

Økonomisk prognose - marts 2015

# Dansk økonomi vågner af sit hi

# Dansk økonomi vågner af sit hi

af chefanalytiker **Frederik I. Pedersen** og stud.polit. **Mette Rasmussen**

med bidrag fra senioranalytiker **Jens Sand Kirk**, chefanalytiker **Erik Bjørsted**,  
senioranalytiker **Signe Dahl** og stud.scient.oecon **Anne Marie Krogsgaard Andersen**

## Indhold

- ① Resumé af prognosen (s. 1)
- ② Dansk økonomi vågner af sit hi (s. 3)
- ③ Arbejdsmarked - udsigt til flere job (s. 8)
- ④ Scenarier for dansk økonomi (s. 13)
- ⑤ Økonomisk politik - Danmark klar til at gribe opsvinget (s. 16)
- ⑥ Prognosen i detaljer (s. 19)

## 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 prognose - marts 2015

Dansk økonomi har været i fremgang gennem det sidste halvandet år. Beskæftigelsen er siden foråret 2013 steget med 32.000 personer. Selvom BNP sidste år kun steg med 1 pct., har der underliggende været stærkere tegn på økonomisk vækst. Boligmarkedet har været i bedring, reallønnen på det private arbejdsmarked har været i stigende, og forbrugertilliden er ikke set højere på denne side af krisen.

Ⓢ Der har været fremgang i dansk økonomi

Samtidig har en række udefrakommende faktorer ændret sig markant det seneste halve år. Olieprisen er styrtdykket, og ECB har igangsat et nyt pengepolitisk program, der har presset de i forvejen lave renter yderligere ned og givet en markant svækkelse af euroen over for dollaren. Der ligger her en stor indsprøjtning af vækstfremmere til både dansk og europæisk økonomi, der potentielt kan sætte godt gang i væksten. Det samlede resultat afhænger dog af den underliggende økonomiske tilstand, og af om de positive stimulanser varer ved.

Ⓢ En række udefrakommende faktorer gavner dansk økonomi

I AE's forårsprognose 2015 forventes en vækst i Danmark på 2 pct. i år, mens der næste år ventes en fremgang på 2,5 pct. Det er en kombination af en stigende hjemlig efterspørgsel, og af at eksporten begynder at accelerere, der er årsag til det positive vækstbillede.

Ⓢ AE forventer en vækst på 2 pct. i år og 2,5 pct. til næste år

Arbejdsmarkedet har udviklet sig positivt gennem længere tid. Det er forventningen, at arbejdsmarkedet fortsat vil udvikle sig pænt med en fremgang i beskæftigelsen i år på knap 20.000 personer og yderligere godt 20.000 i 2016. Nøgletallene fra AE's prognose fremgår af resumetabellen.

Ⓢ AE forventer en fremgang i beskæftigelsen på 20.000 i år

Resumetabel. Nøgletal for dansk økonomi			
	2014	2015*	2016*
----- Realvækst, kædede værdier, pct. -----			
BNP	1,0	2,0	2,5
Indenlandsk efterspørgsel	1,4	1,9	2,0
Eksport	2,9	3,6	5,1
Import	4,0	3,5	4,6
----- Ændring, 1.000 personer -----			
Beskæftigelse	20	18	22
----- mia.kr. -----			
Offentlig saldo	24	-35	-50
Betalingsbalance	119	131	145

Kilde: AE's økonomiske prognose, marts 2015

Dansk økonomi ser dermed endelig ud til at vågne af sit hi og for alvor lægge krisen bag sig. Med de aktuelle vækstskøn skal vi dog frem til sommeren 2016, førend vi kan forventes at være tilbage på det BNP-niveau, vi havde inden krisen ramte os. Det har således taget historisk lang tid at få genskabt det tabte på BNP-fronten.

Ⓢ Det har taget mere end 8 år at komme tilbage på BNP-niveauet fra før krisen

De senere års rekordstore betalingsbalanceoverskud (på +100 mia.kr. årligt) viser, at det generelt ikke er penge, der har manglet i dansk økonomi. Samtidig er dansk industris lønkonkurrenceevne steget markant gennem krisen og er ikke set stærkere i mange år. Forudsætningerne for at gribe opsvinget både herhjemme og fra udlandet tegner derfor ekstremt gunstige.

① Dansk økonomi klar til at gribe opsvinget

Der er da også gode muligheder for, at der kan komme mere gang i dansk økonomi end ventet. Får dansk og europæisk økonomi for alvor medvind fra den stærke dollar, den lave oliepris og de lave renter, kan vi for stå med noget, der ligner et stærkere opsving. Det kræver dog, at de positive stimulanser varer ved, og der samtidig ikke kommer nye negative overraskelser af f.eks. geopolitisk karakter. Usikkerheden er stadig til stede, men hvis ikke der kan komme gang i økonomien med de stimulanser, der ligger i øjeblikket, så er det svært at se, hvad der skal til.

① Mulighed for større fremgang, hvis stimulanterne fastholdes, og der ikke opstår ny international usikkerhed

Med udsigt til fremgang i dansk økonomi har vi en god chance for at få svagere grupper som bl.a. kontanthjælpsmodtagerne med på vognen samt integrationen op i gear via øget jobskabelse. Det store problem i forhold til kontanthjælpsmodtagere på kanten af arbejdsmarkedet har - ud over konjunktursituationen - været mangel på uddannelse. Det er derfor positivt, at Koch-udvalgets anbefalinger i høj grad fokuserer på målrettet uddannelse her.

① Fremgang kan styrke integrationen og få flere svagere grupper ind på arbejdsmarkedet

Der er på nuværende tidspunkt ikke nævneværdige problemer med mangel på arbejdskraft. Der kan dog på sigt opstå mangel på f.eks. faglærte, fordi der gennem mange år er blevet uddannet for få. Der skal derfor uddannes flere, og opkvalificeringen af vores beskæftigede må op i gear. Det kan samtidig give jobåbninger til dem, som har færrest kvalifikationer.

① Fokus på opkvalificering

Det diskuteres allerede nu, om ikke finanspolitikken bør strammes. Det er en postgang eller to for tidligt. Med forventningen om et gradvist selv bærende opsving anbefaler AE, at vi fastholder den svagt lempelige finanspolitiske kurs, der er lagt op til i år, og at man som udgangspunkt fører en neutral finanspolitik næste år. Viser det sig, at opsvinget er stærkere end forventet, kan man gøre klar til en *langsom* opbremsning fra 2016. Det anbefales i givet fald at ske med tiltag, der sikrer en øget stabilitet på boligmarkedet.

① Vi skal fastholde en svagt lempelig finanspolitik

Erfaringer fra denne krise viser, at man skal være ekstremt påpasselig med den "finanspolitiske bremse". Vi må og skal ikke gentage fejlen fra den såkaldte "genopretningspakke" tilbage i 2010, hvor den daværende VK-regering fik bremset det begyndende økonomiske opsving. Man skal vente med at stramme, til fremgangen har bidt sig ordentligt fast i både vækst og arbejdsmarked. Vi må ikke kvæle opsvinget før det for alvor er begyndt.

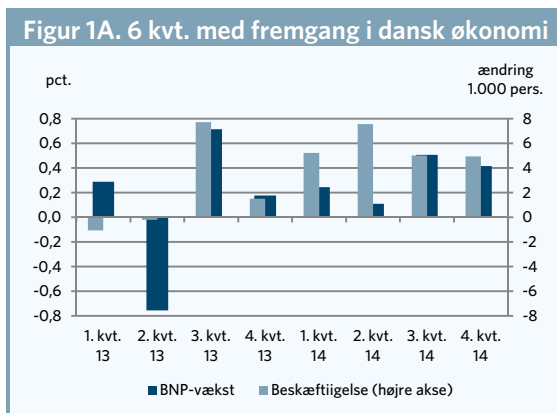
① Vi må ikke kvæle opsvinget i sin start, som vi så det tilbage i 2010

## 2 Dansk økonomi vågner af sit hi

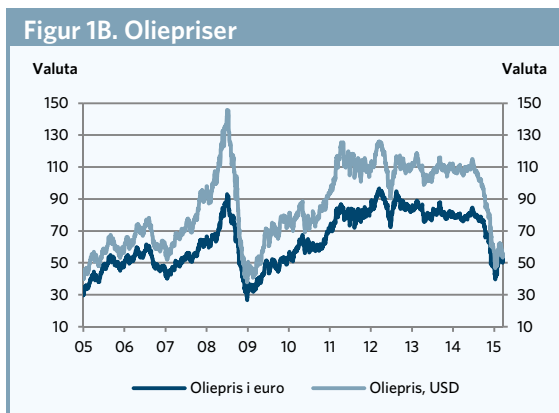
Der er mange tegn på, at dansk økonomi nu endelig er ved at lægge krisen bag sig, og samtidig har der de seneste måneder været markante ændringer i en række vigtige økonomiske faktorer, der fremadrettet vil skubbe positivt bag på vækst og beskæftigelse.

Først og fremmest viser de nyeste danske nationalregnskabstal, at der har været fremgang i både BNP og i beskæftigelse de seneste seks kvartaler. Det fremgår af figur 1A. BNP steg sidste år med 1 pct. – præcis som forventet i AE's prognose fra starten af september 2014. Beskæftigelsen steg sidste år med 19.600 personer og er samlet steget med 32.000 personer siden 2. kvartal 2013. Boligmarkedet har været i klar bedring, og der har været fremgang i huspriserne hvert kvartal siden 2. kvartal 2012. Reallønnen på det private arbejdsmarked har været i fremgang de seneste 8 kvartaler. Forbrugertilliden er ikke set højere på denne side af krisen. Der er samtidig fortsat masser af penge i dansk økonomi – hvilket klart illustreres ved det fortsat enorme betalingsbalanceoverskud, der i 2014 lå på plus 100 mia. kr. for 5. år i træk.

Dernæst er olieprisen styrtdykket fra omkring 100 dollar per tønde i efteråret 2014 til aktuelt omkring 55 dollar per tønde. Det viser figur 1B. ECB's pengepolitiske lempelser i form af "Draghis bazooka" har fået renterne til at falde fra et i forvejen lavt niveau, ligesom euroen og kronen er svækket markant over for dollaren. Den svage Euro, de lave oliepriser og de lavere renter giver en tiltrængt indsprøjtning af 'vækstfremmere' til dansk og europæisk økonomi.



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik



Anm.: Brent olie.

Kilde: AE pba. Macrobond.

