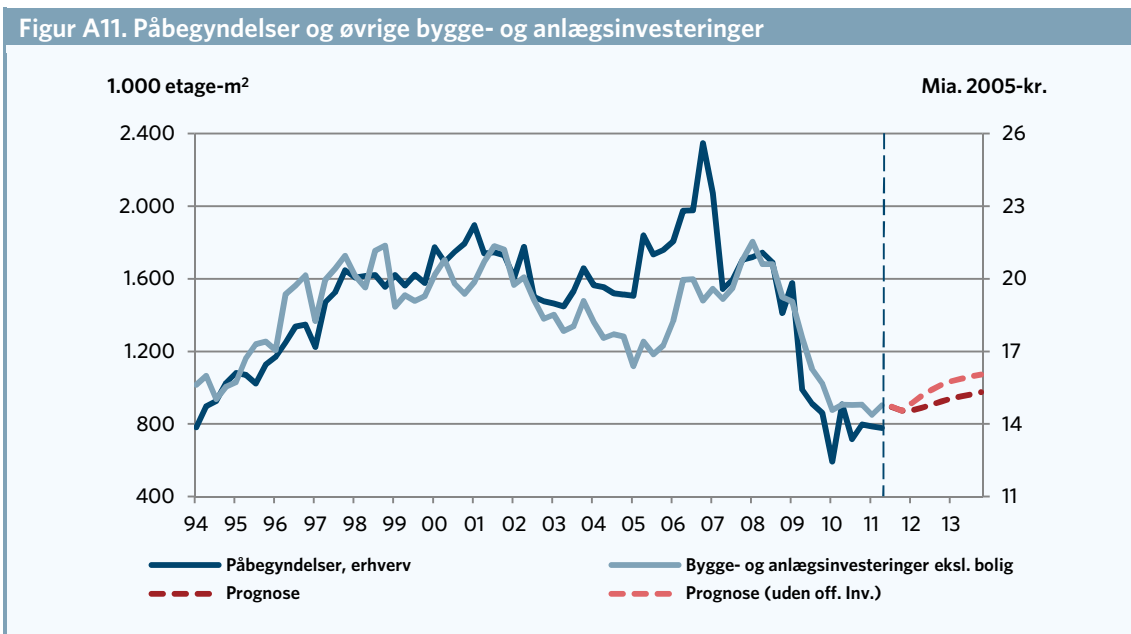
Anm.: Prisnedslag beregnes som den relative forskel mellem nedtagings- (solgt eller usolgt) og udbudsprisen. Herefter er fortegnet vendt således, at nedslaget og ikke stigningen fås.
 Kilde: AE pba. RKR.

6.3 Øvrige bygge- og anlægsinvesteringer

Investeringerne i bygninger og anlæg, ekskl. bolig¹⁵, forventes i år at blive reduceret 1 pct.. Dette er vist i figur A11, hvor investeringerne er sammenholdt med det påbegyndte erhvervsbyggeri. Som det fremgår, har der historisk været en nogenlunde pæn sammenhæng mellem det påbegyndelserne og bygningsinvesteringerne (ekskl. boliger). Påbegyndelserne har dog i større udstrækning end de øvrige bygge- og anlægsinvesteringer været ramt af krisen, og synes endnu ikke at være kommet ud af start-

¹⁵ Bygningsinvesteringerne udgør ca. 70 pct. af de øvrige bygge- og anlægsinvesteringer, om end andelen har været faldende.

hullerne. Det afspejler sig i de øvrige bygge- og anlægsinvesteringer, der det seneste halvanden år tilsvarende har stabiliseret sig på et historisk lavt niveau.



