

Økonomisk prognose - september 2014

Positive takter i dansk økonomi, men udlandet truer

Positive takter i dansk økonomi, men udlandet truer

af chefanalytiker **Frederik I. Pedersen**, senioranalytiker **Signe Dahl** og stud.polit. **Mette Rasmussen** med bidrag fra senioranalytiker **Jens Sand Kirk** og chefanalytiker **Erik Bjørsted**

Indhold

- ① Resumé af prognosen (s. 1)
- ② Forudsætningerne for fremgang til stede i dansk økonomi (s. 3)
- ③ Prognoseopdatering (s. 7)
- ④ Arbejdsmarked - flere kommer i job (s. 16)
- ⑤ Udlandet: Udsigter for europæisk økonomi (s. 19)
- ⑥ Scenarier for dansk økonomi (s. 22)
- ⑦ Finanspolitikken skal bruges helt til grænsen (s. 26)

Kontakt

Chefanalytiker

Frederik I. Pedersen

Tlf. 33 55 77 12

Mobil 28 42 42 72

fip@ae.dk

Kommunikationschef

Mikkel Harboe

Tlf. 33 55 77 28

Mobil 28 36 87 50

mh@ae.dk

1 Resume af AE's prognoseopdatering

Frem til sommerferien 2014 var der rigtig mange tegn på, at Danmark endelig var ordentlig på vej ud af krisen. I løbet af de seneste måneder har billedet på en række områder imidlertid ændret sig, og væksten i dansk økonomi var på ny negativ i 2. kvartal 2014. Faldet skal dog tolkes forsigtigt, da det dels er påvirket af påsken og dels hviler på et mere usikkert grundlag end normalt, som følge af ændrede momsfrister i 2014.

Ⓢ De seneste tal for dansk økonomi har skuffet

De fleste indikatorer var også positive på europæisk plan, og alt tydede på, at den spæde fremgang for alvor ville bide sig fast. Men de seneste uger har også europæisk økonomi skuffet

Ⓢ De europæiske tal har ligeledes skuffet på det seneste

Det danske vækstbillede, vi har oplevet den seneste tid, har dog skiftet karakter. Gennem krisen har den hjemlige efterspørgsel gang på gang skuffet og holdt dansk økonomi fast i krisetider. Den hjemlige efterspørgsel har faktisk klaret sig bedre end ventet på det seneste, og forudsætningerne for fremgang har samlet set ikke ændret sig her. Det betyder, at de lave vækstrater nu kan tilskrives udenrigshandlen. Selvom eksporten er tilbage på det niveau vi så før krisen, er den ifølge de nyeste opgørelser og indikatorer udfordret.

Ⓢ Den hjemlige efterspørgsel har dog klaret sig lidt bedre end tidligere, og forudsætningerne for fremgang er fortsat til stede

AE's vækstprognose for 2014 er på 1 pct., mens den næste år ligger på 2 pct. Det er med en forventning om en tiltagende fremgang i den hjemlige efterspørgsel.

Ⓢ AE forventer en vækst på 1 pct. i år og 2 pct. i 2015

Arbejdsmarkedet har udviklet sig mere positivt end ventet. Samlet er den private beskæftigelse vokset seks kvartaler i træk med i alt 28.000 personer. Det er forventningen, at fremgangen fortsætter på arbejdsmarkedet i andet halvår af 2014. Indikatorerne ind i 3. kvartal 2014 herunder Jobindex fra august bekræfter dette billede.

Ⓢ Arbejdsmarked har overrasket og flere er kommet i job

Samlet forventes beskæftigelsen i år at stige med 22.500 personer, mens den næste år forventes at stige med omkring 12.000 personer. Nøgletallene fra AE's septemberprognose 2014 fremgår af resumetabellen.

Ⓢ Beskæftigelsen forventes at stige med 22.500 personer i år

Resumetabel. Nøgletal for dansk økonomi			
	2013	2014	2015
----- Realvækst, kædede værdier, pct. -----			
BNP	0,4	1,0	2,0
Indenlandsk efterspørgsel	0,6	1,6	1,8
Eksport	1,0	2,8	4,0
Import	1,4	4,2	4,0
----- Ændring, 1.000 personer -----			
Beskæftigelse	2	23	12
----- mia.kr. -----			
Offentlig saldo	-16	-14	-49

Kilde: AE's septemberprognose 2014

Der er dog store usikkerheder forbundet med dansk og international økonomi i øjeblikket. Skuffer væksten i den hjemlige økonomi, er der risiko for, at den positive udvikling på arbejdsmarkedet stopper. Ligesom uroen i Europa kan komme til at koste arbejdspladser og vækst i både Danmark og resten af EU.

Ⓢ Der er store usikkerheder forbundet med dansk og international økonomi

De danske offentlige finanser er dog grundlæggende sunde, der er langsigtet finanspolitisk holdbarhed og staten har et skjult skatteaktiv i danske pensionskasser og i danskeres aktier på op i mod 1.500 mia. kr. Ligeledes er det vurderingen, at den offentlige saldo også har det bedre end sit rygte. AE vurderer således ikke, at Danmark ligger tæt på den kritiske 3-pct.-grænse for den offentlige saldo i 2015.

Ⓢ De danske offentlige finanser er grundlæggende sunde

Det er ikke penge, der mangler i dansk økonomi. Det er fortsat forbrugerne og virksomhedernes lyst til at bruge penge det kniber med. Det er i det lys og med den øgede økonomiske usikkerhed afgørende, at den offentlige sektor bruger de penge, der er afsat i budgetterne og at finanspolitikken - som fremlagt i finanslovsforslaget - bruges helt til grænsen.

Ⓢ Finanspolitikken skal bruges helt til grænsen

Forudsætningerne for fremgang i den hjemlige efterspørgsel er fortsat til stede i dansk økonomi. Der har været mærkbar fremgang på arbejdsmarkedet, boligpriserne har været stigende og er steget mere end forventet, reallønnen på det private arbejdsmarked er steget de seneste seks kvartaler, og forbrugernes optimisme er nu så positiv, at den ligger helt på linje med de gode år i nullerne.

Ⓢ Forudsætningerne for fremgang er fortsat til stede i dansk økonomi

Udviklingen i dansk og international økonomi understøtter med al tydelighed, at man skal være ekstrem påpasselig med den "finanspolitiske bremse". Vi skal ikke gentage fejlen fra den såkaldte "genopretningspakke" tilbage i 2010, hvor VK-regeringen fik bremset det begyndende økonomiske opsving. Man skal vente med at stramme til fremgangen har bidt sig ordentlig fast i både vækst og arbejdsmarked.

Ⓢ Vi skal vente med at stramme finanspolitikken til fremgangen har bidt sig ordentlig fast

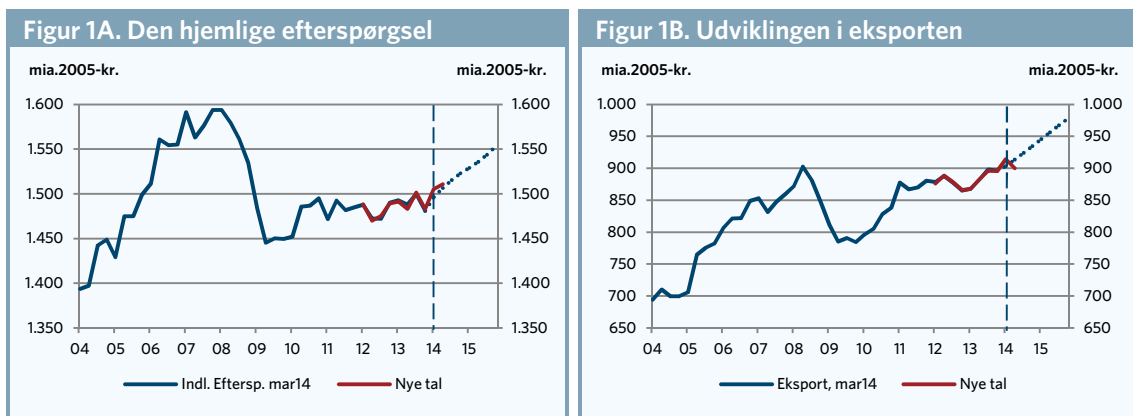
2 Forudsætningerne for fremgang fortsat til stede i dansk økonomi

Indtil sommerferien 2014 var der rigtig mange tegn på, at Danmark endelig var ordentlig på vej ud af krisen: Flotte væksttal for 1. kvartal 2014 og samtidig viste de mere bløde indikatorer over en bred kam nogle af de mest positive takter, som vi har set siden krisen indtraf.

I løbet af de seneste måneder har billedet på nogle områder imidlertid ændret sig og de *foreløbige* væksttal for 2. kvartal 2014 viste en nedgang i BNP på 0,3 pct. Samtidig blev væksten i 1. kvartal 2014 nedrevideret fra 0,8 pct. til 0,6 pct., hvorfor væksten i 1. halvår 2014 har været beskeden og svagere end ventet i AE's martsprognose. Den pæne stigning i BNP i 1. kvartal og det efterfølgende fald i 2. kvartal 2014 skal ikke overfortolkes. Efter alt at dømmes er udviklingen i høj grad påvirket af påskens placering, som Danmarks Statistik ikke får taget ordentlig højde for i deres sæsonkorrektion. I boks 1 er betydningen af Påskens placering forklaret nærmere. Samtidig er momsfristerne ændret i 2014, hvilket gør datagrundlaget mere usikkert end normalt.

Det interessante er imidlertid, at det sløjere vækstbillede alene forklares af udenrigshandlen, hvor eksporten har udviklet sig svagere, mens importen modsat er vokset mere end ventet. Kigger man på den hjemlige efterspørgsel, der forklarer mere end 75 pct. af den samlede beskæftigelse, har udviklingen været en smule bedre end ventet. Det viser figur 1A.

Det har ellers gennem krisen været den hjemlige efterspørgsel, der gang på gang har skuffet og holdt dansk økonomi fast i krisen. Kigger man derimod på figur 1B, så er eksporten nogenlunde tilbage på før-kriseniveau på trods af faldet det seneste kvartal.



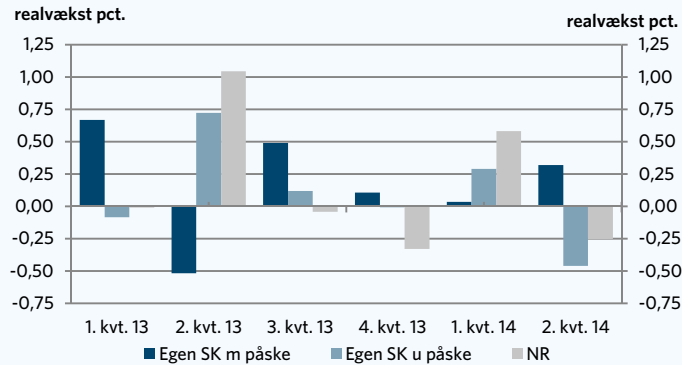
Kilde: AE pba. Danmarks Statistik og AEs marts-prognose.

I lyset af de meget positive meldinger, der kom fra erhvervslivet helt ind i sommerferien 2014 (se f.eks. DI-analysen "Tiltagende vækst trukket af eksporten", juli 2014) er det relativt store fald i eksporten i 2. kvartal 2014 overraskende. Der har været spekulationer fremme om det afspejler vækststopbremsningen i Europa, men meget tyder på, at påskens placering igen mærkbart har påvirket tallene, se boks 1.

Boks 1. Betydningen af påskens placering - sæsonkorrektion

Det kan virke som lidt af en joke, når der tales om, at påskens placering har stor betydning for opgørelsen af den økonomiske udvikling og vækst. Faktum er imidlertid at en sæsonkorrektion med og uden påskeberegning kan ændre billedet af væksten mærkbart. AE's egen sæsonkorrektion (via J-demetra+) af Nationalregnskabets BNP i faste priser peger på en lille BNP-fremgang i 2. kvartal 2014 efter stort set nulvækst i 1. kvartal 2014. Der indgår i denne model en signifikant korrektion for påskens placering. Fjernes påskekorrektionen i modellen får vi en positiv BNP-vækst i 1. kvartal 2014, men så til gengæld et mærkbart fald i 2. kvartal. Det viser figur B1. Uden påskekorrektion kommer vi dermed tættere på Danmarks Statistiks opgørelse, der kun i begrænset omfang indeholder en korrektion for påsken. Helt generelt viser figur B1, at påskekorrektionen markant kan ændre billedet af den økonomiske vækst i det enkelte kvartal, og samtidig reducerer sæsonkorrektionen med påsken udsvingene i BNP-vækstraterne fra kvartal til kvartal.