Som det er illustreret i boks 1, giver den styrkede dollar og den lavere oliepris *isoleret* set et markant positivt bidrag til både vækst og beskæftigelse i Danmark. Det skal dog holdes op mod det underliggende vækstbillede. Efter sommerferien sidste år var der en stærk stigende bekymring for europæisk økonomi, hvor svage vækst- og nøgletal, geopolitisk uro med krisen i Ukraine og en kritisk udvikling i inflationen gav næring til ny økonomisk usikkerhed og nedjusteringer af vækstbilledet for europæisk og dansk økonomi. Det er derfor ikke oplagt, at vækst og beskæftigelse bare buldrer derudad på trods af de markante positive stimulanser.

Effekterne af oliepris, valutakurs og renter skal altså ses i lyset af en svagere underliggende stilling. Når det er sagt, så forventes der større fremgang i dansk og europæisk økonomi i 2015 og 2016 end set længe.

### Boks 1. Svag krone og billig olie giver markant rygstød til dansk økonomi

Dansk økonomi får i øjeblikket et rygstød fra en række eksterne forhold som f.eks. den lave oliepris samt den svage krone.

Olieprisen er faldet kraftigt, og hvor man for bare et halvt år siden regnede med en oliepris på godt 100 dollar pr. tønde de kommende år, regner man nu med en oliepris på omkring 50-60 dollar pr. tønde de kommende år. Den lave oliepris styrker isoleret set det private forbrug og øger generelt efterspørgslen i verdensøkonomien til glæde for dansk eksport.

Samtidig er den effektive kronekurs – der måler kronens styrke over for en række internationale valutaer – sammen med euroen blevet svækket, hvilket isoleret set styrker vores konkurrenceevne og eksportmuligheder. Den svage krone/euro betyder dog samtidig, at fordelene af den lavere oliepris bliver mindsket lidt, men samlet vurderes den svage krone og den billigere olie underliggende at bidrage positivt til dansk økonomi.

For at illustrere dette er der i den samfundsøkonomiske model ADAM regnet på et scenarie, hvor olieprisen sænkes fra de knap 100 dollar pr. tønde (i 2014) til den aktuelle pris på ca. 55 dollar pr. tønde i 2015 og 2016. Der er i eksperimentet taget højde for, at valutakursen er blevet svækket over for dollaren, hvilket gør, at olieprisfaldet målt i dkr. og euro ikke bliver helt så stort som faldet i olieprisen målt i dollar.

I eksperimentet er der også taget højde for, at væksten på verdensmarkedet vokser som følge af den lavere oliepris. Også her er der taget højde for, at euroen er blevet svækket over for dollaren. Samlet øges det sammenvejede BNP blandt vores vigtigste samhandelspartnere med 0,8 pct. i 2015 og med 1,6 pct. i 2016 som følge af den lavere oliepris.

Udover den lavere oliepris er der også taget højde for, at den effektive kronekurs er svækket. I eksperimentet i ADAM er svækkelsen af den effektive kronekurs på 4¾ pct., svarende til svækkelsen, der er set fra 2014 til det niveau, der ses nu, hvis det holder resten af prognoseperioden.

Samlet kan den svækkede krone og den lavere oliepris isoleret set give et bidrag til BNP-niveauet i 2015 på 1 pct., mens det næste år øges til 1,8 pct. I 2015 er det især øget eksport, der trækker, mens effekten på den hjemlige efterspørgsel (privat forbrug og investeringer) først for alvor kommer med i 2016. Importen følger langsomt med op, hvorved udenrigshandlen bidrager klart positivt til væksten i begge år. Beskæftigelsen øges med 17.000 personer i 2015 og med 33.500 personer næste år. Det fremgår af tabel B1.

**Tabel B1. Effekter af lavere oliepris og svækket valutakurs set på niveauet (real)**

	2015	2016
BNP, pct.	1,0	1,8
Indenlandsk efterspørgsel, pct.	0,4	1,4
Eksport, pct.	2,0	2,9
Import, pct.	1,0	2,3
Beskæftigelse, 1.000 personer	17	34

Anm.: I beregningen af effekten af den lavere oliepris for verdensmarkedsvæksten er der taget udgangspunkt i skøn fra NIESR. I beregningen sammenholdes resultaterne med en situation, hvor valutakurs og oliepris lå uændret på niveauet fra 2014.

Kilde: AE på baggrund af egne beregninger på ADAM.

Det er vigtigt at understrege, at de ovenstående beregninger viser, hvor kraftige de underliggende stimulanser af lavere oliepris og svækket krone er for dansk økonomi. Der er usikkerhed om, hvor hurtigt stimulanserne slår igennem på økonomien. Effekterne skal ses i lyset af det underliggende vækstbillede. Endelig skal det understreges, at hvis oliepriser og/eller valutakurser ændrer sig fra de nuværende niveauer, vil effekterne kunne blive større eller mindre.

I AE's forårsprognose 2015 forventes en vækst i Danmark på 2 pct. i år, mens der næste år ventes en fremgang på 2½ pct. Samtidig ventes beskæftigelsen at stige med omkring 20.000 personer i begge prognoseår. Det viser tabel 1 med hovedtal fra AE's prognose (se sammenligning med seneste prognose i bilag). Det er en kombination af en stigende hjemlig efterspørgsel, og at eksporten begynder at accelerere, der er årsag til det positive vækstbillede. Udenrigshandlen (eksport minus import) ventes isoleret set at give et lille positivt bidrag til væksten i år, mens der næste år kommer et lidt mere mærkbart vækstbidrag.

Tabel 1. Nøgletal fra prognosen			
	2014	2015*	2016*
Realvækst, kædede værdier, pct.			
<b>BNP</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>
<b>Indenlandsk efterspørgsel</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
- Privat forbrug (inkl. NPISH)	0,3	1,9	2,1
- Offentligt forbrug	1,4	1,4	0,1
- Offentlige investeringer	4,5	0,3	-2,1
- Boliginvesteringer	4,4	0,0	6,0
- Erhvervsinvesteringer	2	5,3	6,3
- Lagre <sup>1)</sup>	0,2	-0,2	0,0
<b>Ekspert</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>5,1</b>
<b>Import</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,6</b>
Ændring, 1.000 personer			
Beskæftigelse	20	18	22
Niveau, 1.000 fuldtidspersoner			
Bruttoledighed	135	130	125
----- mia.kr. -----			
Betalingsbalance	119	131	145
Offentlig saldo	24	-35	-50
Privat opsparingsbalance	95	166	195
Årlig stigning i pct.			
Forbrugerprisindeks	0,6	0,6	1,5
Boligpriser, enfamiliehuse	3,4	4,5	5

\* prognose

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

Anm.: Det ujævne forløb for den private opsparingsbalance skal ses i lyset af de markante ændringer i provenuet fra PAL-skatten og den fremrykkede beskatning af kapitalpensioner, der flytter opsparingsoverskud fra den private til den offentlige sektor.

Kilde: AE's prognose, marts 2015.

Som det fremgår af tabel 1, var der for første gang i flere år en pæn vækst i den hjemlige efterspørgsel sidste år på 1,4 pct. Det var det offentlige forbrug og de danske investeringer over en bred kam, herunder lagrene, der trak udviklingen. Der var overordnet set ikke meget gang i det private forbrug, men det skyldes ifølge nationalregnskabet et styrtdyk i forbruget af el- og brændsel. Udviklingen skal bl.a. forklares med det varme vejr, jf. nedenfor. Underliggende var der således pæn fremgang i det private forbrug sidste år.

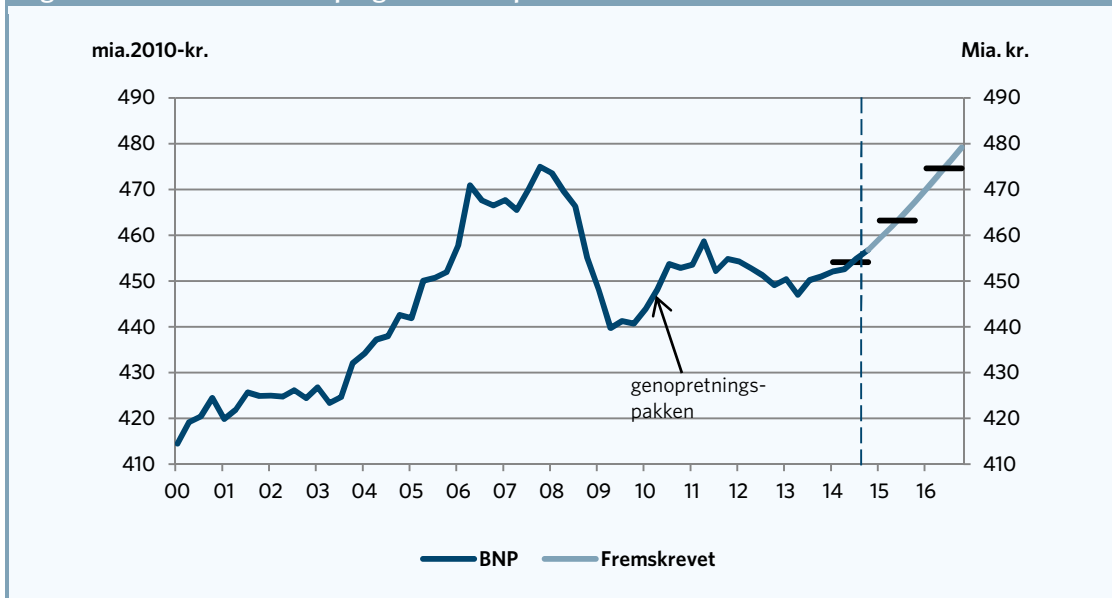
Det er ikke forventningen, at forbruget af el- og brændsel bliver ved med at trække ned i det private forbrug. Det gik tværtimod mod en normalisering i slutningen af 2014. Det ligger således ikke i prognosen, at 2015 bliver endnu varmere end 2014. I det lys forventes den underliggende positive udvikling i det private forbrug at fortsætte i 2015, så væksten i det private forbrug kommer op i nærheden af 2 pct. Ligeledes forventes en acceleration i erhvervsinvesteringerne i 2015 som følge af den højere vækst, en stigende kapacitetsudnyttelse og de rekordlave renter. Den offentlige efterspørgsel vil fortsat udvikle sig positivt, mens boliginvesteringerne bremser op, og lagrene trækker ned i væksten.