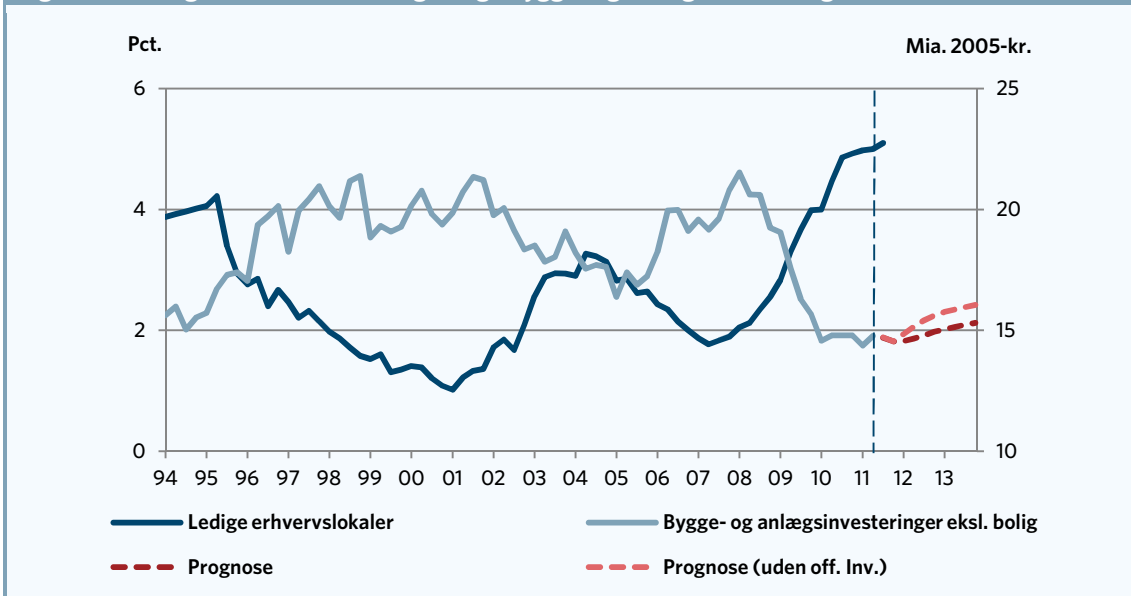
Anm. Prognose (uden off. Inv.) er udregnet ved at tage de samlede øvrige bygge- og anlægsinvesteringer og fratække 63 pct. af ændringer i de offentlige investeringer siden 2. kvartal 2011.
 Kilde: AE pba. af Danmarks Statistik.

Tal fra Dansk Ejendomsmæglerforening (figur A12) viser samtidig, at over 5 pct. af de samlede erhvervslokaler står ledige. Det er det højeste niveau siden 1994. Denne overkapacitet gør en større opgearning af den private byggeaktivitet usandsynlig. I stedet trækkes de erhvervs-mæssige investeringer i bygge- og anlæg (ekskl. bolig) af offentlige erhvervs-mæssige projekter som Fermern-Bælt, Metro City-ring, baneinvesteringer mv.

Samlet forventes de øvrige bygge- og anlægsinvesteringer at falde 1 pct. i år for herefter at stige hhv. 1 og 3 pct. i 2012 og 2013. De øvrige bygge- og anlægsinvesteringer vil således stå svækket prognoseperioden ud.

Da netop disse investeringer har et relativt lille importindhold er igangsættelsen heraf af vigtig betydning for både vækst og beskæftigelse. I lyset af den konjunkturelle situation er det derfor paradoksalt, at netop det offentlige i nærværende prognose forventes at trække 5 pct. ned i de øvrige bygge- og anlægsinvesteringer til og med 2013. Det er vist i både figur A11 og A12. Det bør understreges, at disse beregninger ikke medtager den i Regeringsgrundlaget proklamerede fremrykning af 10 mia. kroners offentlige investeringer i 2012. For en beregning af effekter heraf henvises der til hovedtekstens afsnit om økonomisk politik.

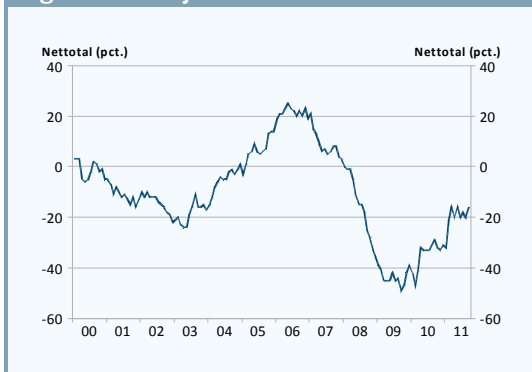
Figur A12. Ledige erhvervslokaler og øvrige bygge- og anlægsinvesteringer



Anm. Prognose (uden off. Inv.) er udregnet ved at tage de samlede øvrige bygge- og anlægsinvesteringer og fratække 63 pct. af ændringer i de offentlige investeringer siden 2. kvartal 2011.
 Kilde: AE pba. af Danmarks Statistik og Dansk Ejendomsrådgiverforening.