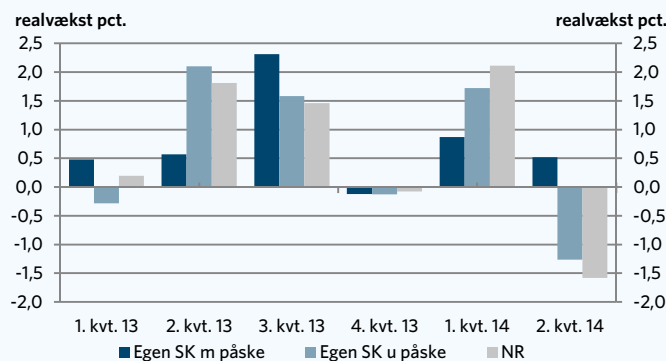
Figur B1. BNP-vækstrater egen sæsonkorrektion og Danmarks Statistiks tal



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

Laves en tilsvarende sæsonkorrektionsøvelse på eksporten ændres billede igen mærkbart ved at medtage påsken i sæsonkorrektionen. Med den optimale sæsonkorrektion inklusiv påsken findes en fremgang i eksporten (real) på 0,9 pct. i 1. kvartal og ½ pct. i 2. kvartal 2014. Fjernes påsken i sæsonkorrektionen er der en fremgang på 1,7 pct. i 1. kvartal og en nedgang på 1,3 pct. i 2. kvartal. Uden korrektion for påsken kommer vi igen tættere på Danmarks Statistiks opgørelse, hvor der var fremgang på 2,1 pct. i 1. kvartal og et fald på 1,6 pct. i 2. kvartal 2014. Det fremgår af figur B2. Både AE's korrektion uden påske og Danmarks Statistiks tal viser en samlet fremgang i 1. halvår 2014 på ½ pct. Det er næsten 1 pct.enhed mindre end AE's korrektion med påske. Beregningerne peger på, at man skal tolke det mærkbare eksportfald i 2. kvartal 2014 forsigtigt.

Figur B2. Eksport-vækstrater egen sæsonkorrektion og Danmarks Statistiks tal



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

Vareeksporten i udenrigshandelsstatistikken (nominelt) tyder heller ikke på noget fald i vareeksporten fra 1. til 2. kvartal, men derimod en lille stigning. Her viser Nationalregnskabets opgørelse et fald på 1,4 pct. Forskellen skyldes igen sæsonkorrektion og påske, jf. afsnit om udenrigshandel nedenfor.

Danmarks Statistik oplyser, at der arbejdes på at få indført en mere omfattende påskekorrektion i Nationalregnskabet i forbindelse med overgangen til nye Nationalregnskab (ESA2010), der udgives i september måned 2014. Det kan i lyset af AE's opgørelser potentielt markant ændre BNP-vækstraterne i de enkelte kvartaler, men ventes ikke at ændre det overordnede billede af konjunktursituationen. Samtidig tyder vores opgørelser på, at en ordentlig påskekorrektion mærkbart vil mindske udsvingene i den danske BNP-vækst. De danske væksttal på kvartaler svinger relativt meget sammenlignet med andre lande.

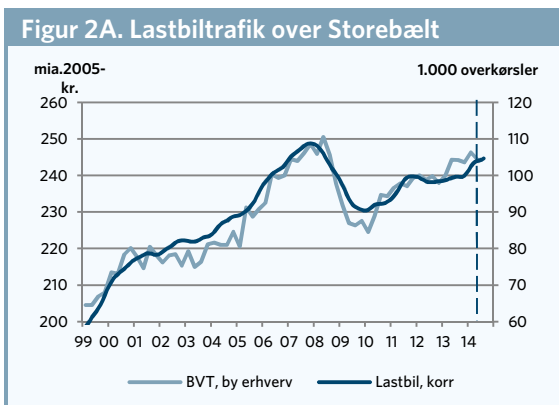
De sløje væksttal i 2. kvartal 2014 har også været kendetegnet for europæisk økonomi herunder vores naboer mod syd og øst. Det er endnu uklart om tallene markerer en ny periode med stagnerende vækst i Europa. Indikatorerne for den internationale økonomi i 3. kvartal har været blandede, men peger på fortsatte udfordringer, og samtidig har den geopolitiske uro med bl.a. krisen i Ukraine øget den internationale økonomiske usikkerhed.

Udviklingen understreger at de positive takter, som vi så i starten af året, hviler på et skrøbeligt grundlag, og at økonomierne i Europa fortsat lider under finanspolitiske stramninger og at pengepolitikken i Europa - trods lempelig - formentlig kunne være ført mere aggressiv. Det kan bestemt ikke afvises, at europæisk økonomi er på vej ind i en ny periode med svag vækst, men det er ikke noget der afspejles i de internationale prognoser endnu.

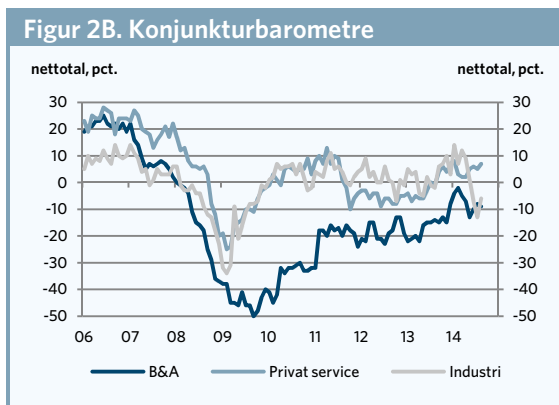
Udover at den hjemlige efterspørgsel har udviklet sig lidt bedre end ventet, så har arbejdsmarkedet samtidig udviklet sig en del mere positivt end ventet med en fremgang i beskæftigelsen på 12.000 personer i 1. halvår 2014. Indikatorerne på arbejdsmarkedet ser samtidig fortsat positive ud ind i 3. kv. 2014. Udviklingen i beskæftigelsen virker umiddelbart ude af trit med væksten, men er det ikke nødvendigvis. Samtidig kan den overraskende stærke fremgang på arbejdsmarkedet være et tegn på, at væksten reelt er undervurderet i det foreløbige nationalregnskab for 2. kv. 2014. Endelig er der indikationer af, at den offentlige saldo også har det bedre end sit rygte.

Det er endnu meget begrænset, hvad vi har af hårde indikatorer ind i 3. kvartal 2014. Dankortomsætningen (august) peger fortsat op ad, mens bilsalg og detailomsætning (juli) peger lidt ned. Nybyggeriet af boliger peger både op og ned. Kigger man på lastbiltrafikken over Storebælt, der historisk har fulgt bruttoværditilvæksten (BVT) i det private byerhverv, peger tendensen fortsat opad ind i 3. kvartal 2014. Der er altså ikke noget, der tyder på ny nedgang her. Lastbiltrafikken over Storebælt fremgår af figur 2A.

Hvad angår konjunkturbarometrene har de private serviceerhverv (ekskl. detailhandel) ligget i det positive spektrum de seneste 12 måneder, og niveauet ligger fortsat på noget af det mest positive, som vi har set gennem krisen. Konjunkturbarometret for bygge- og anlægssektoren har svinget en del i 2014, men ligger også aktuelt på noget af det mest positive, som vi har set gennem krisen. Det viser figur 2B. Endelig ligger detailhandlens konjunkturbarometer (ikke vist i figuren) også pænt i det positive spektrum. Til gengæld er industriens konjunkturbarometer faldet markant tilbage hen over sommeren og har de seneste måneder ligget på et niveau, som man skal tilbage til 2009 for at finde lavere.



Anm.: Der er i opgørelsen forsøgt korrigeret for lukningen af Kategarruten sidste år. Produktion er beregnet simpelt for de private byerhverv i figuren.
 Kilde: AE pba. Storebælt A/S og Danmarks Statistik.



Anm.: Barometret for de private serviceerhverv er ændret i midten af 2011, hvorfor man skal være påpasselig med sammenligningen før og efter.
 Kilde: AE pba. Storebælt A/S og Danmarks Statistik.

Samlet tegner konjunkturindikatorerne et billede af, at de hjemmemarkedsorienterede erhverv i øjeblikket har det bedre end industrien, der er langt mere eksportorienteret. Det er da også især ordrebeholdningen til eksport, der er dykket hen over sommeren for industrien. Det kan være et varsel om, at den internationale økonomi har det værre, end det der ligger i prognoserne nu, og at vi derfor vækstmæssigt kan blive presset fra eksporten i 2. halvår 2014.

I det følgende gennemgår vi AE's opdaterede syn på dansk økonomi med udgangspunkt i de nyeste prognoser fra udlandet, med korrektion i forhold til oplysningerne fra de nyeste nationalregnskabstal, det seneste internationale billede og de indikatorer der ellers foreligger. Der kommer snart et nyt Nationalregnskab efter en ny standard (ESA2010) - det kan potentielt ændre billedet af den økonomiske udvikling. Årstallene med den nye opgørelse kommer den 15. september, mens kvartalstallene først kommer i slutningen af september. Det ville være optimalt at vente på disse tal, men databank og et fremskrivningsmodul til ADAM-modellen ventes først en del senere. Der er i det lys behov for at opdatere synet på den økonomiske udvikling, selvom vi ikke kan komme helt så meget i dybden som normalt.

3 Prognoseopdatering

Grundlæggende vurderer AE, at forudsætningerne for den hjemlige efterspørgsel samlet set er nogenlunde uændrede sammenlignet med AE's vurdering fra marts 2014. Derfor fastholdes vurderingen om en tiltagende fremgang i den hjemlige efterspørgsel i 2014 og 2015. I lyset af de nyeste informationer omkring udenrigshandlen, herunder vækstprognoserne fra udlandet, er eksporten imidlertid nedjusteret, mens importen er opjusteret i 2014. Næste år er både den hjemlige efterspørgsel, eksport og import nedjusteret en smule. Det betyder samlet set, at AE's vækstprognose i 2014 nu lyder på 1 pct., mens den næste år ligger på 2 pct. Der er i år tale om en nedjustering på 0,4 pct., mens prognosen næste år ligger på linje med vurderingen fra marts.

	September 2014			Marts 2014		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Realvækst, kædede værdier, pct.						
BNP	0,4	1,0	2,0	0,4	1,4	2,1
Indenlandsk efterspørgsel	0,6	1,6	1,8	0,7	1,3	2,0
- Privat forbrug	0,1	1,0	2,0	0,0	1,0	2,0
- Offentligt forbrug	0,7	1,3	0,8	0,9	1,5	0,6
- Offentlige investeringer	-0,7	1,8	-4,6	-0,7	1,8	-8,4
- Boliginvesteringer	-5,0	3,5	2,0	-5,0	3,5	4,0
- Erhvervsinvesteringer	4,7	2,1	5,5	3,4	1,2	6,8
- Lagre ¹⁾	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,0
Eksport	1,0	2,8	4,0	1,0	3,7	4,7
Import	1,4	4,2	4,0	1,5	3,8	4,8
Ændring, 1.000 personer						
Beskæftigelse	2	23	12	2	15	15

1) Inkl. diskrepans, bidrag til BNP-væksten.

Kilde: AE's prognoser fra september 2014 og marts 2014.

I vurderingen for 2014 er der ikke lagt fuld vægt på det nye foreløbige nationalregnskab for 2. kvartal 2014. Dels vurderes datagrundlaget i 1. halvår mere usikkert end normalt som følge af ændrede momsfrister. Mindre virksomheder kan fra 2014 indbetale moms senere end tidligere – et forhold der helt åbenlyst har påvirket opgørelsen af virksomhedernes salg for f.eks. hoteller og restauranter. Dels giver den manglende korrektion i nationalregnskabstallene for påskens placering en yderligere usikkerhed omkring den underliggende udvikling i økonomien. Når det er sagt, så kræver prognosen fremgang i både den hjemlige efterspørgsel og eksport i både 2. halvår 2014 og igennem 2015.

Det **private forbrug** voksede med 1½ pct. i 1. kvartal og med 0,3 pct. i 2. kvartal 2014. Den markante fremgang i 1. kvartal 2014 kan stort set alene forklares med "forsikringsteknik" efter efterårsstormene, der trykkede det private forbrug ned i 4. kvartal sidste år. Korrigeret for forsikringsteknik har det private forbrug underliggende udvist en positiv tendens siden midten af 2012, omend det fra kvartal til kvartal er gået noget op og ned. Påskens placering spiller givet igen ind på udviklingen i 1. halvår 2014, ligesom den milde vinter gav et meget lavt energiforbrug i 1. kvartal 2014. Samlet har udviklingen ikke været nævneværdigt anderledes end ventet, og vi fastholder i det lys prognosen om en vækst i år på 1 pct.

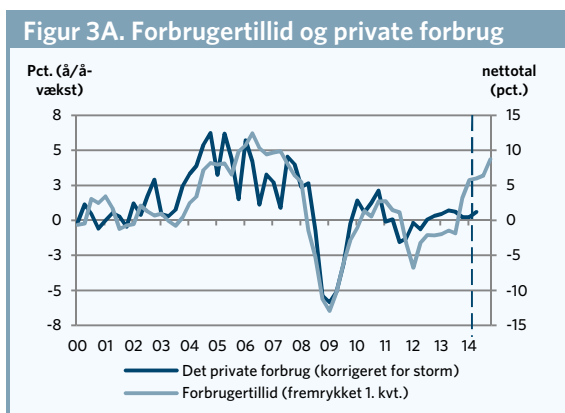
og næste år 2 pct. Prognosen forudsætter en fortsat, men beskeden fremgang i det private forbrug i 2. halvår 2014, men så begyndende acceleration i 2015.