I 2016 falder den offentlige efterspørgsel en smule og bremser dermed fremgangen i den samlede økonomi. Det mere end modsvares dog af forventningen om yderligere acceleration fra de private efterspørgselskomponenter, dvs. privat forbrug, erhvervsinvesteringer og ikke mindst boliginvesteringerne, der forventes at komme i omdrejninger igen. Samtidig ventes yderligere forøgelse af eksportvæksten i takt med, at det også går bedre i udlandet, og at valutakurseffekten slår hårdere igennem på både eksport og import.

**BNP tilbage på niveau fra før krisen til næste år**

På det nuværende grundlag fra Danmarks Statistik og med den aktuelle BNP-prognose kan vi efter sommeren 2016 forvente at passere det BNP-niveau, vi havde før krisen. Det viser figur 2. Det betyder, at det har taget ca. 8½ år bare at komme tilbage til det niveau, som vi havde, før krisen satte ind. Det er historisk, at det har taget så mange år at komme tilbage på før-kriseniveau. Der er dog stadig lang vej, før vi er tilbage på den væksttrend, dansk økonomi fulgte, inden krisen for alvor satte ind.

Figur 2. BNP med stilistiske prognoseforløb på kvartaler



Kilde: Danmarks Statistik og AE's prognose marts 2015.

At BNP har haft svært ved at komme i omdrejninger efter krisen er ikke det samme som, at vores velstand har ligget underdrejet i samme grad. Samtidig har der generelt underliggende været mere gang i dansk økonomi, end hvad det overordnede BNP-tal giver indtryk af. Det fremgår af boks 2.



**Boks 2. Dansk Velstand er allerede tilbage på før-kriseniveau**

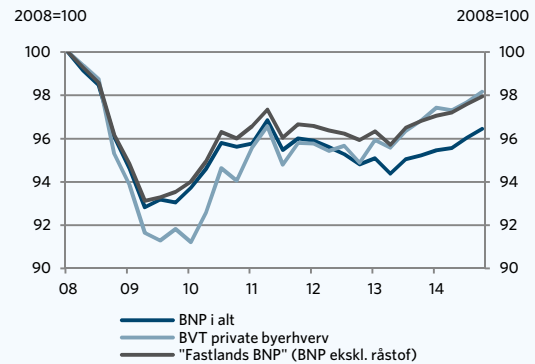
I relationen til diskussionen om, hvordan den danske velstand har det, er bruttonationalindkomsten (BNI) et bedre mål end BNP. Mens BNP måler den indkomst, der skabes ved produktion på dansk jord, så tager BNI også højde for de kapitalbevægelser, lønindkomst mv., der krydser den danske grænse samt udviklingen i bytteforholdet, når vi måler i faste priser.

Vi er bl.a. gået fra at skyldes (udlandsgæld) udlandet omkring 150 mia. kr., før krisen satte ind, til nu at have omkring 800 mia. kr. til gode (udlandsformue) i udlandet. Det betyder, at vi i stedet for at betale nu modtager rente- og formueindkomst netto fra udlandet. Altså kommer vi med BNI tættere på, hvad der økonomisk er til rådighed i Danmark. Som det fremgår af figur B1, ligger vi målt på realt BNI allerede i dag på før-krise niveau.

**Figur B1. Økonomisk velstand**



**Figur B2. Underliggende vækst**



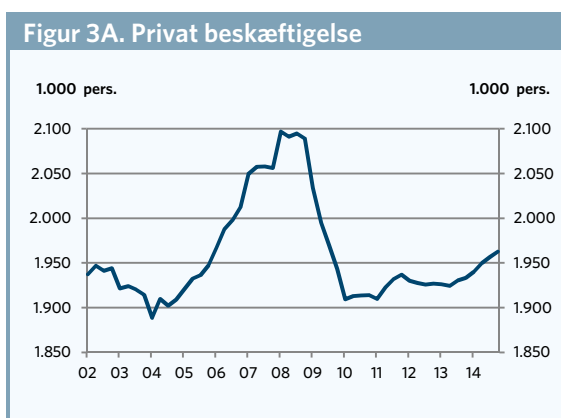
Anm.: "Fastlands BNP" er beregnet ved at trække BVT for råstofudvinding fra BNP (kæde metode). BVT private byerhverv er defineret som summen (kæde) af industri, bygge- og anlæg samt private serviceerhverv.  
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.

Samtidig har Nordsø-produktionen, der intet har med konjunktursituationen at gøre, trukket mærkbart ned i vores velstand de senere år. Det ses i figur B2, hvor det fremgår, at "Fastlands-BNP" i 4. kvartal 2014 lå på et niveau, man skal tilbage til starten af 2009 for at finde højere. Råstofudvinding er således faldet gennem mange år og har trukket ned i vores BNP. De seneste meldinger fra regeringen er, at der i 2015 og 2016 er udsigt til en omtrent uændret udvinding af olie og gas i Nordsøen, hvorfor råstofudvindingen ikke forventes at trække ned i vores BNP i noget nævneværdigt omfang i 2015 og 2016.

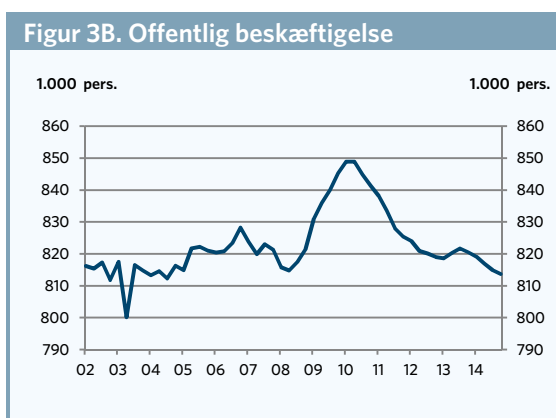
Helt generelt har der underliggende været mere gang i dansk økonomi, end hvad det overordnede BNP-tal giver indtryk af. Det ser man også for de arbejdskraftintensive private byerhverv (industri, bygge- og anlæg samt privat service), hvor der sidste år var en fremgang i realt BVT på 1½ pct. efter en fremgang på ¾ pct. i 2013. I 2013 faldt BNP til sammenligning med ½ pct. Det fremgår af figur B2.

### 3 Arbejdsmarked - udsigt til flere job

Udviklingen på det danske arbejdsmarked har gennem nogen tid været en entydig positiv historie i dansk økonomi. Siden 1. kvartal 2013 er beskæftigelsen ifølge nationalregnskabet steget med knap 32.000 personer, mens der fra 2013 til 2014 var tale om en samlet fremgang på knap 20.000 personer. Som det fremgår af figur 3A og 3B, er det alene den private beskæftigelse, der har trukket fremgangen, idet den offentlige beskæftigelse er faldet. Vi skal tilbage til slutningen af 2004 for at finde et lavere niveau for den offentlige beskæftigelse, mens den private beskæftigelse nu er tilbage på niveauet fra 3. kvartal 2009. Siden seneste bund ved indgangen til 2011 er den private beskæftigelse øget med godt 50.000 personer.



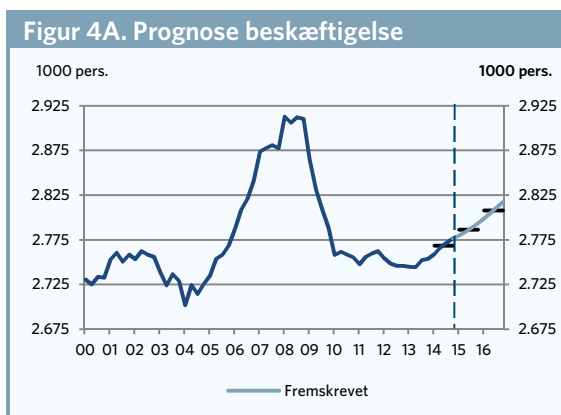
Kilde: AE pba. Danmarks Statistik



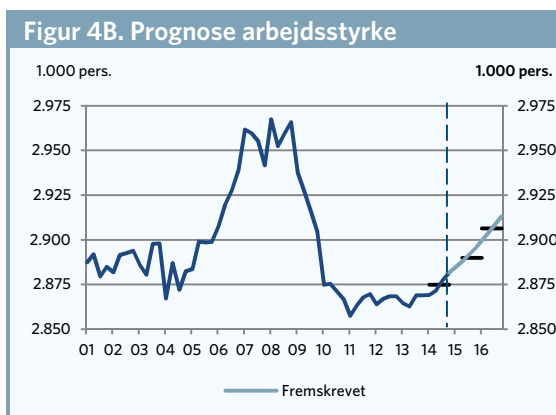
Kilde: AE pba. Danmarks Statistik

Beskæftigelsen i prognosen ventes at stige med omkring 20.000 personer i både 2015 og 2016 målt som årgennemsnit. Det indebærer, at den positive udvikling på arbejdsmarkedet vil fortsætte. Med de stilistiske kvartalsforløb vil vi ved udgangen af 2016 dog fortsat ligge markant under det beskæftigelsesniveau, som vi havde, før krisen satte ind. Det viser figur 4A.

Mere end halvdelen af fremgangen i beskæftigelsen siden begyndelsen af 2013 forklares af en fremgang i arbejdsstyrken (her defineret som beskæftigelse + nettoledige). Som det kan ses ved sammenligning af figur 4A og 4B, så modsvarede afgang fra arbejdsstyrken også mere end halvdelen af den nedtur, der var i beskæftigelsen fra toppen i 2008 til bunden i 2011. Det er i lyset af den historiske udvikling forventningen, at fremgangen i beskæftigelsen også fremadrettet i høj grad vil blive modsvaret af en stigende arbejdsstyrke.



Anm.: Beskæftigelsen er nu inklusive personer på orlov.  
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik



Anm.: Arbejdsstyrken er defineret som beskæftigede plus nettoledige.  
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik

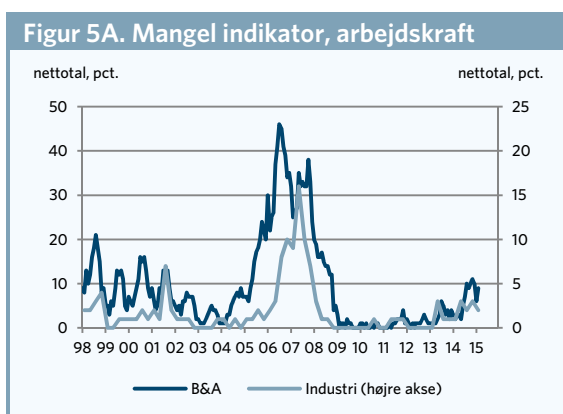
Vi vurderer, at der er meget at komme efter fra en forøgelse af arbejdsstyrken, og at niveauet for den registrerede ledighed undervurderer, hvor mange ressourcer der reelt er til rådighed på arbejdsmarkedet. Den registrerede ledighed har ikke været nogen god indikator for udviklingen på arbejdsmarkedet i mange år. Mange års reformer løfter samtidig arbejdsudbuddet, når vi kigger fremad, og de historiske erfaringer viser, at det danske arbejdsmarked er ekstremt fleksibelt, når det gælder, jf. f.eks. perioden fra 2004-2008, hvor beskæftigelsen steg langt mere, end hvad nogen havde forestillet sig muligt.