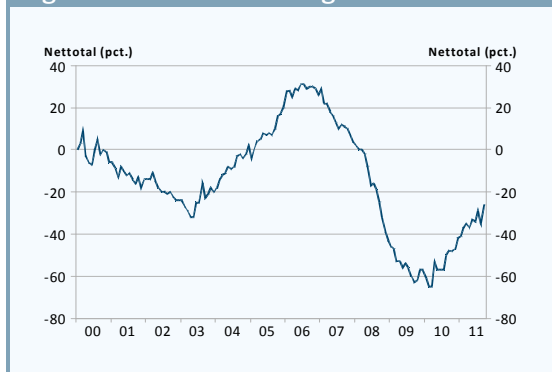
I figur A13-A16 er en række indikatorer på bygge- og anlægssektoren samlet. Den sammensatte konjunkturindikator for bygge- og anlægsområdet (figur A12), der udgøres af virksomhedernes forventninger til ordrebeholdning og beskæftigelsesudvikling, er vendt fra bunden, men synes nu at have stagneret på et relativt lavt og negativt niveau. Herunder har byggeriets ordrebeholdningen (figur A13) stødt været i bedring, om end den fortsat ligger i det markante negative spektrum. Andelen af byggevirksomheder, der melder om manglende efterspørgsel (figur A14) er siden toppen reduceret 14 pct.-point til nu 24 pct. Tilsvarende den samlede konjunkturindikator er antallet af konkurser i bygge- og anlægssektoren (figur A15) faldet, men nu stagneret på et relativt højt niveau. Samlet tegner indikatorerne altså på en bygge- og anlægssektor, der har løftet sig fra bunden, men halvvejs oppe er begyndt at tabe pusten.

Figur A13. Konjunkturindikator i B&A

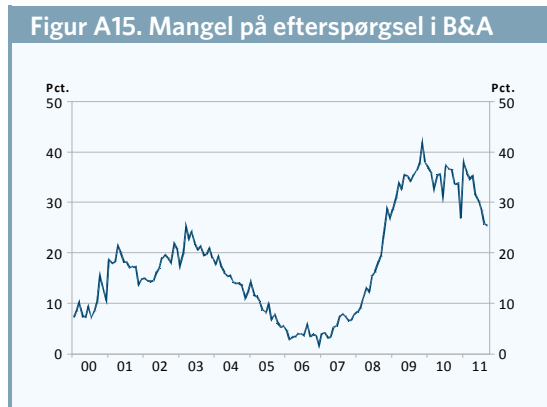


Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

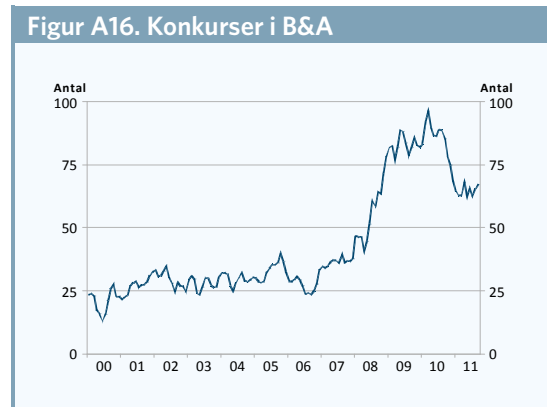
Figur A14. Ordrebeholdning i B&A



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.



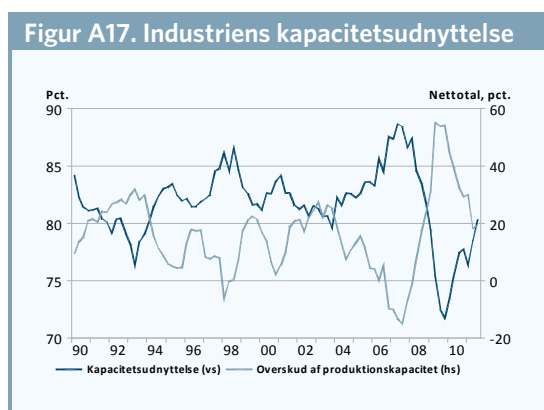
Anm.: AE sæsonkorrektion.
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.