På den ene side kan ny økonomisk usikkerhed lægge en dæmper på det private forbrug. På den anden side har både fremgangen på arbejdsmarkedet og boligpriserne været større end ventet, og der har nu i seks kvartaler i træk været reallønsfremgang på det private arbejdsmarked.

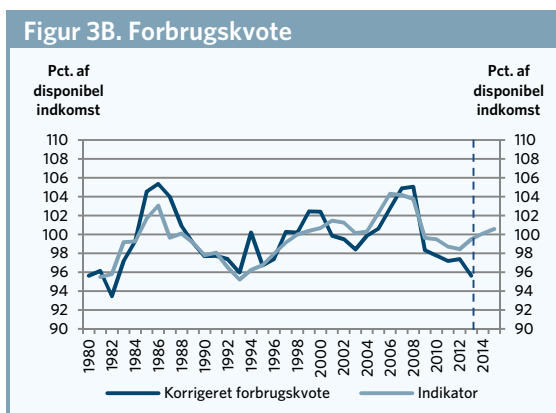
Den øgede geopolitiske uro har bemærkelsesværdigt nok ikke påvirket forbrugertilliden i negativ retning. Tværtimod er forbrugertilliden fortsat med at vokse og ligger nu på niveau med de gode tider i nullerne. Sat over for den historiske udvikling i det private forbrug, giver det forventning om yderligere fremgang i 2. halvår 2014, jf. figur 3A.

Vurderet ud fra den forbrugsbestemmende disponible indkomst i husholdningerne (Økonomi og Indenrigsministeriets definition af forbrugskvoten) ligger det private forbrug på et meget lavt niveau i øjeblikket, som man skal tilbage til start 1980'erne for at finde lavere. Det illustrerer, at det ikke er penge der mangler i husholdningerne, men lysten til at bruge dem.

Kigger man tilbage har forbrugslysten/-kvoten samvarieret pænt med de reale huspriser og beskæftigelsesgraden. Vores forventning om en gradvis tiltagende vækst i det private forbrug underbygges af en fremgang i både beskæftigelse og i de reale boligpriser i begge prognoseår. Det er illustreret i figur 3B.



Anm.: AEs bud på forbrugsvækst er indlagt i 2. kv. 2014 Forbrugertilliden for september er antaget at ligge på det gennemsnitlige sæsonkorrigerede niveau for juli og august.
 Kilde: AE på Danmarks Statistik.



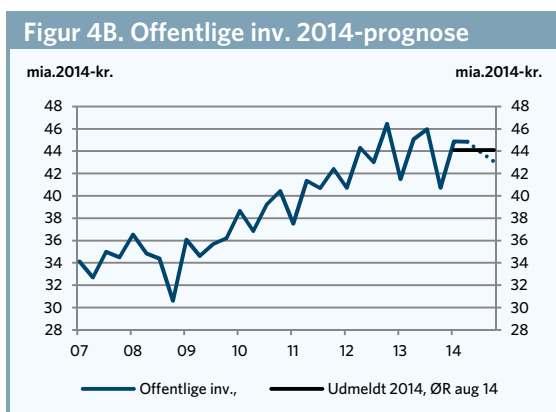
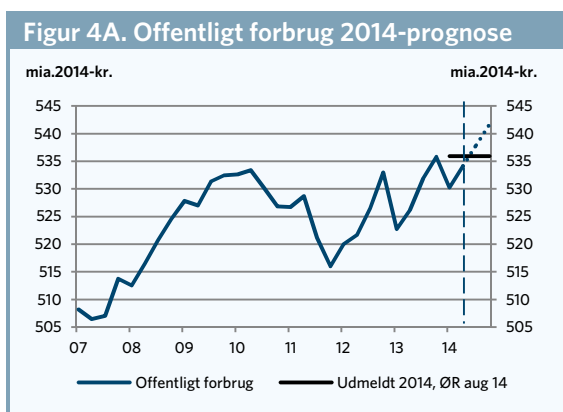
Anm.: Der er tale om den korrigerede disponible indkomst defineret i Økonomisk Redegørelse med korrektion for SP og den fremrykkede kapitalpensionsbeskatning. Indikatoren er baseret på forklaringsbidrag fra de reale boligpriser og beskæftigelsesgraden (q/u1564).
 Kilde: AE pba. ØR, august 2014 og ADAMs databank.

Den offentlige efterspørgsel flugter med regeringens augustprognose for både forbrug og investeringer. Det offentlige forbrug faldt med 1 pct. i 1. kvartal, men steg så med 0,7 pct. i 2. kvartal 2014 ifølge de foreløbige Nationalregnskabstal. Mønstret med fald i det offentlige forbrug i 1. kvartal og så fremgang de efterfølgende kvartaler er efter alt at dømme et nyt mønster, der er kommet sammen med de forstærkede sanktioner mod overskridelse af budgetterne. For én gangs skyld ser det ikke ud til, at det offentlige forbrug vil lande langt under det udmeldte, omend niveauet i 2014 allerede er nedjusteret med 2 mia. kr. sammenholdt med det, der var budgetteret med inden året gik i gang. At nå det udmeldte niveau i år kræver en fremgang i både 3. og 4. kvartal på linje med det, som vi så i 2. kvartal. Det viser figur 4A. Niveauet for det offentlige forbrug i 2015 er samlet set nedjusteret godt 2½ mia. kr. sam-

menlignet med det der lå til grund for AE's martsprognose, men målt på årsplan ligger realvæksten på 0,8 pct. efter 1,3 pct. i 2014.

Kigger man på de offentlige investeringer så peger de foreløbige Nationalregnskabstal på et investeringsniveau på linje med det udmeldte. De offentlige investeringer steg ifølge de foreløbige nationalregnskabstal med 10 pct. i 1. kvartal og lå uændret i 2. kvartal 2014. Prognosen forudsætter en mindre nedgang i aktivitetsniveauet i 2. halvår 2014, se figur 4B, og med det budgetterede fald på realt 4,6 pct. fra 2014 til 2015 fortsætter aktiviteten med at aftage i 2015. Når det er sagt, så ventes nu et mindre fald end tidligere, idet niveauet i 2015 er opjusteret efter forhandlingerne med kommuner og regioner.

Samlet indebærer prognosen for investeringer og forbrug at den offentlige efterspørgsel skal stige med ½ pct. i både 3. og 4. kvartal 2014. Det betyder, at BNP-væksten alene fra denne front vil løftes med 0,1-0,2 pct. per kvartal i 2. halvår 2014.



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik og Økonomisk Redegørelse august 2014.

Et andet sted, hvor takterne har været positive, er indikatorerne for den offentlige saldo. For det første udviste den offentlige saldo igen et mindre underskud end ventet i 2013. Sammenlignet med det budget der lå inden året gik i gang, har de offentlige underskud de sidste 4 år udviklet sig i gennemsnit 38 mia. kr. bedre end ventet og alene 30 mia. kr. i 2013. Selvom noget skyldes, at provenuet for PAL-skatten har været budgetteret konservativt og at der sidste år var fremrykket pensionsbeskatning, forklarer det ikke hele opjusteringen.

For det andet havde vi ifølge de kvartalsvise offentlige finanser i 1. kvartal 2014 det laveste underskud på saldoen, som er set i et 1. kvartal de seneste 5 år. Det viser figur 5A, hvor de røde barer markerer saldoen i 1. kvartal hvert år siden 2008.

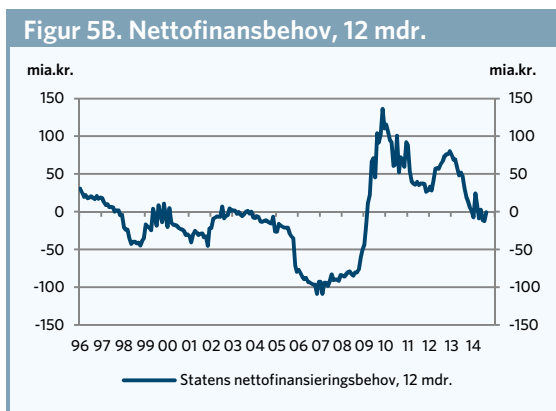
For det tredje har statens nettofinansieringsbehov - der er en indikator for den offentlige saldo - udviklet sig mere positivt end ventet efter regeringens økonomiske redegørelse fra maj 2014. Alene juli og august måned udviklede sig samlet set 14 mia. kr. bedre end ventet.

Selvom nettofinansieringsbehovet blev justeret ned fra 29 mia. kr. i majredøgørelsen til 21 mia. kr. i augustredøgørelsen, så skal udviklingen de sidste 5 måneder være markant anderledes end det, som vi har set de seneste år før vi når op på 21 mia. kr. Udvikler de sidste 5 måneder af 2014 sig som de samme måneder 2013 ender nettofinansieringsbehovet for hele 2014 på minus 1 mia. kr. Det svarer til et

overskud og en forbedring på 22 mia. kr. sammenlignet med det ventede i augustredegørelsen. Da nettofinansieringsbehov¹ er en indikator for den offentlige saldo underbygger de seneste oplysninger vores forventning om, at saldoen i år bliver bedre end sidste år.



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.



Kilde: AE pba. Nationalbanken.

I det lys fastholdes vores forventning om, at underskuddet i år bliver mindre end sidste år. Med mindre indtægterne fra PAL-skatten svigter totalt i 2015 eller økonomien starter en ny nedtur, er det vores vurdering, at saldoen ikke kommer i nærheden af den kritiske 3 pct. grænse i 2015. Konkret forventes i et underskud på 14 mia. kr. (0,8 pct. af BNP) i 2014, mens vi næste år forventer et underskud på 48 mia. kr. (2½ pct. af BNP). Det fremgår af tabel 2. At underskuddet stiger fra 2014 til 2015 skal ses i lyset af den fremrykkede kapitalpensionsbeskatning ekstraordinært har løftet saldoen i 2013 og 2014 med mere end 30 mia. kr. per år. Provenuet fra PAL-skatten er altid en stor joker og det er bestemt muligt, at vi igen i år bliver positivt overrasket. Sker det kan det ende med et lille offentligt overskud i 2014. Tabel 2 viser de øvrige nøgle tal fra AE's prognoseopdatering

Tabel 2. Øvrige nøgletal fra AE's prognoseopdatering, september 2014

	2013	2014*	2015*
	----- mia.kr. -----		
Betalingsbalance	132	124	136
Offentlig saldo	-16	-14	-49
Privat opsparingsbalance	148	138	185
	Årlig stigning i pct.		
Forbrugerprisindeks	0,8	0,7	1,2
Boligpriser, en.fam. huse	2,7	3,0	4,0

* prognose

Kilde: AE pba. Danmarks Statistik

Boliginvesteringerne forventes at vokse med 3½ pct. i år og 2 pct. næste år. Dermed er prognosen for 2014 fastholdt, mens vi næste år har skruet lidt ned for væksten. Udviklingen afspejler at reparationerne efter stormskaderne har løftet aktiviteten ekstraordinært de seneste tre kvartaler, men samtidig forventes udløbet af boligjob-ordningen at give anledning til et løft i aktiviteten (hamstring) i 2. halvår 2014. Disse aktivitetsbidrag falder bort fra næste år, hvilket trækker ned i aktiviteten i 2015. Årsagen

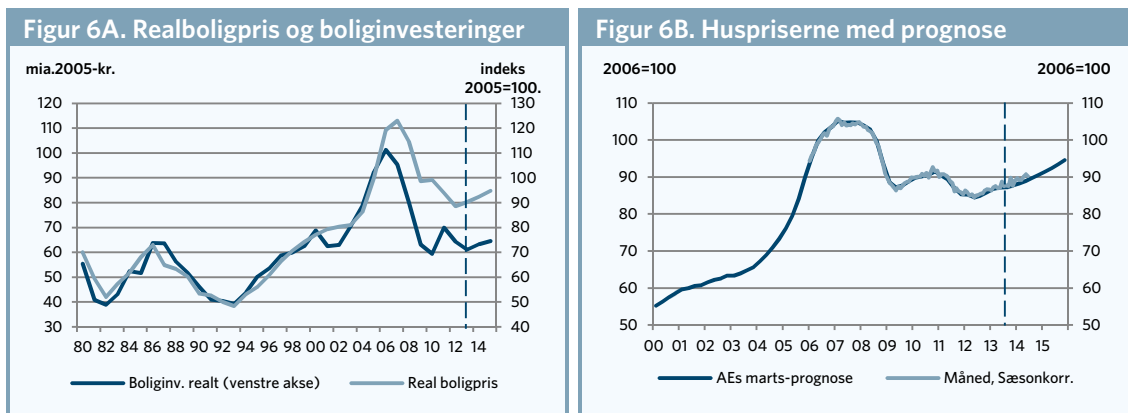
¹ Med korrektioner for genudlån, betalingsforskydninger og periodiseringer.

til at der ikke er mere gang i boliginvesteringerne i år, skal ses i lyset af et fortsat meget underdrejet nybyggeri.