Et godt eksempel på, at der fortsat er betydelige "reserver" at trække på, ser man også i den spørgekemabaserede opgørelse af arbejdsmarkedet – den såkaldte AKU-statistik. Selvom beskæftigelsen også i denne statistik er steget markant over det seneste 1½-2 år, var der (efter sæsonkorrektion) i 4. kvartal 2014 190.000 danskere, der meldte sig som arbejdsløse og klar til at arbejde. Det svarer til en arbejdsløshed på 6,6 pct., hvilket er relativt højt set i historisk perspektiv. Også denne statistik viser en markant fremgang i arbejdsstyrken de senere år<sup>2</sup>.

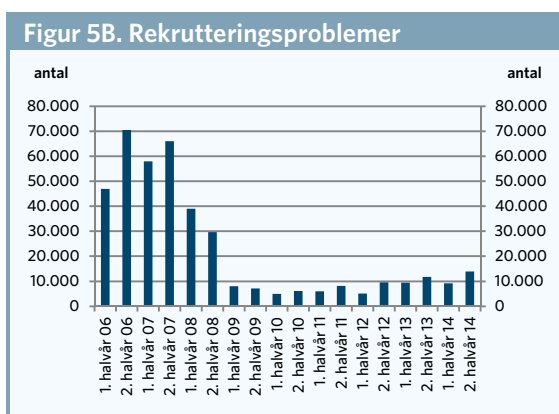
### Ingen generelle problemer med arbejdskraftmangel på den korte bane

Vi kan aktuelt ikke se tegn på nævneværdige problemer med at skaffe arbejdskraft. Lønstigningerne på det private arbejdsmarked ligger fortsat meget lavt i historisk perspektiv. Indikatorerne for arbejdskraftmangel i industri og bygge- og anlægssektoren fra konjunkturbarometret ligger også aktuelt på lave niveauer set tilbage i tid, det viser figur 5A.

Den mest omfattende undersøgelse, vi har af rekrutteringssituationen på det danske arbejdsmarked fra Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering (STAR), viser, at de danske virksomheder i 2. halvår 2014 havde udfordringer med at rekruttere til 13.900 stillinger. Til sammenligning var der i 2. halvår 2013 problemer med at rekruttere til 11.700 stillinger – altså en stigning set over det seneste år på 2.200 stillinger. Som det fremgår af figur 5B, har der været en stigning i rekrutteringsproblemerne fra de dybe kriseår 2009-2012 – hvor der altså også var rekrutteringsproblemer – men sammenlignet med før-krise-niveau ligger vi stadig på et meget lavt niveau.



Anm.: Indikatoren viser andelen af virksomheder, der angiver mangel på arbejdskraft som årsag til produktionsbegrænsninger eller -hindringer. Tallene er ikke sæsonkorrigeret.  
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik.



Kilde: AE pba. STAR.

<sup>1</sup> Ifølge Finansministeriets seneste mellemfristede fremskrivning (Opdateret 2020-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2018) stiger den underliggende/strukturelle arbejdsstyrke i 2015 med godt 5.000 personer, mens den i de kommende år frem mod 2020 stiger med i gennemsnit knap 15.000 personer om året. Ifølge Vismændenes seneste 2020-fremskrivning (Oktober 2014) er der i år en stigning strukturelle arbejdsstyrke på knap 11.000 personer, mens der fra 2015-2020 sker en årlig forøgelse på godt 16.500 personer. Der er i begge fremskrivninger tale om meget markante stigninger.

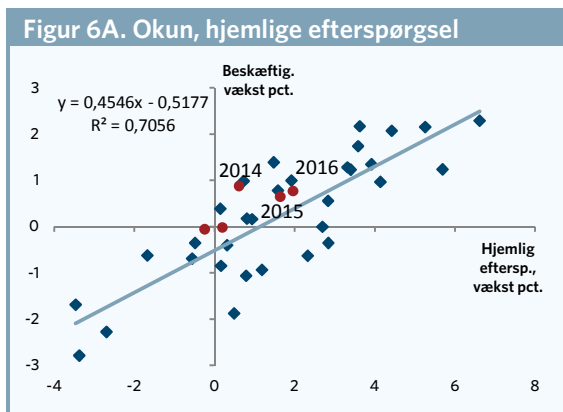
<sup>2</sup> F.eks. var der kun 6.000 færre AKU-ledige i 4. kvartal 2014 sammenlignet med 4. kvartal 2013.

Det skal bemærkes, at rekrutteringsproblemer ikke er det samme som, at der står 13.900 ubesatte stilling i dansk økonomi på en vilkårlig dag. Undersøgelsen fra STAR og de overraskende få henvendelser til beskæftigelsesministerens landsdækkende hotline for arbejdskraftmangel afslører desuden, at de danske virksomheder i overraskende ringe grad anvender de officielle rekrutteringskanaler. Det er et klart tegn på, at virksomhederne også selv kan gøre mere for at forbedre rekrutteringen af nye medarbejdere.

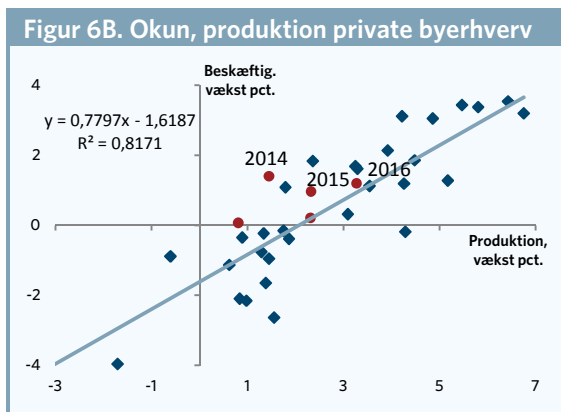
**Beskæftigelsen i 2014 steg mere, end hvad væksten kan forklare**

Der har i den økonomiske debat været diskussion om udviklingen på arbejdsmarkedet i lyset af den svage BNP-vækst. Som det fremgår af boks 2 ovenfor, har den underliggende udvikling i økonomien været stærkere, end hvad BNP-tallene giver indtryk af. Når det er sagt, så peger den historiske sammenhæng mellem udviklingen i beskæftigelsen og udviklingen i den hjemlige efterspørgsel – en såkaldt Okun-kurve – på, at beskæftigelsen de senere år, og især i 2014, steg mere, end hvad man kunne forvente. Det viser figur 6A. Med beskæftigelsestal baseret på e-indkomst, der efterhånden må betegnes som relativt sikre, da de der kun revideres i mindre grad, kan det indikere, at der senere vil komme opjusteringer af væksten i dansk økonomi. Alternativt at beskæftigelsen ikke skal stige så meget fremadrettet. Som det fremgår, ligger AE's prognose for 2015 og 2016 dog fortsat lidt over den historiske Okun-kurve.

Det er samme indtryk, man får ved at se på OKUN-kurven for sammenhængen mellem produktionen og beskæftigelsen i de arbejdskraftintensive private byerhverv. Her er beskæftigelsen også vokset mere de senere år og især i 2014, end hvad man burde forvente ud fra den historiske sammenhæng. Prognosen for 2015 og især 2016 ligger dog relativt tæt på kurven. Det fremgår af figur 6B.



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

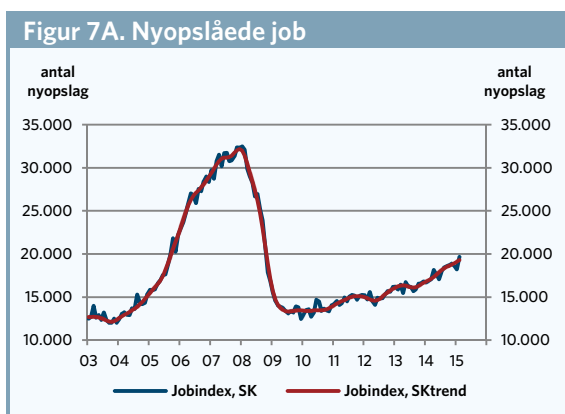


Anm.: Der ses på realvæksten over en toårig periode. Sammenhængen mellem vækst og den procentvise udvikling i beskæftigelsen er estimeret på historiske tal. Der ses i sammenhængen ekstraordinært bort fra personer på orlov.  
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik

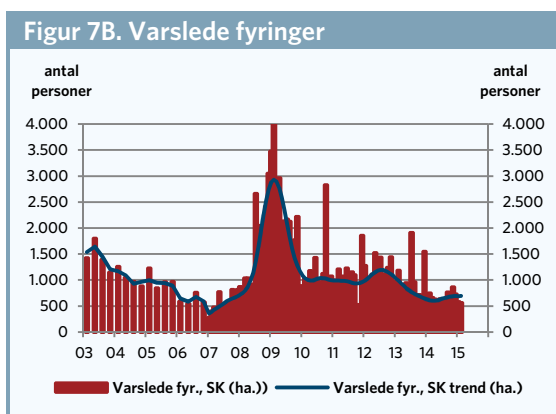
Okun-kurverne kunne altså tale for, at fremgangen i beskæftigelsen ikke bør være helt så stor, som vi forventer i prognosen, givet den efterspørgsel og vækst, vi forventer. På den anden side har vi ingen indikationer af, at fremgangen på arbejdsmarkedet for alvor skulle bremse op i begyndelsen af 2015.

De nye tal for nyopslåede stillinger i dansk økonomi fra Jobindex peger efter nogle lidt svage måneder igen klart op. Det viser figur 7A. Det er en indikator for, at der stadig oprettes flere og flere nye stillinger i dansk økonomi. Aktuelt har vi et niveau, der ikke er set højere på denne side af krisens bund.

Efter en stigning frem mod december 2014 er antallet af varslede fyringer faldet en smule i både januar og februar 2015 (efter sæsonkorrektion). Tendensen er dermed fladet ud efter en stigning i efteråret sidste år på et niveau, der er relativt lavt set i et kriseperspektiv. De varslede fyringer er – på linje med antallet af lønmodtagere dækket af Lønmodtagernes Garantifond (LG), der viser samme tendens – en indikator for, at der lukkes betydeligt færre jobs end tidligere.