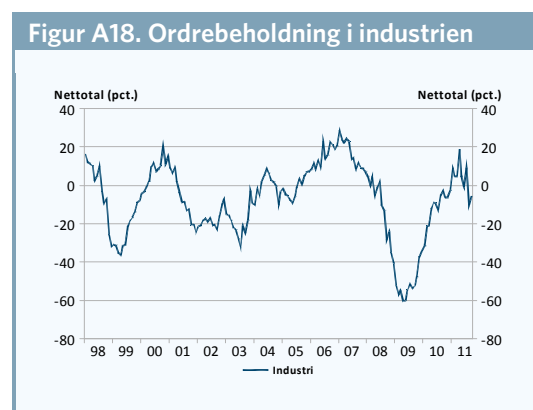
Anm.: AE sæsonkorrektion.
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

6.4 Investeringerne i maskiner, software mv.

De samlede materielinvesteringer¹⁶ skønnes i år at falde 6 pct.. Faldet skal dog ses i lyset af salget af en boreplatform i 1. kvartal 2011, der isoleret trak investeringerne godt 2 pct. ned. I figur A17 er industriens kapacitetsudnyttelse sammenholdt med overskuddet af produktionskapacitet i samme erhverv. Disse udvikler sig, som forventet, kontracyklisk. Som det fremgår, nåede kapacitetsudnyttelsen under krisen et historisk lavt niveau på 71,5 pct. Næsten 30 pct. overkapacitet betyder, at virksomhederne har kunnet tilfredsstille en relativ stor stigning i efterspørgslen uden at foretage nye investeringer. Som det dog ligeledes fremgår, er kapacitetsudnyttelsen de seneste syv kvartaler steget støt og er nu over 80 pct. Dertil kommer, at industriens ordrebeholdning siden bunden er steget relativt kraftigt, og nu - trods en mindre nedgang - er nær det gennemsnitlige niveau. Sådant stigende kapacitetsudnyttelse og fortsat vækst ud over den helt korte bane øger behovet for at nettoinvestere med henblik på at udvide kapacitetsgrænsen. Behovet forstærkes af den investeringspåpasselighed, der i kølvandet på krisen har karakteriseret de danske virksomheder. Erhvervslivets investeringskvote er nu på det laveste niveau i tredive år. Virksomhederne må således have ophobet et behov for at vedligeholde sit kapitalapparat, som i løbet af prognoseperioden til en vis grad forventer udløst. Det danner grundlag for forventningen om en opgearning af materielinvesteringerne med hhv. 7¹⁷ pct. i 2012 og 5,5 pct. i 2013.



Anm.: AE sæsonkorrektion.
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.



Anm.: AE sæsonkorrektion.
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

¹⁶Materielinvesteringer dækker over investeringer i maskiner, inventar, transportmidler, software mv.

¹⁷5 pct. rensat for boreplatform.

Figur A19 viser, at der historisk har været en rimelig tæt korrelation mellem materielinvesteringskvoten (maskininvesteringerne i pct. af BNP) og outputgabet¹⁸. Denne sammenhæng forventes at fortsætte prognoseperioden ud, således at det lidt mindre outputgab følges af øget materielinvesteringskvote. Som det dog fremgår vokser materielinvesteringskvoten dog mere, end outputgabet ville tilsi. Nærværende prognose ligger sig således i det positive spektrum, hvad investeringer i materiel angår. Som det fremgår, er der stadig meget ledig kapacitet i dansk økonomi vurderet ud fra outputgabet.



Anm.: Outputgabet beregnes med udgangspunkt i OECD's outputgab. Materielinvesteringskvoten defineres som investeringer i maskiner, transportmidler og inventar relativt BNP, begge i løbende priser. Afvigelsen fra trend kvantificeres ved residualerne fra en regression af materielinvesteringskvoten pba. blot en trend.
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik og OECD.

6.5 Lagerinvesteringer

Som reaktion på finanskrisen bød 2009 på markante reduktioner af virksomhedernes lagre. Disse nedbrydelser fortsatte i 2010, men dog i betydelig lavere tempo, hvorved lagrene bidrog med 0,9 pct.-enheder til væksten. I 2011 forventes en decideret *lageropbygning*, der isoleret vil trække 0,5 pct.-enheder op i BNP. At halvdelen af årets BNP-vækst skyldes virksomhedernes produktion til egne lagre bør betragtes som et klart faresignal. Det selvbærende opsving er på ingen måde at syne. I 2012 forventes lagerudviklingen at vende, således at lagrene her trækker et kvart pct.-point ud af BNP, mens de i 2013 slet ikke forventes at bidrage til BNP-væksten.

¹⁸Den relativt abrupte udvikling i 2010 og 2011 skal dels forklares ved eksporten af en boreplatform, der i 2011 isoleret trækker materielinvesteringerne 2 pct. ned.

Udgivet af
AE - Arbejderbevægelsens Erhvervsråd
Reventlovsgade 14, 1. sal
1651 København V.
Telefon: 33 55 77 10
E-mail: ae@ae.dk
www.ae.dk