Påbegyndelsesstatistikken, der er meget usikker, peger på både stigning og fald i nybyggeriet i 2. halvår 2014. Som følge af de stigende boligpriser, der gør det mere attraktivt at bygge nyt, er det dog forventningen, at nybyggeriet begynder at bevæge sig væk fra bunden og trække op i boliginvesteringerne igen. Som det fremgår af figur 6A, så har der historisk været en tæt sammenhæng mellem udviklingen i boliginvesteringerne og huspriserne korrigeret for forbrugerprisinflationen. Forventningen om fortsat fremgang i de reale boligpriser underbygger AE's prognose om fortsat fremgang i boliginvesteringer – om end en mindre fremgang.

Nedgearingen af væksten næste år skal samtidig ses i lyset af en ny vurdering omkring aktivitetsbidraget fra renoveringerne i den almene sektor via Landsbyggefonden. Tidligere var der ventet en stigende aktivitet i 2015². Nu vurderer Finansministeriet (Budgetoversigt 2, 2014), at aktiviteten topes i 2014 og aftager ind i 2015.

Boligpriserne er vokset lidt mere end ventet i 2014 sammenlignet med AE's prognose fra marts. Det viser figur 6B. Vi har i det lys opjusteret prognosen for huspriserne en smule i 2014, mens forventningerne til næste år fastholdes uændret. Det indebærer, at boligpriserne stiger med 3 pct. i år og 4 pct. næste år. Prognosen indebærer, at den nuværende positive tendens fortsætter resten af prognoseperioden.



Anm.: Den reale boligpris er beregnet pba. huspriserne og forbrugerprisinflationen.
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

De foreløbige nationalregnskabstal peger på en fremgang i **erhvervsinvesteringerne** på 3 pct. i 1. kvartal og en nedgang på 1½ pct. i 2. kvartal 2014. Samlet er der tale om et løft på 3 pct. fra 1. halvår 2013 til 1. halvår 2014. Det viser figur 7A. Vi har endnu ikke detaljerede oplysninger om investeringerne, men de mere detaljerede tal, der også dækker de offentlige investeringer, peger på en fremgang i "maskiner og inventar" samt software i både 1. og 2. kvartal 2014, mens transportmidelinvesteringerne steg kraftigt i 1. kvartal, mens der i 2. kvartal var mærkbar nedgang. Bygge- og anlægsinvesteringerne steg en smule i 1. kvartal, men faldt så tilbage igen i 2. kvartal 2014.

Det er givet investeringerne/import i skibe samt salg/eksport af skibe i 2. kvartal 2014 (negativ investering) der via "transportmidlerne" giver svingene i 1. halvår 2014. Med forventning om en svag frem-

² Se dansk byggeris konjunkturanalyse fra februar 2014.

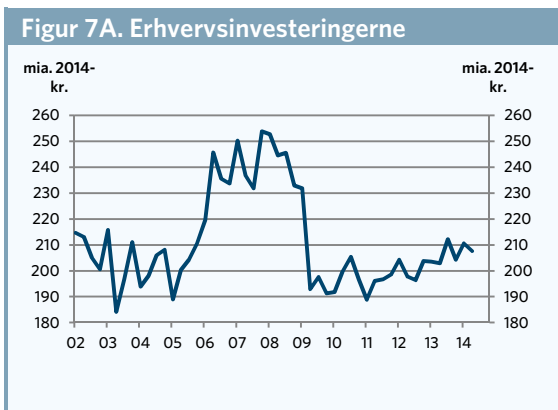
gang i 2. halvår lander væksten i erhvervsinvesteringerne i år samlet omkring 2 pct., mens vi til næste år forventer en fremgang på 5½ pct.

Som følge af mange ledige erhvervslokaler er det fortsat svært se nogen afgørende vending for det erhvervsmæssige byggeri. Derimod ventes de politisk initierede store anlægsprojekter (bl.a. Metro cityring og Femern bælt), at understøtte erhvervsinvesteringerne i både 2014 og 2015. Samtidig ventes en fortsat fremgang i materielinvesteringerne.

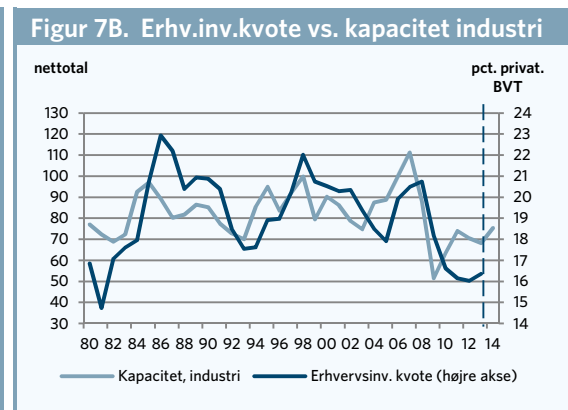
Sammenholdt med AE's martsprognose er der tale om en marginal opjustering af erhvervsinvesteringerne i år, mens næste år er justeret lidt ned. Opjusteringen i år skal alene ses i lyset af en lidt bedre udvikling i 1. halvår 2014, mens nedjusteringen næste år skal ses i lyset af den lidt lavere økonomisk vækst herunder i eksporten set over de to år.

Som det fremgår af figur 7A har tendensen i erhvervsinvesteringerne været svagt positiv siden bunden i 2011. Det er grundlæggende en fortsættelse af denne tendens, der ligger i prognosen med let tiltagende styrke ind i 2015. Som det fremgår af figur 7B lå investeringskvoten i 2013 fortsat på et ekstremt lavt niveau - et forhold der afspejler, hvor svært vi har haft ved at komme ud af krisen, og at vi stadig slås med overkapacitet i økonomien. Selvom indikatoren for kapacitetsudnyttelsen i industrien fortsat ligger lavt, så har den bevæget sig væk fra det markante bundniveau i 2009, og ind i 2014 er der tegn på en yderligere nedgang i overkapaciteten. Mindre overkapacitet er en af de afgørende forudsætninger for at få mere gang i erhvervslivets investeringer.

Den ekstremt lave investeringskvote indikerer sammen med de senere års enorme opsparingsoverskud i den private (ikke-finansielle) sektor, at der er et stort potentiale for at få ordentlig gang i erhvervsinvesteringerne igen.



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.



Anm.: Industriens produktionskapacitet, angiver hvor en stor andel af industrivirksomheder melder, om de har utilstrækkelig eller mere end tilstrækkelig produktionskapacitet. En faldende kurve afspejler derfor, at flere virksomheder vurderer, at de har mere end tilstrækkelig produktionskapacitet.
 Kilde: AE pba. ADAMs databank og Danmarks Statistik.

Lagerinvesteringerne har ifølge de foreløbige nationalregnskabstal bidraget positiv til væksten i både 1. og 2. kvartal 2014 med omkring 0,3 pct. per kvartal. Det er således her vi finder noget af årsagen til, at den hjemlige efterspørgsel er vokset lidt mere end ventet. Det er uklart hvad lagerudviklingen dækker. Hvis lageropbygningen afspejler, at virksomhederne er blevet negativt overasket over efterspørgslen, kan det lægge en dæmper på væksten i 2. halvår 2014, hvor virksomhederne så kan imødekomme efterspørgsel ved at tømme lagre frem for at producere. Lagerudviklingen kan imidlertid også være

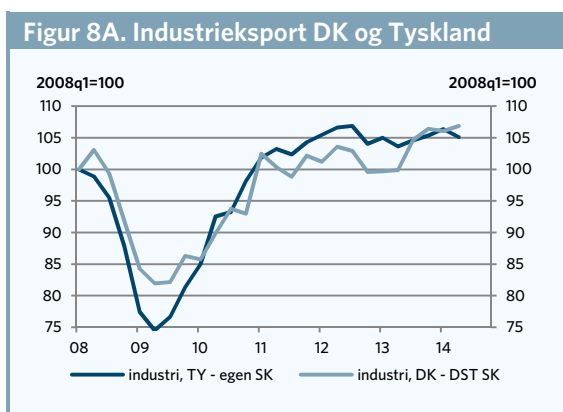
modsvaret af den stigende import, herunder af energi, hvilket i givet fald kan betyde, at importvæksten vil blive afdæmpet i 2. halvår 2014. Endelig kan lageropbygningen afspejle en normalisering af lagrene efter at krisen formentlig har ledt mange virksomheder til at bringe lagerbeholdningen så langt ned som muligt. Det betyder så, at den lagerudvikling vi ser nu ikke nødvendigvis vil lægge pres på væksten i 2. halvår.

Prognosen indebærer, at lagerinvesteringerne falder lidt tilbage i 2. halvår 2014, men samlet set vil bidrage med 0,2 pct.enheder til væksten i 2014. Til næste år ventes lagrene at trække ned i væksten med 0,1 pct. enhed.

Ifølge Nationalregnskabet faldt **eksporten** i faste priser med hele 1,7 pct. fra 1. til 2. kvartal 2014 efter sæsonkorrektur. Det skete efter en stigning på 2,1 pct. i 1. kvartal 2014. Nedgangen i 2. kvartal 2014 forklares af både vareeksporten der faldt 1,7 pct. og af tjenester der faldt 1½ pct. Mens tjenesterne har det med at hoppe op og ned, så var faldet i vareeksporten overraskende kraftigt dels set i lyset af oplysningerne fra udenrigshandelsstatikken og dels de meldinger, der kom fra erhvervslivet og konjunkturbarometret for industrien før sommerferien.

Kigger man f.eks. på industrieksporten (nominelt og inklusive transportmidler herunder skibe, fly mv.) så steg den ifølge Danmarks Statistiks tal med 0,8 pct. fra 1. til 2. kvartal 2014 efter en lille nedgang i 1. kvartal. Det viser figur 8A. Samlet ligger industrieksporten, som følge af en stærk stigning gennem 2013, imidlertid 6,7 pct. højere i 1. halvår 2014 end samme periode 2013. Holder industrieksporten sig uændret resten af året lander vi på en samlet vækst i 2014 på 4 pct.

Når det er sagt, så er der tegn på opbremsningstendenser i den danske industrieksport, ligesom man også ser det i den tyske industrieksport. Sidstnævnte er ifølge AE's sæsonkorrektur faldet lidt i 2014. Som det fremgår af figur 8A har den tyske industrieksport ligget relativt uændret de seneste år og med den stærke danske udvikling sidste år, har vi målt gennem krisen faktisk klaret os lige så godt som tyskerne. Som det fremgår ligger industrieksporten i Danmark et godt stykke over før-kriseniveau.



Anm.: Transportmidler herunder skibe og fly kan ikke udskilles i de tyske tal, hvorfor de er inklusive for både Danmark og Tyskland. De danske tal er baseret på udenrigshandelsstatistikens sæsonkorrigerede tal, mens vi selv har sæsonkorrigeret de tyske tal i J-demetra+.
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik og Statistisches Bundesamt (Destatis).



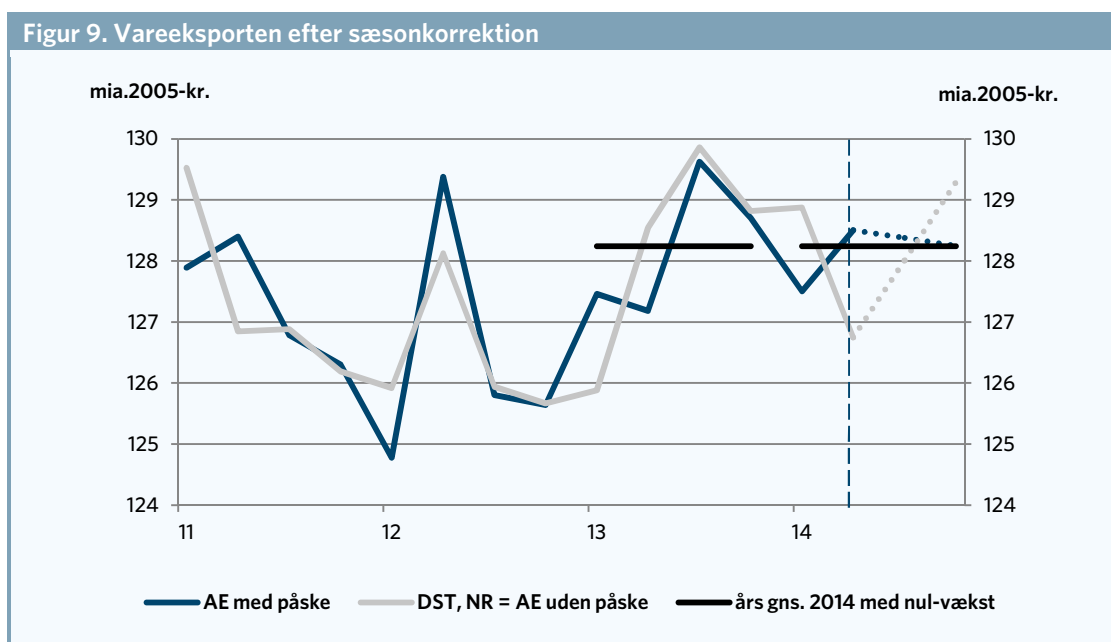
Anm.: Nettotallet er antal af virksomheder, som melder om 'større end normal' eksportordrebeholdning minus dem, som melder om 'mindre end normal'. Et positivt tal bør altså indikere, at eksportordrebeholdningen er større end normalt for virksomhederne set under et.
 Kilde: AE (sæsonkorrektur) pba. Danmarks Statistik.