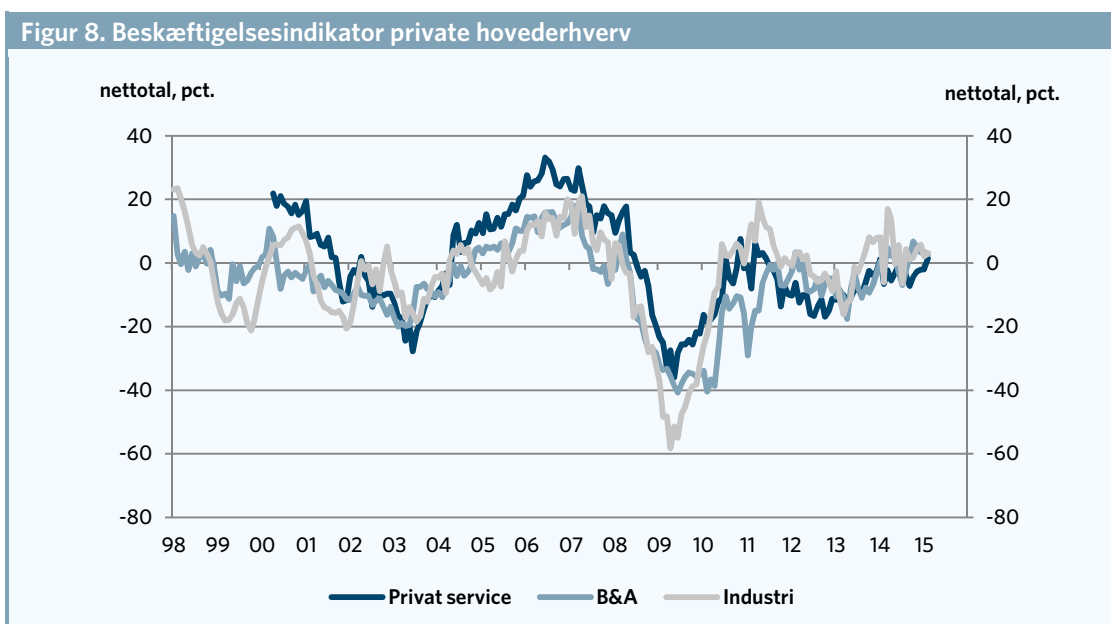


Kilde: AE pba. Jobindex



Anm.: Det er kvartalstal før 2007.  
 Kilde: AE pba. Jobindsats

Der er altså samlet tegn på, at der lukkes færre og åbnes flere job end set gennem flere år. Det tyder på, at fremgangen vil fortsætte på det danske arbejdsmarked. Det er også indtrykket, når man kigger på beskæftigelsesindikatorerne (faktiske beskæftigelsesudvikling) fra konjunkturbarometrene. Som det fremgår af figur 8, så ser det nu positivt ud over hele linjen i begyndelsen af 2015.



Anm.: Beskæftigelsesindikatoren afspejler virksomhedernes vurdering af udviklingen i måneden og de foregående to måneder. Indikatoren for service er ændret per maj 2011. Indikatoren er derefter splejset pba. gamle og nye tal. Beskæftigelsesindikatorerne er sæsonkorrigeret.  
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik

Industrien samt Bygge- og anlæg har haft en positiv indikator det seneste halve år. Det nye er, at også privat service er kommet op i det positive spektrum. Sidste gang det skete var i januar sidste år, ellers har den været kronisk negativ de senere år. At indikatoren for de private serviceerhverv har ligget i det negative spektrum, skal man dog ikke overfortolke. Der er i forbindelse med omlægning af statistikken tilsyneladende sket et niveau-skifte i nedadgående retning. Det er således især de private serviceerhverv, der har løftet beskæftigelsen set over de senere år, på trods af en negativ indikator her.

## 4 Scenarier for dansk økonomi

Vi har endnu ikke for alvor set "Draghis bazooka" og den markante svækkelse af euroen afspejle sig i de konsensus-skøn, der ligger for udlandet, og som ligger til grund for denne prognose. Det fremgår af boks 3. Det kan skyldes, at prognoserne reagerer med forsinkelse, og/eller at man afventer positive tegn i de mere hårde nøgletal, før der opjusteres. Men det kan også skyldes, at man forventer, at "bazooka-effekterne" kun lige modsvarer det underliggende vækstbillede, der bærer præg af deflation og frygten for japanske tilstande.

### Boks 3. Skøn for udlandet

Drømmene om økonomisk genopretning i Europa blegnede i 2014. Den negative vækst i Tyskland i 2. kvartal gav grund til bekymring for, at Europas vækstmotor var ved at gå i stå. Det smittede af på resten af regionen og den økonomiske genopretning, der i foråret 2014 syntes inden for rækkevidde, blev afløst af lave vækstrater og vigende efterspørgsel underbygget af øget usikkerhed fra situationen omkring konflikten i Ukraine.

Gode nyheder om den tyske vækst i 4. kvartal 2014 giver, sammen de pengepolitiske tiltag, den svækkede euro og den lave oliepris, dog grund til at forvente, at 2015 bliver året, hvor Europa langt om længe kommer fri af den økonomiske krise.

Det var ikke kun Tyskland, der leverede pæne væksttal i 4. kvartal. Sveriges økonomi voksede med 1,1 pct., Norge med 0,9 pct. og Spanien med 0,7 pct. Den økonomiske situation i Euroområdet er dog stadig skrøbelig. Flere lande havde negativ vækst, men samlet voksede den europæiske økonomi 0,3 pct. i 4. kvartal 2014. Væksten blev trukket af indenlandsk efterspørgsel og eksport.

I efteråret efter sidste AE-prognose blev vækstkønnene nedjusteret gang på gang. Efter offentliggørelsen af de pæne væksttal i 4. kvartal 2014 er vækstkønnene blevet opjusteret flere steder igen. Især Sverige, Storbritannien og USA spås en høj vækst i både 2015 og 2016. Derudover forventes alle Danmarks største samhandelslande at have positiv vækst i de kommende år. Dog er forventningerne endnu ikke på samme niveau som ved sidste AE-prognose. Det viser tabel B1.

**Tabel B1. Udlandsskøn og sammenligning med sidste AE-prognose**

	Consensus, marts 2015		
	2014	2015	2016
<b>Eurozone</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>
<b>EU</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
Tyskland	1,6	1,8	1,9
Sverige	2,1	2,6	2,8
USA	2,4	3,1	2,9
UK	2,6	2,7	2,5
Norge	2,3	1,3	2,0
Holland	0,8	1,5	1,5
Frankrig	0,4	1	1,5
Kina	7,4	7	6,7
Italien	-0,4	0,6	1,1
Finland	-0,1	0,6	1,4
<b>10 største samhandelslande</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>
<b>Consensus ved AE's septemberprognose</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>-</b>

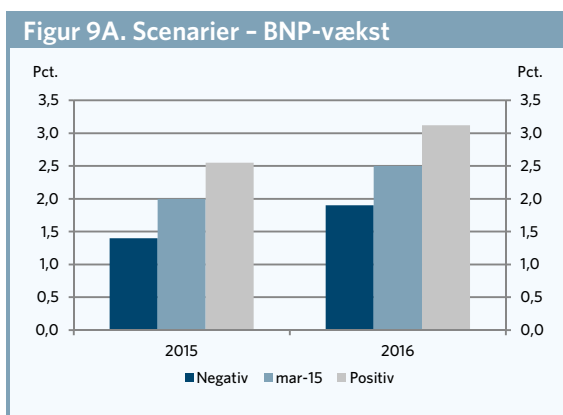
Anm.: 2016 var ikke med i AE's septemberprognose.  
 Kilde: AE pba. Consensus Forecasters

I prognosen er der taget udgangspunkt i de nuværende konsensustal for væksten i udlandet, men vi vil ikke blive overraskede, hvis de kommende måneder byder på opjusteringer af vækstbilledet i udlandet for både 2015 og 2016.

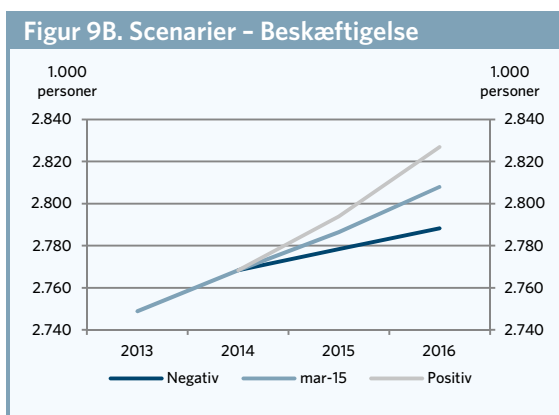
I prognosens positive scenario kommer der derfor noget mere gang i væksten i udlandet end forudsat, med afsmittende positive effekter for vores eksport, ligesom der kommer mere gang i den hjemlige efterspørgsel. Det er således et scenario, hvor effekterne af den lavere oliepris, den svækkede euro og de lavere renter mere mærkbart kan aflæses i væksttallene.

Konkret tages udgangspunkt i de mest positive af de vækstsken, der ligger bag konsensuskønne for udlandet i både 2015 og 2016. Eksportvæksten løftes i det lys ½ pct. og yderligere 1 pct. næste år. Samtidig kommer der mere gang forbrugs- og investeringslysten herhjemme. Væksten i det private forbrug løftes ½ pct. i begge år, og erhvervsinvesteringerne (især maskiner mm) løftes med 3 pct. i både 2015 og 2016. Endelig kommer der lidt mere gang i boligmarkedet – et forhold, der giver anledning til stigende boliginvesteringer (2 pct.) allerede fra 2015.

I det positive scenario øges BNP-væksten i 2015 til 2½ pct., mens den næste år runder 3 pct. Det viser figur 9A. Det er vækstrater, der begynder at ligne dem, som vi havde ved seneste højkonjunktur (2004-2008). Som følge af den højere vækst stiger beskæftigelsen også mere i begge prognoseår. I 2015 øges beskæftigelsen med yderligere godt 7.500 personer, mens der i 2016 er en fremgang på yderligere godt 11.500 personer. Samlet ligger beskæftigelsen i 2016 i prognosens positive scenario knap 20.000 højere end i prognosens grundscenario. Det viser figur 9B



Anm.: Marginalstød beregnet på ADAM.  
 Kilde: AE's martsprognose 2015



Anm.: Marginalstød beregnet på ADAM.  
 Kilde: AE's martsprognose 2015

Det skal i relation til det positive scenario bemærkes, at situationen, hvor der kommer mere gang i både eksport og den hjemlige efterspørgsel, selvfølgelig vil belaste vores betalingsbalance via øget import. Det er dog kun i et omfang, der går fra 4¼ mia. kr. i 2015 til 5½ mia. kr. i 2016. Sat i forhold til den forventede udvikling i betalingsbalancen i prognosen, jf. tabel 1, vil vi altså stadig have enorme overskud over for udlandet på langt mere end 100 mia. kr. om året.