Som det fremgår af figur 8B lå indikatoren for industriens eksportordrebeholdning på et højt niveau i starten af 2014, men faldt så markant i juni og juli. Selvom der i august var en lille stigning ligger ordrebeholdningen stadig lavt og under det historiske gennemsnit. Det kan afspejle, at væksten i udlandet

har det værre end det, der ligger i prognoserne nu, og at der kan komme pres på eksporten i 2. halvår 2014.

Som beskrevet i indledningen lægger vi ikke fuld vægt på datagrundlaget fra det kvartalsvise Nationalregnskab herunder fordi tallene ikke er korrigeret tilstrækkeligt for påskens placering. En helt klar illustration af "påske-problematikken" ses for vareeksporten i faste priser, der ifølge Nationalregnskabet faldt markant med 1,7 pct. til et niveau langt under det årlige gennemsnit for sidste år. På dette grundlag skal vareeksporten stige med 1 pct. i både 3. og 4. kvartal 2014 før året som helhed rammer blot nulvækst. Det er illustreret i figur 9 (grå stiplet). Det virker umiddelbart som en meget markant vækst i lyset af de nyeste meldinger fra udlandet og det markante dyk i industriens eksportordrebeholdning henover sommeren.

Figur 9. Vareeksporten efter sæsonkorrektion



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik og J-demetra+

AE's sæsonkorrektion, der indeholder en korrektion for påsken, peger imidlertid på en *stigning* fra 1. til 2. kvartal 2014 i vareeksporten, og et niveau der i 2. kvartal ligger lidt over årsgennemsnittet for 2013. På det grundlag kan vareeksporten faktisk falde en smule i 2. halvår og så alligevel ramme nulvækst for hele året. Det viser figur 9.

Lægger man fuld vægt på Nationalregnskabet's opgørelse synes det vanskeligt, at prognosticere bare nulvækst i vareeksporten for hele 2014. Med AE's sæsonkorrektion kræver det "bare" en fastholdelse af niveauet fra 2. kvartal 2014. Nationalregnskabet har således stor indflydelse på, hvad der synes muligt at ramme på årsvæksten givet forventningerne til udviklingen i 2. halvår. Det skal bemærkes at vores egen sæsonkorrektion uden påske-effekt rammer Danmark Statistiks tal næsten 100 pct.

Med det in mente tyder indikatorerne og meldingerne fra udlandet ikke på, at eksporten vil udvikle sig så positivt som ventet i AE's martsprognose. Det er i det lys vi har nedjusteret eksportvæksten i 2014. Der ligger i prognoserne for udlandet imidlertid endnu ingen nævneværdig nedjusteringer i 2015, hvor-

for nedjusteringen af eksportvæksten i 2015 især skal ses som en afløber af udviklingen gennem 2014. Samlet ventes eksporten i år at vokse 2,8 pct., mens der næste år ventes en vækst på 4 pct.

Som forudsætning for prognosen ligger, at den europæiske afmatning ikke fortsætter herunder, at den geopolitiske uro ikke får længerevarende negative konsekvenser for vores eksportmuligheder. Når det er sagt, så er der risiko for, at vi er på vej ind i en ny periode med svag vækst i vores største samhandelslande. At det vil få konsekvenser for dansk økonomi er illustreret i det negative scenario nedenfor.

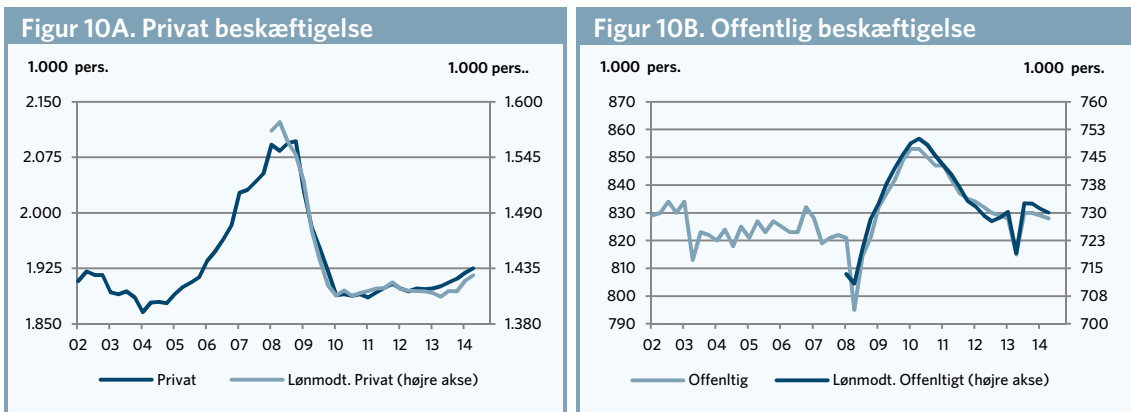
For importen har fremgangen ind i 2014 været en del større end ventet i AE's martsprognose³ og overraskende kraftig. Noget skyldes import af skibe, der direkte modsvarer af erhvervsinvesteringerne i transportmidler, men også importen af tjenester er steget voldsomt ind i 1. halvår. I det lys er importvæksten opjusteret, men vi forventer ikke at den kraftige udvikling vil fortsætte i 2. halvår 2014. Der kan være importeret til lager, og vi forventer en vis korrektion her i 2. halvår. I 2015 er importvæksten nedjusteret en smule i forlængelse af en lidt mindre eksportvækst og en lidt mindre vækst i den hjemlige efterspørgsel herunder erhvervsinvesteringerne. Samlet ligger importvæksten nu omkring 4 pct. i både 2014 og 2015.

Sammenholdt med eksporten betyder det, at udenrigshandlen trækker mærkbart ned i væksten i 2014, mens der ikke er noget nævneværdigt bidrag næste år. I det lys, med forventningen om en fortsat fremgang i bytteforholdet samt at nettoindtægterne fra Løn- og formueindkomst mv. bliver liggende omkring niveauet fra 2013, ventes betalingsbalancens løbende poster at udvise et overskud på 124 mia. kr. i 2014 og 135 mia. kr. næste år. Der er altså fortsat udsigt til enorme overskud – et forhold der viser, at det generelt ikke er penge, der mangler i dansk økonomi. Se tabel 2 oven for.

³ Der er tilsyneladende en mindre påskeeffekt her og desuden er det svære at finde en pæn sæson-model.

4 Arbejdsmarked - flere kommer i job

I lyset af den relativt svage vækst virker fremgangen på arbejdsmarkedet overraskende. Den private beskæftigelse (ekskl. personer på orlov) voksede med 8.000 personer i 1. kvartal og med 6.000 personer i 2. kvartal 2014 efter sæsonkorrektion. Samlet er den private beskæftigelse vokset seks kvartaler i træk med samlet set 28.000 personer. Mens der tidligere har været tvivl om beskæftigelsesfremgangen var reel bekræftes udviklingen nu også af lønmodtagerbeskæftigelsesstatistikken, der også viser mærkbar fremgang i fuldtidspersoner. Det viser figur 10A. Den relativt nye lønmodtagerbeskæftigelsesstatistik er tilbage i tid kun blevet justeret marginalt, hvorfor vi ikke har grund til at betvivle udviklingen i beskæftigelsen. Som det fremgår af figur 10B er den offentlige beskæftigelse imidlertid faldet de seneste kvartaler både målt i hoveder og fuldtidspersoner.



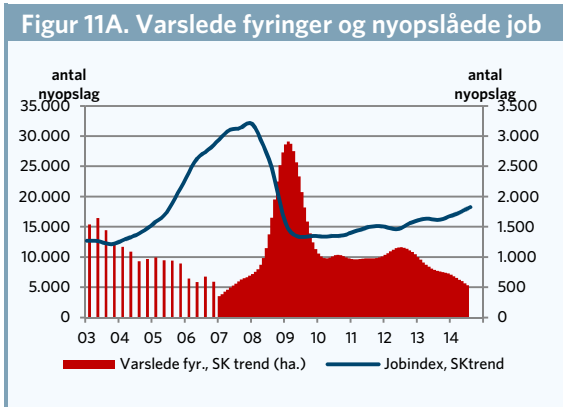
Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

I AE's martsprognose havde vi ikke forudset så stor fremgang i den private beskæftigelse i 2014. Selv hvis den private beskæftigelse ligger uændret i 2. halvår, vil vi på det nuværende datagrundlag få en fremgang for hele 2014 på næsten 20.000 personer. Det er mere end dobbelt så meget, som forventet i martsprognosen. Modsat har udviklingen i den offentlige beskæftigelse været svagere end ventet.

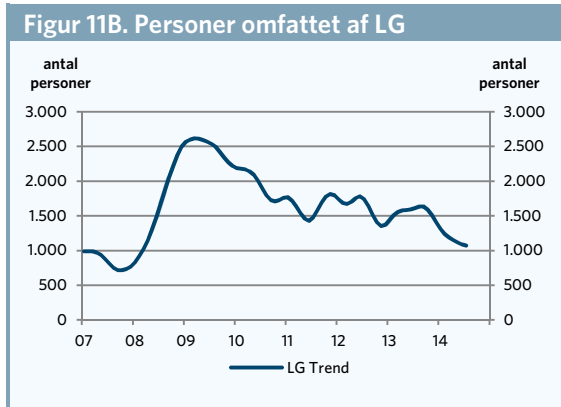
Det er forventningen, at fremgangen fortsætter på arbejdsmarkedet i 2. halvår 2014 om end med mindre styrke end det, som vi har set i 1. halvår. I det lys er beskæftigelsesprognosen opjusteret for det private arbejdsmarked og nedjusteret for den offentlige beskæftigelse.

Samlet forventes beskæftigelsen i år at stige med 22.500 personer, mens vi næste år forventer en fremgang på omkring 12.000 personer. Målt på beskæftigelsesniveauet er der tale om en opjustering i år på 7.500 personer, mens det næste år er 4.500 personer.

De få mere bløde indikatorer der rækker lidt ind i 3. kvartal peger på en fortsat positiv udvikling på det danske arbejdsmarked. Tendensen i de varslede fyringer (større runder større virksomheder) peger fortsat nedad, og tendensen i antallet nye jobopslag på Jobindex (august måned) peger fortsat opad. Det viser figur 11A. Kigger man på, hvor mange lønmodtagere, der er dækket af lønmodtagernes garantifond (LG) i forbindelse med virksomhedskonkurs, så har tendensen også klart peget ned i 2014. Det viser figur 11B. Ifølge Danmarks Statistik er antallet af fuldtidsbeskæftigede ramt af virksomhedskonkurs faldet med 40 pct. fra januar-august 2013 til samme periode 2014.



Anm.: Der er tale om trenden fra sæsonkorrektionen.
 Kilde: AE pba. Jobindex, Jobindsats og LG.

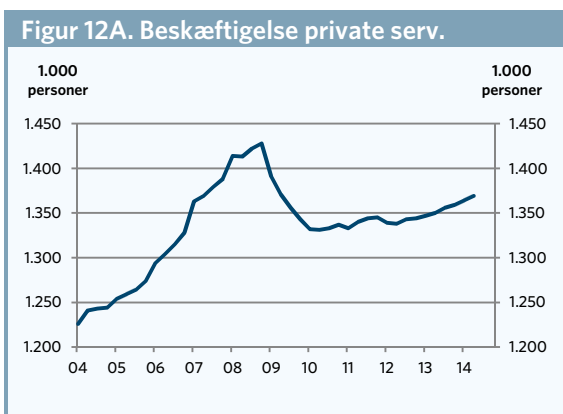


Anm.: Der er tale om trenden fra sæsonkorrektionen.
 Kilde: AE pba. LG.

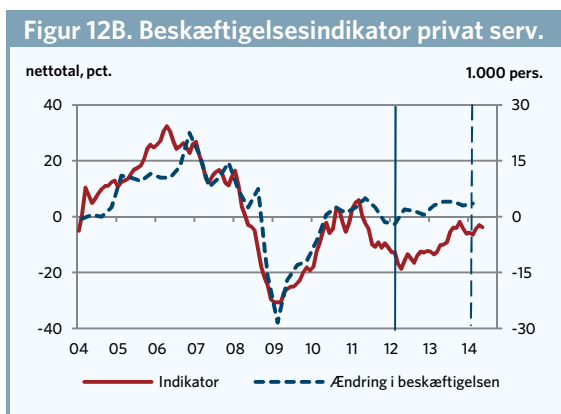
Der er således stadig tegn på færre job-lukninger og lidt flere job-åbninger, hvilket underbygger forventningen om, at arbejdsmarkedet kan fortsætte den positive udvikling. Når det er sagt, så regner vi ikke med, at tendensen i beskæftigelsen vil fortsætte ligeså stærkt.

Selvom beskæftigelsen de seneste kvartaler også er steget lidt inden for byggeriet og industrien, så er det især beskæftigelsen inden for de private serviceerhverv, der har trukket fremgangen på det private arbejdsmarked. Beskæftigelsen er her steget otte kvartaler i træk med samlet godt 30.000 personer. Sammenlignet med bunden lige efter krisen er beskæftigelsen løftet med næsten 40.000 personer. Det viser figur 12A. Vi har således gennem længere tid haft en positiv tendens, der dog ikke kan måle sig med det vi så i perioden fra 2004 til 2008 - dertil har væksten trods alt været for svag.

Som det fremgår af figur 12B, har beskæftigelsesindikatoren for de private serviceerhverv (ekskl. detail) haft en noget svingende tendens i 2014. Som følge af en omlægning af statistikken tilbage i foråret 2011 skal man fortolke *niveauet* for beskæftigelsesindikatoren forsigtigt, mens udviklingen umiddelbart peger på en fortsat fremgang i beskæftigelsen i 3. kvartal 2014. Det er da også primært beskæftigelsen i de private serviceerhverv, der fortsat forventes at trække fremgangen på det danske arbejdsmarked i prognosen.

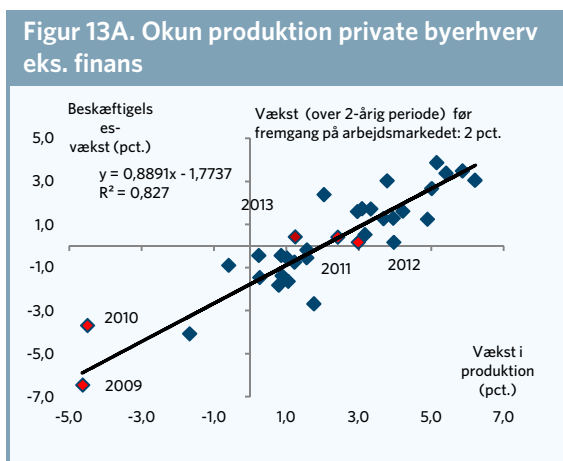


Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

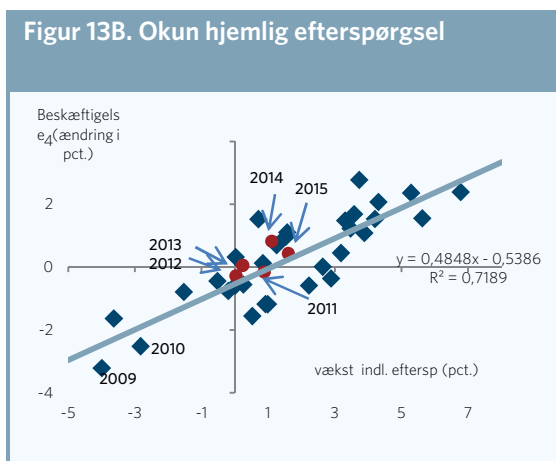


Anm.: Beskæftigelsesindikatoren afspejler virksomhedernes vurdering af udviklingen i måneden og de foregående to måneder. Indikatoren for service er ændret per maj 2011 (lodret streg). Indikatoren er derefter splejset pba. gamle og nye tal. Beskæftigelsesindikatoren er sæsonkorrigeret, to måneders glidende gennemsnit. Beskæftigelsen er målt ved ændringen i nationalregnskabs opgørelse, to kvartalers glidende gennemsnit.
 Kilde: Danmarks Statistik og AE.

Man kan med udviklingen få mistanke om, at arbejdsmarkedet er ude af trit med væksten i dansk økonomi og at vi derfor står overfor en negativ-korrektion. Kigger man på produktionen i de arbejdskraftintensive byerhverv (renset for finanssektoren)⁴, er der ikke noget der tyder på, at vi kommer fra en situation med stor ubalance mellem vækst og beskæftigelse. At 2013 lå lidt over kurven kan ikke ses uafhængigt af at 2012 lå under. Det viser figur 13A.



Anm.: Der ses på realvæksten over en toårig periode. Sammenhængen mellem vækst og den procentvise udvikling i beskæftigelsen er estimeret på historiske tal. Kilde: AE pba. Danmarks Statistik



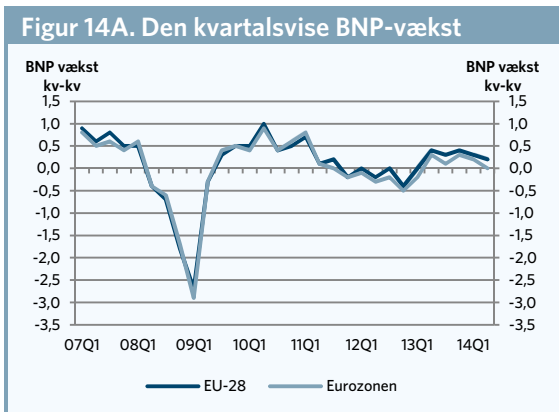
Anm.: Der ses på realvæksten over en toårig periode. Sammenhængen mellem vækst og den procentvise udvikling i beskæftigelsen er estimeret på historiske tal. Kilde: AE pba. Danmarks Statistik

Ser man på sammenhængen mellem udviklingen i den hjemlige efterspørgsel og beskæftigelsen, er beskæftigelsen steget lidt mere end man kunne forvente ud fra den historiske sammenhæng. Bortset fra 2014 der ligger lidt højt, så er der ikke noget for årene 2011-2013 og 2015 der tyder på, at arbejdsmarkedet er signifikant ude af trit med efterspørgslen. Men skuffer væksten i den hjemlige økonomi, er det sandsynligt, at den positive udvikling på arbejdsmarkedet vil stoppe igen.

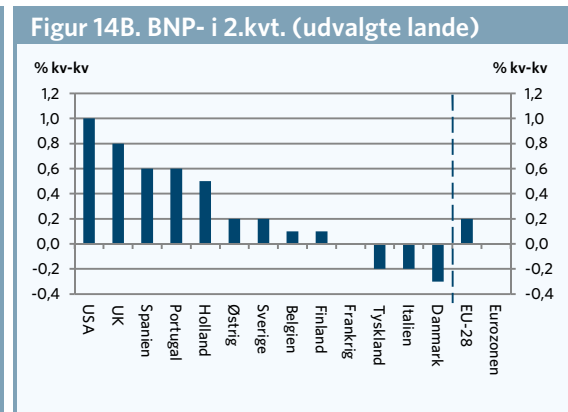
⁴ Med de senere års udvikling står det klart at ikke-arbejdskraftintensive erhverv som råstofudvinding, forsyningsvirksomhed og til dels landbrug, fiskeri mv. har trukket ned i væksten. Samtidig har finanssektoren udviklet sig noget specielt i faste priser efter krisen. Endelig har de offentlige erhverv trukket ned i væksten i 2011 og 2012. Disse forhold taler for at kigge på væksten i de private byerhverv, der dækker ca. 78 pct. af den samlede produktionsværdi og 68 pct. af den samlede beskæftigelse. Se i øvrigt analyserne i vores prognoser fra marts 2014 og september 2013.

5 Udlandet: Udsigter for europæisk økonomi

Så sent som før sommerferien var de fleste indikatorer positive for europæisk økonomi, og alt tydede på at det spæde opsving, der startede i starten af 2013, nu for alvor ville bide sig fast. Men de seneste uger har europæisk økonomi skuffet, og Nationalregnskabet for i 2. kvartal 2014 viste uændret BNP i Eurozonen og kun meget beskeden vækst i EU som helhed. Figur 14A viser, hvordan BNP i EU og Eurozonen har udviklet sig siden krisen brød ud i 2008. Først den dybe krise i 2008-2009 efterfulgt af en periode med vækst, hvorefter europæisk økonomi igen gik i recession i 2012. Det der er på alles læber er, om hvorvidt den seneste udvikling er et udtryk for et tredje dyk eller blot et "bump" på vejen. Som det fremgår af figur 14B er der også stor forskel på, hvordan væksten har udviklet sig i de enkelte lande. USA, Norge, UK og Spanien oplevede pæne vækstrater i 2. kv., mens især Frankrig, Tyskland og Italien skuffede. Tyskland oplevede dog en pæn vækst i 1. kv. 2014, og de skuffende tal for 2. kv. kan derfor skyldes forskydninger grundet den milde vinter.

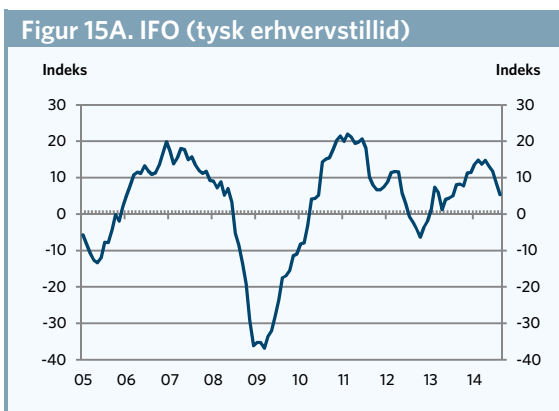


Kilde: AE pba. Eurostat

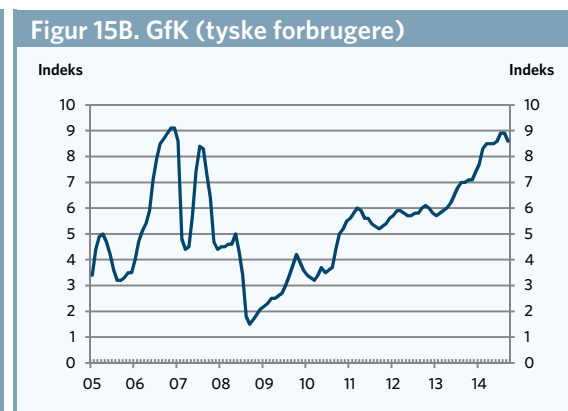


Kilde: AE pba. Eurostat

Det er dog stadig bekymrende, at BNP direkte faldt i Tyskland i 2. kvartal 2014. Tysklands økonomi udgør mere end 1/5 af EU's økonomi, og Tyskland bliver ofte fremhævet som Europas vækstlokomotiv. Samtidig peger tillidsindikatorerne ned for Tyskland. IFO-indekset (der måler stemningen i det tyske erhvervsliv) er faldet til det laveste niveau i 1½ år, jf figur 15A. GfK-indekset (der måler stemningen hos de tyske forbrugere) er nu faldet for første gang i 1½ år, men ligger stadig på et meget højt niveau.



Kilde: AE pba. Macrobond



Kilde: AE pba. Macrobond

På baggrund af udviklingen henover foråret og sommeren er forventningerne til væksten hos Danmarks største samhandelslande nedjusteret en smule i år. Sammenlignes Consensus vækstkønnene

for august med forventningerne fra AE's seneste prognose i marts, er væksten hos Danmarks 10 største samhandelslande nedjusteret med 0,2 pct.point i år, mens forventningerne til væksten i 2015 er uændrede. Consensus skønnene for august blev offentliggjort før nationalregnskabstallene for 2. kvartal, og de er dermed ikke indarbejdet. Vi vurderer groft, at den samvejede vækst i de lande vi handler mest med, vil blive nedjusteret med mindst 0,4 pct.point i år, hvis der tages højde for 2. kvartalstallene.

Blandt de lande, som vi handler mest med, er det især væksten i Tyskland, Sverige og USA der er nedjusteret, mens væksten for UK og Norge er opjusteret siden AE's martsprognose. Særligt skønnene for i år er dog meget usikre, da vi den seneste måneds tid har set en del indikatorer pege i negativ retning, men tallene er endnu ikke indarbejdet i prognoserne.