Viser det sig, at "Draghis bazooka" ikke er en bazooka men en vandpistol, hvor deflationsspørgelset kommer tilbage, eller kommer der ny økonomisk usikkerhed af f.eks. geopolitisk karakter eller græsk exit fra euroen, kan vi stå i en anden situation, hvor væksten bliver lavere både i udlandet og herhjemme.



For at illustrere dette har vi i det negative scenario med udgangspunkt i en lavere vækst i udlandet reduceret eksportvæksten med ½ pct. i år og 1 pct. næste år. Væksten i det private forbrug reduceres samtidig med ½ pct. i begge år, ligesom væksten i boliginvesteringerne reduceres med 3 pct. i både 2015 og 2016. Endelig reduceres erhvervsinvesteringerne i bygge- og anlæg med 6 pct. i 2015, afspejlende situationen med et fortsat fald i nybyggeriet.

I det negative scenario reduceres BNP-væksten med 0,6 pct.enheder i både 2015 og 2016, svarende til at væksten i år lander på knap 1½ pct. og knap 2 pct. næste år. Det fremgår ligeledes af figur 9A. Som følge af den lavere vækst, reduceres beskæftigelsen med 8.000 personer i år og yderligere 12.000 personer næste år. Samlet ligger beskæftigelsen i 2016 i prognosens negative scenario ca. 20.000 lavere end i prognosens grundscenario. Det viser figur 9B.

Som situationen er lige nu (uden nye udefrakommende negative overraskelser), anser vi det positive scenario som mere sandsynligt end det negative. Usikkerheden er stadig til stede, men hvis ikke der kan komme gang i økonomien med de mange stimulanser, der ligger i øjeblikket, så er det svært at se, hvornår der kan komme gang i den. Det er ikke penge, der mangler i dansk økonomi.

## 5 Økonomisk politik - Danmark klar til at gribe opsvinget

Der har siden foråret 2013 været fremgang på arbejdsmarkedet, der har været positiv økonomisk vækst, boligpriserne har været stigende, reallønnen på det private arbejdsmarked er steget, og forbrugere er blevet markant mere optimistiske. Dansk industris lønkonkurrenceevne er steget markant gennem krisen og er ikke set stærkere i mange år.

De senere måneders udvikling i dollar-euro-kursen giver EU og Danmark et markant konkurrenceevneløft over for USA og lande, der følger dollaren. Den store styrkelse af dollaren vil - forudsat at den holder - løfte vores afsætningsmuligheder, når vi kigger fremad. Dels fordi vores varer og "eurovarer" bliver relativt billigere i dollarlande, men samtidig fordi det bliver dyrere at importere varer fra dollarlande. Vi får således også en konkurrencefordel i EU, hvor vores varer bliver billigere relativt til dollarvarer. Dollarstigningen styrker altså både vores direkte og indirekte eksportmuligheder til EU.

Samlet giver den stærke dollar, de aktuelt lave oliepriser og de rekordlave renter en tiltrængt vitaminindsprøjtning til dansk og europæisk økonomi. Det er derfor forventningen, at vi kommer til at se mere positive takter i dansk økonomi fremadrettet: Der kommer mere gang i den hjemlige efterspørgsel, og eksporten vil bidrage med stigende styrke til dansk økonomi i år og næste år.

Det er dog stadig en række eksterne faktorer, der er forbundet med usikkerhed. Der er f.eks. diskussionen om, hvad der har drevet olieprisen så hurtigt og markant ned. Er det alene fundamentale forhold (udbud og efterspørgsel), eller er det også et udtryk for spekulation? Er den lave oliepris et udtryk for spekulation, eller ændrer OPEC strategi og begrænser produktionen, kan det hurtigt gå den anden vej igen. Der er også fortsat usikkerhed om den græske situation og de konsekvenser, det vil kunne få, hvis vi får et græsk euro-exit. Der er også den geopolitiske situation, hvor f.eks. konflikten i Ukraine fortsat ikke synes afklaret.

Hvis vi skal opleve et selv bærende opsving, kræver det, at vi ikke bliver synderligt negativt overrasket af nye internationale faktorer.

Udviklingen i dansk og international økonomi de sidste mange år understøtter, at den økonomiske usikkerhed - hvad end den så stammer fra - har stor betydning. Dansk eksport er kommet relativt godt gennem den økonomiske krise, mens det er den hjemlige efterspørgsel, det har knebet med. De sidste 5 års rekordstore betalingsbalanceoverskud viser, at det generelt ikke er penge, der har manglet i dansk økonomi, men lysten til at bruge dem. Den situation bunder i høj grad i usikkerhed.

Øges usikkerheden igen, kan det skabe ny mistillid hos forbrugere og virksomheder. Det kan bremse et opsving i både dansk og europæisk økonomi.

## Vi skal investere i mennesker

Der er gennem en lang periode gennemført mange reformer i Danmark, der øger arbejdsudbuddet meget markant både nu og på den lange bane<sup>3</sup>. Det er ikke tid til at skabe ny usikkerhed med ny reform-snak, forringelser af det sociale sikkerhedsnet eller velfærd.

Et dårligere sikkerhedsnet risikerer at bringe den danske flexicurity-model i fare, fordi lønmodtagerne da vil føle sig så presset til at kræve bedre beskyttelse mod afskedigelse. Det kan på den længere bane nemt føre til mindre dynamik i dansk økonomi – noget som ingen har interesse i.

Med udsigt til fremgang i dansk økonomi har vi en god chance for at få svagere grupper som bl.a. kontanthjælpsmodtagerne med på vognen samt integrationen op i gear via øget jobskabelse. Det store problem i forhold til kontanthjælpsmodtagere på kanten af arbejdsmarkedet har – ud over konjunktursituationen – været mangel på uddannelse, og det er derfor positivt, at Carsten Koch-udvalgets anbefalinger i høj grad fokuserer på målrettet uddannelse.

Opkvalificering af vores beskæftigede må op i gear, så vi undgår faglige flaskehalse, og samtidig kan der skabes jobåbninger – via dem som opkvalificeres – til dem, som har færrest kvalifikationer.

På nuværende tidspunkt kan vi, som beskrevet, ikke se nævneværdige problemer med mangel på arbejdskraft. Dermed ikke sagt, at der ikke kan være "lommer" på arbejdsmarkedet, hvor der er mangel på arbejdskraft med helt specifikke kvalifikationer. Og vi er enige i, at der på sigt kan opstå mangel på f.eks. faglærte, fordi der gennem mange år er blevet uddannet for få. Det er svært at se, at disse problemer kan løses ved andet end øget uddannelse og opkvalificering.

## Finanspolitikken skal først strammes, når vi har konstateret en markant fremgang

Der diskuteres allerede nu, om ikke finanspolitikken bør strammes. Det er en postgang eller to for tidligt.

Med forventningen om et gradvist selv bærende opsving anbefaler AE, at vi fastholder den svagt lempe-lige finanspolitiske kurs, der er lagt op til i år, og at man som udgangspunkt fører en neutral finanspolitik næste år.

Erfaringer fra denne krise viser, at man skal være ekstremt påpasselig med den "finanspolitiske bremse". Vi må og skal ikke gentage fejlen fra den såkaldte "genopretningspakke" tilbage i 2010, hvor den daværende VK-regering fik bremsset den begyndende økonomiske genopretning. Man skal vente med at stramme, til fremgangen har bidt sig ordentligt fast i både vækst og arbejdsmarked. Vi må ikke kvæle opsvinget i sin start som i 2010.

I prognosens positive scenario kommer der noget mere gang i vækst og beskæftigelse. Får vi et sådan scenarie, hvor effekterne af den lavere oliepris, den svækkede euro og de lavere renter mere mærkbart kan aflæses i den økonomiske udvikling, så kan vi fra 2016 gøre klar til en *langsom* opbremsning af finanspolitikken. Men førend vi begynder en opbremsning af den aktive finanspolitik, skal vi altså have

<sup>3</sup> Ifølge Finansministeriets seneste mellemfristede fremskrivning (Opdateret 2020-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2018) stiger den strukturelle arbejdsstyrke fra 2014-2020 med 85.000 personer frem mod 2020, mens Vismændene (Vismandsrapporten fra oktober 2014) i samme periode forventer en fremgang på 95.000 personer i den strukturelle arbejdsstyrke. Stigningerne kommer oven på en i forvejen betydelig overkapacitet på arbejdsmarkedet.

bekræftet, at der *er* kommet ordentligt gang i dansk økonomi. Her skal vi op og have vækstrater noget over normalen og markant fremgang på arbejdsmarkedet i flere kvartaler i træk.

Det er givet, at vi på et tidspunkt bliver nødt til at stramme finanspolitikken, for at der senere kan blive råd til at lempe igen, når konjunkturerne på ny svækkes.

En sådan opbremsning vil være hensigtsmæssig at rette mod boligmarkedet, som er det marked, der har skabt mest ustabilitet i dansk økonomi i nyere tid. Det vil her være oplagt at kigge på ejendomsværdiskattestoppet.

Der tales også allerede nu om frygt for en ny boligboble i Danmark. Det er noget tidligt at komme med sådan en frygt, men en ophævelse af ejendomsværdiskattestoppet vil kunne dæmpe frygten og være med til at stabilisere boligpriserne set over en konjunkturcyklus.

Da frygten for en boligboble er mest udbredt i og omkring de store byer, kunne en model tage udgangspunkt i en harmonisering af de reelle ejendomsværdiskattesatser, hvor boligskattesatserne omlægges, så den stiger i og omkring de store byer (hvor den effektive sats er faldet mest som følge af skattestoppet), mens den så falder andre steder. Det vil også kunne modvirke de geografiske ubalancer, der ses på boligmarkedet i dag.

Er der frygt for, at ophævelsen af ejendomsværdiskattestoppet vil kvæle opsvinget, kunne omlægningen i første omgang være provenuneutral eventuelt også med en lempelig indfasning.

Derudover giver det god mening at indføre restriktioner på anvendelse af de fleks- og afdragsfrie lån, så husholdningerne og ikke mindst dansk økonomi bliver mindre følsomme over for rentestigninger samt udløb af afdragsfrie perioder. Den aktuelle situation med rekordlave renter giver næppe et bedre tidspunkt at gennemføre sådanne tiltag.

Nationalbanken har tidligere anført, at boligprisstigningsbølgen frem mod 2007 nærmest ville være blevet elimineret, hvis man ikke havde indført de nye låneformer og fastfrosset ejendomsværdiskatten. Det, der er behov for, er, at boligskatterne ændres, så de stiger, når boligpriserne stiger og falder, når pilen peger nedad på boligmarkedet. Så ville udsvingene på boligmarkedet og dermed også i hele dansk økonomi blive mindre, og vi mindsker risikoen for fremtidige boligbobler.

## 6 Prognosen i detaljer

Olieprisen er som nævnt styrtdykket fra omkring 100 dollar per tønde i efteråret 2014 til aktuelt omkring 55 dollar per tønde (brent olie). Lave oliepriser betyder billigere energipriser for forbrugerne, og samtidig vil de lavere energipriser medføre billigere produktions- og transportomkostninger for virksomhederne. Det giver billigere varer og tjenester, hvilket igen isoleret set spiller videre til priserne. De faldende energipriser har således været en helt afgørende faktor for, at inflationen er faldet og i mange europæiske lande har været negativ. Det gælder også i Euroområdet som helhed, hvor inflationen har været negativ de seneste måneder.

Faldende priser kan være gift for økonomien, hvis det sætter sig i egentlig deflation – dvs. en vedvarende situation med faldende priser underbygget af en forventning om, at priserne bliver ved med at falde. Falder priserne vedvarende, bliver det nemlig mere attraktivt at udskyde forbrug og investeringer, fordi det bliver billigere i fremtiden, hvorved man havner i en situation, hvor økonomien går i stå eller bakgear – en ond spiral.

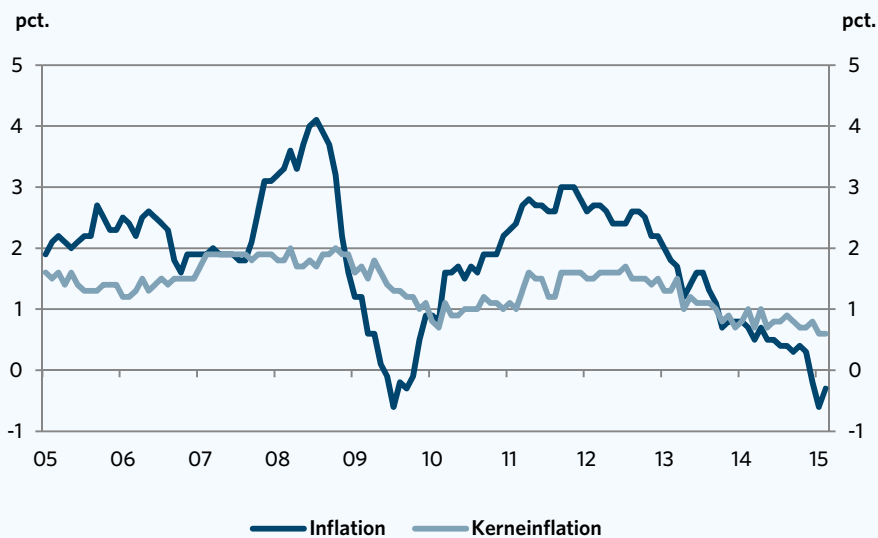
Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede sidste år den helt korte rente gentagne gange i håb om at bekæmpe inflationsdykket. Det lykkedes imidlertid ikke, hvorfor ECB i slutningen af januar 2015 præsenterede et opkøbsprogram, det såkaldte QE-program eller mere populært kaldet "Draghis bazooka", jf. boks 4. Det går ud på, at ECB vil opkøbe værdipapirer for 60 mia. euro om måneden indtil september 2016 for at øge pengemængden og presse renterne yderligere ned, herunder de lange renter. Det skal give øget aktivitet og højere inflation. Programmet er ikke ulig USA's QE-program, der stoppede i 2014.

**Boks 4. "Draghis bazooka"**

Den Europæiske Centralbank har en målsætning om, at inflationen skal være knap to procent. Men virkeligheden ligger langt fra den målsætning. I februar var den årlige inflation på -0,3 procent i euroområdet, og dermed er faldende priser allerede en realitet. Det er især de faldende energipriser, der har trukket inflationen i minus. Olieprisen begyndte sit fald i sensommeren 2014. I januar var olieprisen mere end halveret fra en førpris på omkring 110 USD per tønde til blot 50 USD per tønde, men i løbet af februar og marts er prisen steget til omkring 55-60 USD per tønde. Olieprisen målt i euro er ikke faldet nær så kraftigt som prisen i dollars. Dette er en konsekvens af valutakursfaldet mellem euro og dollar.

Kerneinflationen, dvs. priserne renset for tobaks-, alkohol-, fødevarer- og energipriser, har befundet sig under 1 pct. siden maj 2014. Derfor er det altså især energi- og fødevarerpriserne, der har givet anledning til, at inflationen nu er negativ. Det fremgår af figur B1., der viser udviklingen i inflationen og kerneinflationen.

**Figur B1. Inflation og kerneinflation**



Kilde: AE pba. Macrobond

Den Europæiske Centralbank har sænket renten gentagne gange gennem 2014 i håb om at øge inflationen. Deflation kan være meget skadelig for økonomien, da forventning om faldende priser kan få forbrugere og virksomheder til at udskyde forbrug og investeringer.

I slutningen af januar præsenterede ECB sit opkøbsprogram, det såkaldte QE-program, som går ud på, at ECB vil opkøbe værdipapirer for 60 mia. euro om måneden indtil september 2016 og derved øge pengemængden. Med andre ord kan man sige, at ECB for alvor sætter gang i seddelpressen i et forsøg på at presse de lidt længere renter ned. Programmet er ikke ulig USA's QE-program, der blev udfaset helt i efteråret 2014. Med QE-programmet håber ECB, at alle forventninger om deflation manes i jorden.

En anden effekt i Euroområdet af QE-programmet er en svagere euro relativt til andre valutaer. Det vil gøre europæiske varer billigere på eksportmarkederne og dermed øge konkurrenceevnen. Samtidig vil indenlandske varer blive billigere relativt til importvarer, hvilket kan have en effekt på forbruget af indenlandske varer. Det kan sætte gang i økonomien gennem øget eksport og større indenlandsk efterspørgsel. Den danske krone er fast over for euroen. Derfor er kronen også blevet svagere relativt til dollaren. Da det bliver dyrere at importere dollar-varer fra udlandet importeres noget inflation, der kan være med til at presse priserne op igen.

Den aggressive pengepolitiske stimulering af den europæiske økonomi kan være med til at kickstarte efterspørgslen og investeringerne. Men måske kommer Mario "Draghis bazooka" fem år for sent. Der er fare for, at Euroområdet allerede er i en såkaldt "likviditetsfælde", hvor pengepolitikken ikke har den ønskede virkning, fordi renten allerede er meget lav. Derfor kan pengepolitikken ikke stå alene. For at QE-programmet får den maksimale effekt, er det nødvendigt for de europæiske økonomier, der har råderum inden for stabilitets- og vækstpaktens rammer at stimulere økonomien gennem finanspolitiske lempelser og investeringer. Det vil øge efterspørgslen yderligere og kan derfor bruges som endnu et værktøj til at trække de europæiske lande fri af krisen.

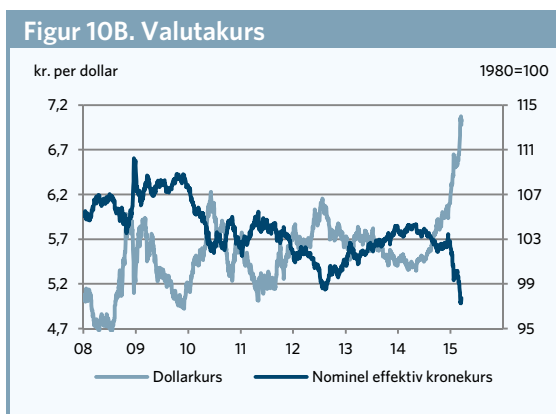
Effekten ses tydeligt på renterne, der er faldet fra et i forvejen rekordlavt niveau. Det fremgår af figur 10A, der viser den effektive obligationsrente. I Danmark er renterne som følge af spekulation mod kro-

nen samtidig faldet lidt mere end i Tyskland. Nationalbanken i Danmark har for at modvirke valutaindstømning til Danmark været nødt til at sænke de korte renter yderligere, så f.eks. indskudsbevisrenten (den rente bankerne kan få for penge indskudt i Nationalbanken) nu er på minus 0,75 pct. samt sælge danske kroner i stor stil (intervenere). Det har givet en bugnende dansk valutareserve og rekordlave renter herhjemme, herunder også boligrenter. Nationalbankens bestræbelser ser foreløbig ud til at have båret frugt, da der er tegn på, at spekulatoren mod kronen er stoppet.

En afledt konsekvens af de europæiske pengepolitiske tiltag har været en markant svækkelse af euroen over for dollaren. Fordi danske kroner som følge af vores fastkurspolitik er bundet til euroen, er danske kroner også blevet svækket. Som det fremgår af figur 10B, er dollarkursen ændret meget markant fra omkring 5,70 kr. i sensommeren 2014 til aktuelt ca. 7 kr. i marts 2015 – altså en ændring omkring 25 pct. Effekten ses også tydeligt i den effektive kronekurs, der viser udviklingen i værdien af den danske krone over for vores største samhandelspartnere. Den effektive danske valutakurs er således faldet med næsten 5½ pct.enheder fra sensommeren 2014 til marts 2015.



Kilde: AE pba. Macrobond



Kilde: AE pba. Nationalbanken

Konsekvensen af den stigende dollar og den svækkede euro (og dermed danske krone) er, at vores internationale konkurrenceevne og eksportmuligheder øges. Dels bliver de danske og de europæiske varer og tjenester relativt billigere i dollarlande, men samtidig bliver det dyrere at importere varer fra dollarlande, herunder f.eks. Kina.