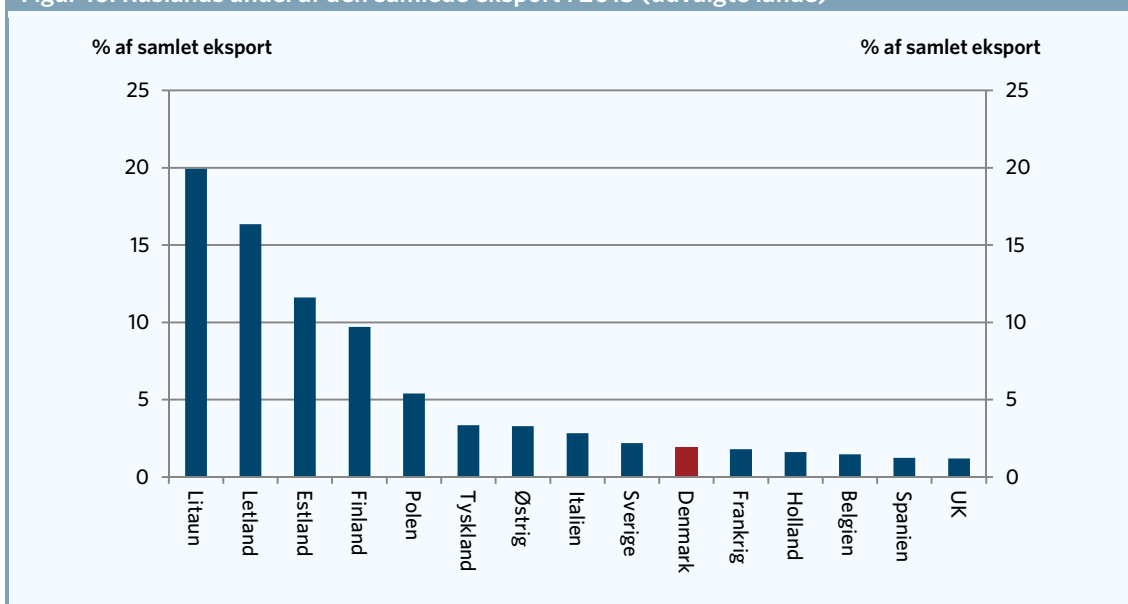
Tabel 3. Udenlandsskøn og sammenligning med AE's seneste prognose

	Consensus, august 2014	
	2014	2015
Eurozonen	1,0	1,5
EU	1,5	1,9
Tyskland	1,9	2,0
Sverige	2,4	2,9
USA	2,1	3,1
UK	3,1	2,6
Norge	2,0	2,2
Holland	0,4	1,5
Frankrig	0,7	1,2
Kina	7,3	7,1
Italien	0,1	1,1
Finland	0,0	1,4
10 største samhandelslande midt august (uden info fra 2kv-tal)	2,1	2,5
10 største samhandelslande ultimo august (med info fra fra 2.kv)	1,9	2,5
AEs seneste prognose (marts)	2,3	2,5
Ændring i skøn (AEs seneste prognose til ultimo august)	-0,4	0,0

Kilde: AE pba. Consensus forecasters samt egne beregninger.

Meget tyder på, at det blandt andet er den geopolitiske uro i Rusland og Ukraine, der skaber mislyde i europæisk økonomi i øjeblikket. Til trods for, at det er relativt beskedne andele af de europæiske landes eksport der går til Rusland, er det i ligeså høj grad usikkerheden omkring eksportens afsætningsmuligheder, der skaber usikkerhed, hvor frygten er, at usikkerheden sætter sig negativt i investeringslysten. Figur 16 viser udvalgte europæiske landes eksport til Rusland. Som det fremgår, er det kun de lande der ligger geografisk tæt på Rusland, der eksporterer i omegnen af 10 pct. eller mere til Rusland. Til sammenligning er det kun knap 1,9 pct. af Danmarks eksport og 3,3 pct. af Tysklands eksport der går til Rusland.

Figur 16. Ruslands andel af den samlede eksport i 2013 (udvalgte lande)



Anm. Andel af eksportens samlede værdi i Euro.
 Kilde: AE pba. Eurostat.

Lave vækstrater er ikke den eneste trussel mod den europæiske vækst. Også deflation er en risiko. Den Europæiske Centralbank har en målsætning om, at inflationen skal være knap to procent. Men virkeligheden ligger milevidt fra den målsætning. I august ventes den årlige inflation at blive på 0,3 procent, mens kerneinflationen (inflation minus energi- og fødevarerpriser) ventes at blive på 0,9 hvilket er langt under inflationsmålet.

Den svage økonomiske vækst og meget lave inflation giver risiko for, at eurozonen bevæger sig ind i en deflationsspiral. Deflation kan være meget skadeligt for økonomien, da forventning om faldende priser kan få forbrugere og virksomheder til at udskyde forbrug og investeringer. Hvis Europa bliver fanget i deflationsfælden, er der en reel risiko for, at Europa kommer til at lide af "den japanske syge", og havner i en situation som den Japan kæmpede med i 1990'erne med lav vækst, trods meget lav rente.

Til trods for, at den europæiske konsolidering startede for seks år siden i 2009, er mange af de europæiske lande stadig underlagt EU's henstillinger om at stramme finanspolitikken, og der er fortsat lande der planlægger at stramme finanspolitikken i år og til næste år. I foråret 2014 blev EU's henstilling dog ophævet for Danmark, Belgien, Tjekkiet, Holland, Østrig og Slovakiet.

Den stramme finanspolitik, der fortsat føres mange steder i Europa, gør det vanskeligere at komme ud af krisen. Underliggende koster den stramme finanspolitik vækst og beskæftigelse på et uheldigt tidspunkt, hvor der hersker stor usikkerhed om opsvingets styrke. Til trods for at nogle af de europæiske lande kæmper med de offentlige finanser, har mange af landene store private opsparingsoverskud, hvilket vidner om, at likviditeten og kapitalen er til stede, men at de europæiske forbrugere og virksomheder generelt ikke har meget tillid til fremtiden og derfor hellere vil spare op og afdrage gæld end at forbruge og investere. De seneste knap så gode tal og lavere forventninger til europæisk økonomi understreger, at opsvinget endnu ikke er selvbærende og bør støttes af finanspolitikken.

6 Scenarier for dansk økonomi

I det følgende er der set nærmere på et positiv- og negativscenarie.

I negativscenariet har tages der udgangspunkt i nogle af de store usikkerheder der er forbundet med international økonomi i øjeblikket. Hvis konflikten mellem Rusland og Ukraine skaber usikkerhed omkring den europæiske eksport, kan det betyde at forbrugere og investorer bliver endnu mere tilbageholdne med at forbruge og investere, end det allerede er tilfældet. Det vil kunne slå pusten ud af europæisk økonomi, og sætte en stopper for det spæde opsving.

I positivscenariet er der taget udgangspunkt i, at vi får skubbet opsvinget i positiv retning og skabt mere optimisme i økonomien både herhjemme og i resten af Europa. Det kan skabe en kædereaktion af positiv tillid igennem Europa. En relativ beskedne finanspolitisk stimulans kan være det, der "tricker" europæisk økonomi, og kommer til at fungere som katalysator til at få skabt mere tillid og optimisme.

Negativt scenarie: Rusland-Ukraine konflikten eskaleres og forbruger- og investortillid falder

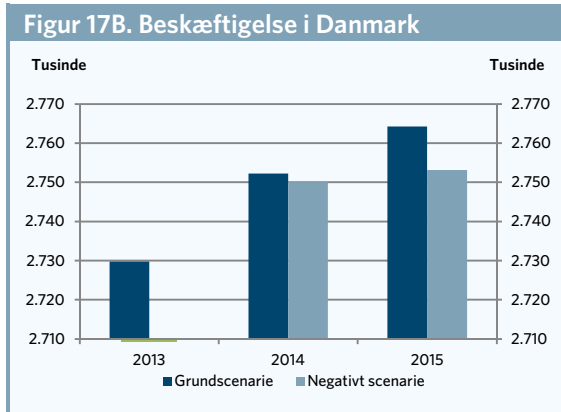
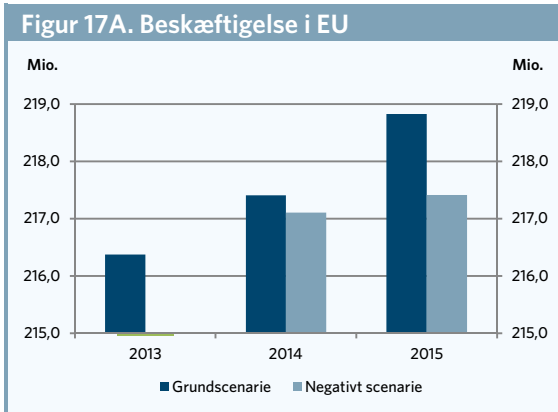
Der er store usikkerheder forbundet med international økonomi i øjeblikket, og usikkerhederne peger særligt ned og retter sig især om europæisk økonomi. Det ikke usandsynligt, at væksten bliver lavere i Europa end skitseret ovenfor, særligt i lyset af de noget skuffende tal for BNP i 2.kvartal 2014. Hvis konflikten mellem Rusland og Ukraine eskaleres, kan det betyde, at forbrugere og investorer bliver endnu mere tilbageholdne. I det følgende har vi, ved hjælp af den internationale makroøkonomiske model HEIMDAL, regnet på, hvilke BNP- og beskæftigelsestab et sådan negativt scenarie vil medføre. Boks 2 giver en mere detaljeret gennemgang af antagelserne bag scenariet.

Boks 2. Det negative scenarie – Lavere vækst i Europa

I det negative scenarie er det antaget, at konflikten mellem Rusland og Ukraine eskaleres, hvilket rammer eksporten og skaber usikkerhed omkring europæisk økonomi, med lavere forbrugs- og investeringskvoter til følge.

Den manglende forbrugs- og investeringslyst trækker samlet set BNP i de europæiske lande ned med 0,25 pct i 2014 og 0,75 pct i 2015, således at BNP i Europa er 1 pct. lavere i 2015 i det negative scenarie sammenlignet med grundscenariet.

Bliver væksten i Europa lavere, vil det koste arbejdspladser både i Danmark og resten af EU. Figur 17A og figur 17B viser udviklingen i beskæftigelsen i de to scenarier. Ved lavere vækst i Europa vil arbejdsmarkedet gå i stå igen. Effekterne på Danmark udgøres kun af handelseffekterne, dvs. spill-over effekterne af, at efterspørgslen falder i landene vi handler med. Såfremt adfærden i virksomheder og husholdninger i Danmark også tager skade, vil det få yderligere negative indvirkning på dansk økonomi, og de negative effekter vil være større end illustreret her.



Anm: Beskæftigelsens grundforløb stammer fra Europa Kommissionens forårsprognose 2014.
 Kilde: AE pba. den internationale makroøkonomiske model HEIMDAL. 2014 og 2015 er prognoseår.

Kilde: AE pba. den internationale makroøkonomiske model HEIMDAL. 2014 og 2015 er prognoseår.

Udviklingen på det europæiske arbejdsmarked vil også lide under den lavere efterspørgsel. EU vil miste 1,4 mio. job som følge af den lavere tillid hos forbrugere og investorer, hvilket vil være til skade for strukturerne på arbejdsmarkedet i Europa.

Tabel 4 viser de akkumulerede effekter på dansk økonomi af det negative scenarie. Den lavere efterspørgsel og manglende tillid i Europa vil trække den danske vækst ned med godt 0,1 pct. i 2014 og yderligere ½ pct. i 2015, således at det samlede BNP niveau vil være 0,6 pct. lavere i det negative scenarie sammenlignet med grundscenariet. Eksporten bliver også ramt og vil i 2015 ligge 17 mia. kr. under, hvad den ellers ville have været.

Tabel 4. Effekter på dansk økonomi af lavere vækst i Europa

	2014	2015
BNP (pct.)	0,14	0,63
Beskæftigelse (1000 personer)	2.200	11.100
Eksport (mia kr. .2014 priser)	4	17

Kilde: AE på baggrund af den internationale makroøkonomiske model HEIMDAL.

Positivt scenarie: Beskeden finanspolitisk stimulans skaber øget tillid til europæisk økonomi

Der er adskillige af de europæiske lande (f.eks. Danmark, Tyskland, Østrig, Sverige og Finland), der stadig har et godt udgangspunkt, med relativt sunde offentlige finanser og et stort privat opsparingsoverskud. Får vi skubbet opsvinget i positiv retning og skabt mere optimisme og positivitet i økonomien både herhjemme og i resten af Europa, kan det skabe en kædereaktion af positiv tillid igennem Europa. En relativ beskeden finanspolitisk stimulans kan være det, der "tricker" europæisk økonomi, og kommer til at fungere som katalysator til at få skabt mere tillid og optimisme.

I det følgende har vi, regnet på hvilke BNP- og beskæftigelseeffekter en sådan beskeden finanspolitisk indsats vil kunne skabe, hvis stimulansen samtidig skaber positiv tillid i europæisk økonomi. Boks 3 giver en mere detaljeret gennemgang af antagelserne bag af scenariet.

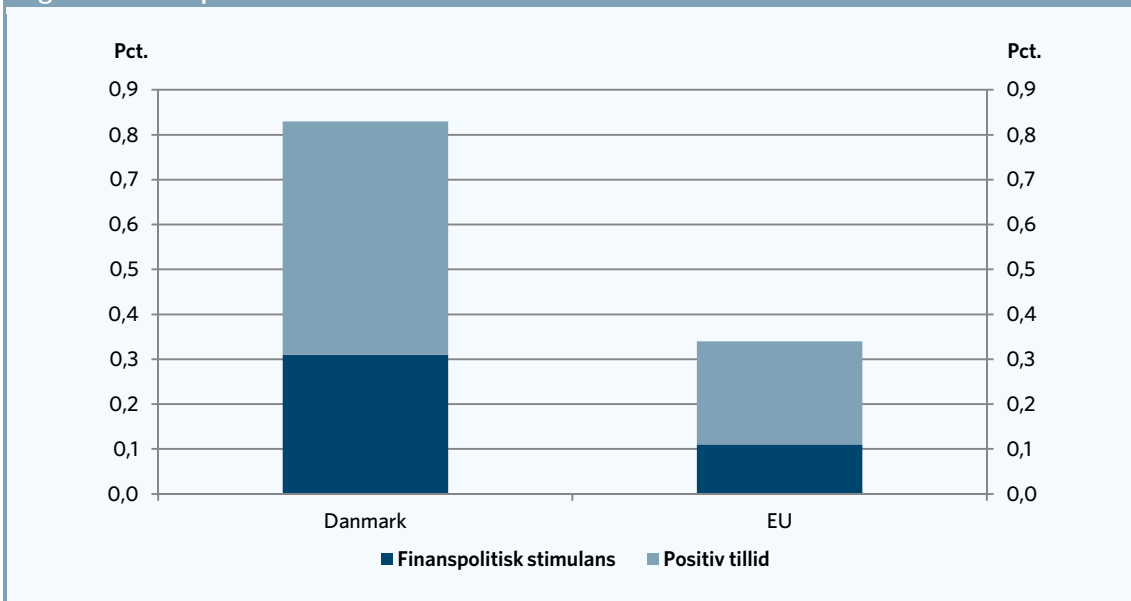
Boks 3. Det positive scenarie - Finanspolitisk stimulans og øget tillid til økonomien

I det positive scenarie er det antaget, at de europæiske lande, der har finanspolitisk råderum, stimulerer økonomien med ¼ pct. af BNP i 2015. De lande, der vurderes at have råderum, er lande som Danmark, Sverige, Finland, Østrig og Tyskland.

Der ses endvidere på effekterne af, at den finanspolitiske stimulans skaber positiv tillid i de økonomier, der er med i indsatsen, således at forbrugs- og investeringskvoter øges svarende til, at væksten øges med ½ procentpoint i 2015. De europæiske lande, der ikke er en del af den finanspolitiske indsats, vil også opleve højere vækst og velstand via de handels-effekter, der skabes, når efterspørgslen hos deres samhandelslande øges. Der er dog ikke medregnet tillidseffekter for disse lande. Gjorde man det, ville effekterne være større.

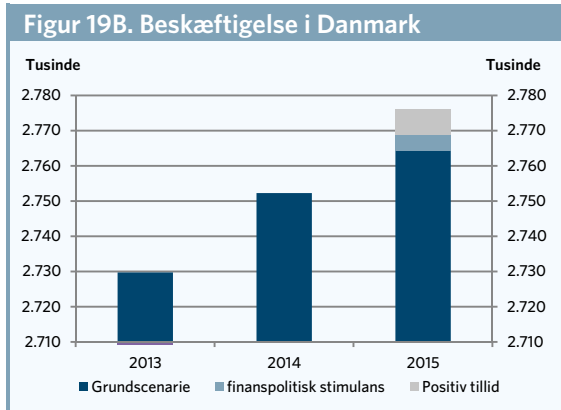
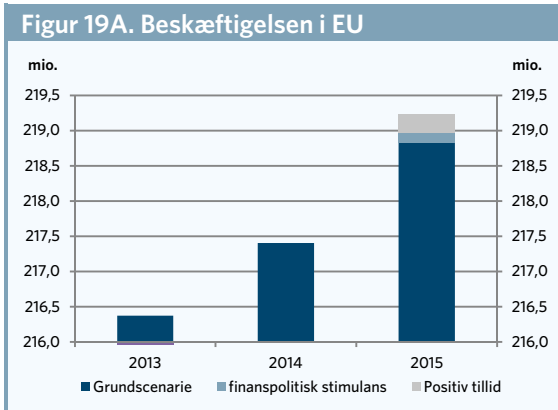
Figur 18. viser BNP-effekterne af den finanspolitiske stimulans og øgede tillid i økonomien. Som det fremgår, vil indsatsen kunne øge BNP i Danmark med tæt på 0,8 procent i 2015. På EU-plan vil indsatsen kunne øge BNP med godt 0,3 procent. Effekterne på Danmark er høje, da Danmark selv deltager i indsatsen. Til trods for at det kun er nogle få EU-lande, der deltager i indsatsen vil de stadig kunne skabe mærkbar højere vækst i EU samlet set. Samtidig fremgår det, at den øgede tillid og dermed den øgede lyst til at forbruge og investere, der udgør den største del af væksteffekten. Den finanspolitiske stimulans fungerer dermed som en form for katalysator for at få sat ordentlig gang i forbrug og investeringer.

Figur 18. Dekomponeret BNP-effekt



Kilde: AE pba. den internationale makroøkonomiske model HEIMDAL

Figur 19A og Figur 19B viser beskæftigelseseffekterne af en finanspolitisk stimulans og øget tillid til europæisk økonomi. Samlet set vil indsatsen kunne skabe ekstra godt 12.000 job i Danmark og over 400.000 job i EU i 2015. Igen ses det, at hovedparten af de job, der skabes, skyldes forbrugere og virksomheders genvundne lyst til at forbruge og investere. I Danmark er det godt 7.000 job og i EU mere end 270.000 job, der skabes via den positive tillid – det er næsten 2/3 af den samlede jobskabelse.



Anm. Grundforløbet for EU-beskæftigelsen stammer fra Kommissionens forårsprognose 2014.

Kilde: AE pba. den internationale makroøkonomiske model HEIMDAL. 2014 og 2015 er prognoseår

Kilde: AE pba. den internationale makroøkonomiske model HEIMDAL. 2014 og 2015 er prognoseår.

Tabel 5 viser BNP- og beskæftigelseseffekterne i en række europæiske lande. Som det ses, er effekterne størst i de lande, der deltager i den finanspolitiske indsats, men også lande, der står udenfor indsatsen som f.eks. Spanien og Polen vil opleve positive økonomiske effekter, da efterspørgslen stiger i en række af de lande, der ligger omkring dem.

Tabel 5. Velstands- og beskæftigelseseffekter i udvalgte europæiske lande (2015)

	BNP (pct.)	Beskæftigelse (tusinde)
Eks. på lande der er med i indsatsen:		
Danmark	0,8	12
Tyskland	0,7	183
Sverige	0,7	12
Finland	0,7	10
Eks. på lande der <u>ikke</u> er med i indsatsen:		
Spanien	0,1	19
Polen	0,2	19
Samlede effekter:		
EU	0,3	416

Kilde: AE på baggrund af den internationale makroøkonomiske model HEIMDAL

7 Økonomisk politik – finanspolitikken skal bruges helt til grænsen

AE vurderer, at forudsætningerne for fremgang i den hjemlige efterspørgsel fortsat er til stede i dansk økonomi. Der har været mærkbar fremgang på arbejdsmarkedet, boligpriserne har været stigende og er steget mere end forventet, reallønnen på det private arbejdsmarked er steget de seneste 6 kvartaler, og forbrugernes optimisme er nu så positiv, at den ligger helt på linje med de gode år i nullerne. Det er ikke penge, der mangler i dansk økonomi – afspejlet i de rekordstore betalingsbalanceoverskud. Det er fortsat forbrugernes og virksomhedernes lyst til at bruge penge det kniber med. Det er i det lys og med den øgede økonomiske usikkerhed afgørende, at den offentlige sektor bruger de penge, der er afsat i budgetterne og at finanspolitikken – som fremlagt i finanslovsforslaget – bruges helt til grænsen.

Udviklingen i dansk og international økonomi understøtter, at man skal være ekstrem påpasselig med den "finanspolitiske bremse". Vi skal ikke gentage fejlen fra den såkaldte "genopretningspakke" tilbage i 2010, hvor VK-regeringen fik bremset den begyndende økonomiske genopretning. Man skal vente med at stramme til fremgangen har bidt sig ordentlig fast i både vækst og arbejdsmarked set over flere kvartaler.

Det er ikke vores vurdering, at vi krydser den kritiske 3-pct.-grænse for den offentlige saldo i 2015. De danske offentlige finanser er grundlæggende sunde, der er langsigtet finanspolitisk holdbarhed og staten har et skjult skatteaktiv i danske pensionskasser og i danskernes aktier på samlet op i mod 1.500 mia.kr.⁵ Det er ikke mange andre lande, der kan prale af at have så meget "guld" liggende i "banken" – et forhold der taler for, at EU godt kunne være mere lempelig mht. grænserne for de danske offentlige finanser, jf. også Vismandsrapporten fra maj 2014.

I det hele taget burde det enorme skatteaktiv komme frem i lyset – f.eks. i forbindelse med regeringens økonomiske redegørelser eller i forbindelse med de kvartalvise opgørelser af den offentlige gæld. Vi risikerer med de officielle finanspolitiske mål, at vi undervurderer de danske offentlige finansers sundhedstilstand, jf. de mange økonomer og politikere mfl. der gennem de senere år har været ude og advare om tilliden til danske økonomi og de offentlige finanser nemt kunne bringes i fare, hvis bare vi trådte en smule ved siden af. Kom skatteaktivet helt frem i lyset burde der aldrig komme mistillid til de offentlige finanser soliditet.

Som det fremgår af scenarierne, kan det gå begge veje for europæisk økonomi. Øges usikkerheden eller eskalerer Rusland-Ukraine konflikten, rammer det eksporten og skaber mistillid hos forbrugere og investorer, kan det sætte den spæde fremgang over styr og europæisk økonomi vil stagnere. Får europæerne omvendt mere tillid til fremtiden og større lyst til at investere og forbruge, da kan det gå bedre.

Det positive scenarie illustrerer klart, hvordan en mere nuanceret tilgang til Europas konsolideringsbehov, kan være det, der sætter gang i økonomien igen og får skabt vækst og job. AE foreslår derfor, som vismændene foreslog det i foråret 2013, at de lande, som har råderum, bør føre en mere ekspansiv finanspolitik. Tyskland, Østrig, Sverige og Finland er nogle af de lande, som har relativt sunde offentlige finanser. Samtidig bør man give de gældsplagede lande mere tid til at konsolidere. Det vil kræve fleksibilitet i forhold til EU's finanspolitiske rammer. Men mon ikke det er til at finde ud af, hvis alternativet er en længere periode med "japanske tilstande" i europæisk økonomi. ECB's Centralbankdirektør Ma-

⁵ JF. Økonomisk Redegørelse august 2014 boks 4.1.

rio Draghi udtalte så sent som i slutningen af august at: *"Det ville være nyttigt, hvis den samlede finanspolitik kunne spille en rolle i tillæg til den monetære politik, og jeg tror, der er plads til det"*⁶

Samtidig er det vigtigt, at de vækstinitiativer, man blev enige om tilbage i juni 2012 med midler fra den Europæiske Investeringsbank (EIB) og ubrugte midler fra EU's strukturfonde, også føres ud i livet. For at skabe ro på de finansielle markeder skal ECB spille en aktiv rolle og om nødvendigt gå ind og støtte-opkøbe statsobligationer for at holde renten nede.

Udover øgede stimulanser bør man også revurdere de meget stramme regler der er til finanspolitikken i Europa. Det kunne f.eks. være i form af at opdele det offentlige budget i en driftsrelateret del og i en investeringsrelateret del. Det giver god mening at have skrappe regler for den driftsrelaterede del af budgettet, men det virker ikke hensigtsmæssigt at have meget firkantede regler for investeringerne – uafhængigt af konjunktur. En opdeling af budgettet, så kravet til budgetunderskuddet især vedrører den driftsrelaterede del, ville i den nuværende situation i højere grad gøre det muligt at stimulere væksten via investeringer for flere af de lande, der i dag er begrænsede af EU's henstillinger om opstramninger, men som samtidig ikke har store budgetunderskud og høj offentlig gæld.

Samtidig bør der i den fremtidige finanspolitiske koordinering være langt større fokus og forpligtigelse til at stramme op og konsolidere de offentlige finanser i økonomisk gode tider. Her er kravet til den strukturelle saldo et skridt i den rigtige retning, da den modsat den almindelige offentlige saldo ikke påvirkes af konjunkturerne. Det er netop den manglende disciplin og den manglende konsolidering af de offentlige finanser op til krisen, som er hovedskurken i den omfattende økonomiske og statsfinansielle krise, vi ser i øjeblikket. Det er for lidt kun at fokusere på om underskuddene er for store ud fra monetære hensyn. I gode tider er der ikke store problemer med offentlige underskud, men overskuddene burde i virkeligheden have været langt større og underskuddene langt mindre, end det vi så. EU skal derfor i stedet i langt højere grad fokusere på den realøkonomiske udvikling og kræve stramninger, når det går godt i økonomien, snarere end når det går dårligt.

Kan der findes yderligere råderum inden for de stramme finanspolitiske rammer, bør der sættes ind med at stimulere efterspørgslen. Det kunne f.eks. være flere renoveringer i den almene sektor, der melder klar med nye projekter.

⁶ Mario Draghis tale i Jackson Hole den 22. Aug. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html>

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