Vi får således også en konkurrencefordel i EU, hvor danske varer og tjenester bliver relativt billigere til dollarvarer. Det styrker også umiddelbart vores direkte eksportmuligheder i EU. Da vores industri er underleverandør til mange europæiske industrier, får vi også via deres øgede afsætningsmuligheder en yderligere indirekte positiv effekt. Stiger f.eks. tysk industrieksport til området uden for EU som følge af den stærke dollar, skal tyskerne bruge flere leverancer fra dansk industri for at imødekomme denne efterspørgsel.

Modsat bliver det selvfølgelig dyrere for os at importere varer og tjenester, der afregnes i dollars. En vare, der f.eks. koster 100 dollar at importere, skulle vi i sensommeren betale 570 kr. for, mens prisen i dag for samme vare er godt 700 kr. – altså en prisstigning på mere end 130 kr. Det vil isoleret set løfte importpriserne, hvilket alt andet lige vil reducere vores købekraft. Det ses f.eks. tydeligt ved, at olieprisen opgjort i euro er faldet betydeligt mindre end i dollars.

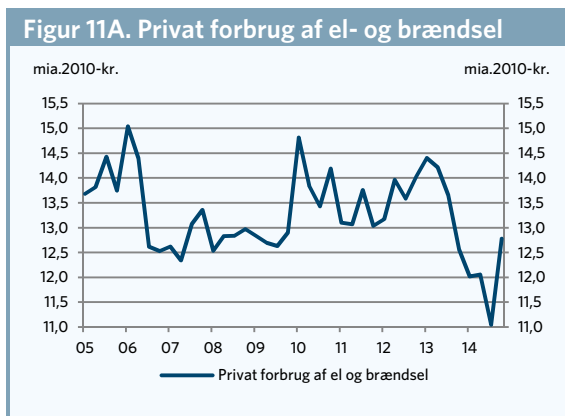
Den svækkede euro har således været med til at holde hånden under energipriserne og sikre, at inflationen ikke blev endnu mere negativ. Det, kan man sige, er belejligt i en situation, hvor der var risiko for deflation. På den led gør det bestemt ikke noget, at vi "importerer" noget inflation, så vi kommer væk fra det kritiske negative inflationsniveau. Den store prisstigning på dollarvarer gør det samtidig mere attraktivt at købe ikke-dollarvarer, herunder danske og europæiske varer.

**Det private forbrug**

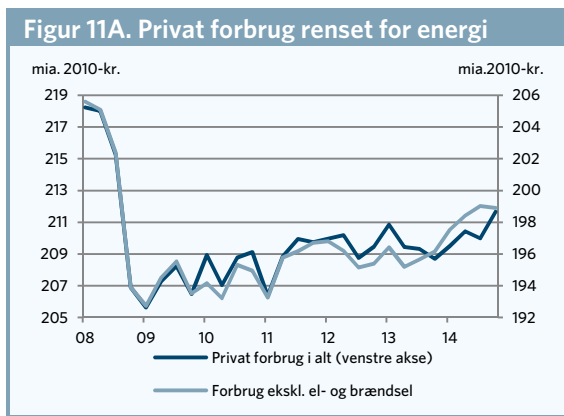
Forbruget i husholdningerne steg sidste år med 0,4 pct. - på overfladen en skuffende vækst, der var lavere end forventet i AE's september-prognose. Den svage udvikling må dog især ses i lyset af forbruget af el og brændsel, der, som det fremgår af figur 11A, styrteddykkede ind i 2014<sup>4</sup> og - på trods af et "rebound" i 4. kvartal 2014 - endte med et samlet fald for hele året på 12½ pct. Tallene er renset for prisudviklingen, så dykket har intet med faldende energipriser at gøre.

Udviklingen i forbruget af el og brændsel, der helt sikkert har en del at gøre med, at vejret sidste år var meget varmt, trak således markant ned i det private forbrug det meste af året. "Reboundet" i 4. kvartal 2014 gav dog et markant løft til det private forbrug i årets slutning.

Som det fremgår af figur 11B, har det private forbrug renset for el og brændsel de sidste 1½-2 år haft en markant mere positiv udvikling end det overordnede private forbrug. At der underliggende var langt mere gang i det private forbrug, ser man således ved, at det private forbrug renset for el og brændsel steg med 1¼ pct. fra 2013 til 2014 mod en stigning på 0,4 pct. i det samlede private forbrug.



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik

Den underliggende udvikling i det private forbrug ligger da også langt bedre i tråd med de faktorer, der normalt forklarer det private forbrug som boligpriser, arbejdsmarked, forbrugertillid m.m. Samtidig viser de seneste tal fra momsstatistikken en markant oprevison af salget rettet mod det private forbrug (detailhandel og servicebrancher) i 4. kvartal 2014 på 3½ mia.kr. (2¾ pct.). Der kan derfor meget vel komme en mærkbar opjustering af det private forbrug i 4 kvartal 2014, når vi får de reviderede nationalregnskabstal for 4. kvartal 2014.

Prognosen forventer en vækst i det private forbrug på knap 2 pct. i år og godt 2 pct. næste år. Det forudsætter, at den underliggende fremgang, vi så i 2014, fortsætter fremad og samtidig, at forbruget af el

<sup>4</sup> Vores indikator har umiddelbart svært ved at forklare det enorme dyk i forbruget af el- og brændsel - især i 3. kvartal 2014. Om udviklingen skal ses i lyset af en masse nye solcelleanlæg med stor egenproduktion af strøm, der ikke registreres i de traditionelle produktionstal, står hen i det uvisse.



og brændsel ikke bliver ved med at trække ned i det private forbrug. Det ligger således ikke i prognosen, at 2015 bliver endnu varmere end 2014.

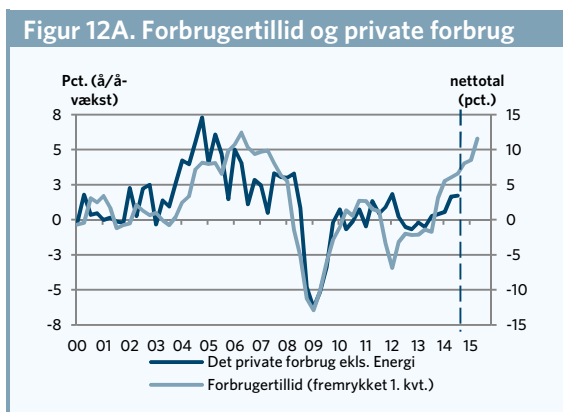
Indikatorerne for det private forbrug har ikke været entydigt positive i begyndelsen af 2015. Dankortomsætningen er efter vores sæsonkorrektur dog steget i både januar og februar 2015. Detailomsætningen steg en smule i januar, men faldt lidt igen i februar, mens bilsalget rettet mod husholdningerne er faldet i både januar og februar ifølge Danmarks Statistik<sup>5</sup>.

Nye betalingsmåder gør det sværere fremadrettet at tolke dankortomsætningstallene sammenlignet med tidligere. F.eks. indgår "Mobilepay" i dankortomsætningen, mens "SWIPP" er baseret på kontooverførsel og derfor ikke optræder i dankortomsætningen. Samtidig har udenlandske betalingskort (f.eks. Mastercard og Diners) vundet markedsandele for de samlede betalinger med kort i Danmark de senere år. Desværre findes der ikke løbende oplysninger for disse transaktioner.

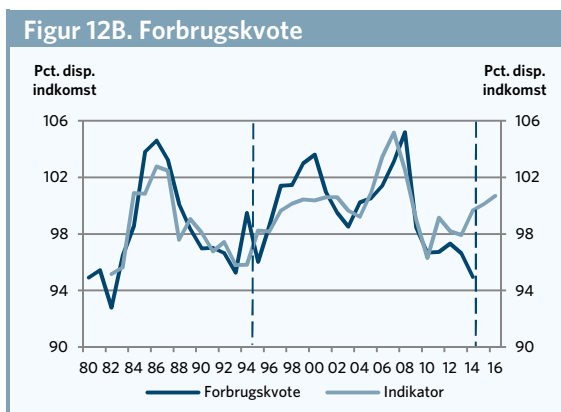
Vores forventninger til det private forbrug understøttes af fremgangen på arbejdsmarkedet, en fortsat stigende realløn i lyset af den lave inflation, stigende boligpriser og den rekordlave rente. Samtidig har forbrugertilliden (efter sæsonkorrektur) været stigende og ligger aktuelt på et niveau, som man skal tilbage til 2006 for at finde højere. Som det fremgår af figur 12A, underbygger det forventningerne om fortsat fremgang i det private forbrug.

Vurderet ud fra den forbrugsbestemmende disponible indkomst i husholdningerne (Økonomi- og Indenrigsministeriets definition af forbrugskvoten) lå det private forbrug sidste år på et fortsat meget lavt niveau. Det illustrerer, at det generelt ikke har været pengemangel i husholdningerne, der har holdt forbruget nede. Der ligger således et betydeligt vækstpotentiale i at få mere gang i det private forbrug, efter flere år, hvor husholdningerne har konsolideret sig.

Kigger man tilbage, har forbrugslysten/-kvoten samvarieret pænt med de reale huspriser og beskæftigelsesgraden. Vores forventning om en øget 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 12B.



Anm.: Det private forbrug er her rensset for el og brændsel.  
 Kilde: AE på Danmarks Statistik

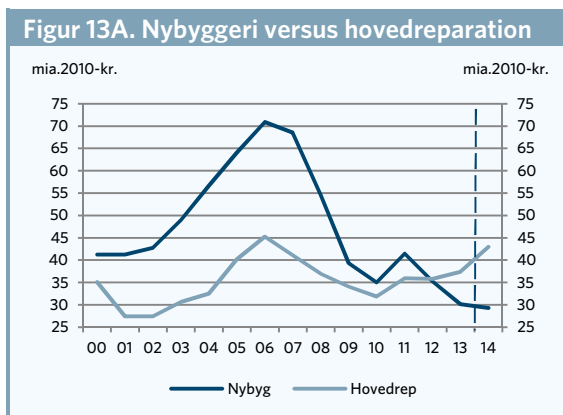


Anm.: Der er tale om den korrigerede disponible indkomst defineret i Økonomisk Redegørelse med korrektion for SP og den fremrykkede kapitalpensionsbeskatning. Indikatoren er baseret på forklaringsbidrag fra de reale boligpriser og beskæftigelsesgraden (q/u1564). Forbrugskvoten før 1995 er tilbageskrevet med gamle tal. 2014 er fremskrevet pba. oplysningerne for de tre første kvartaler sidste år.  
 Kilde: AE pba. ADAMs databank og Danmarks Statistik

<sup>5</sup> Vores egen sæsonkorrektur med j-demetra+ tegner et knap så dystert billede af bilsalget.

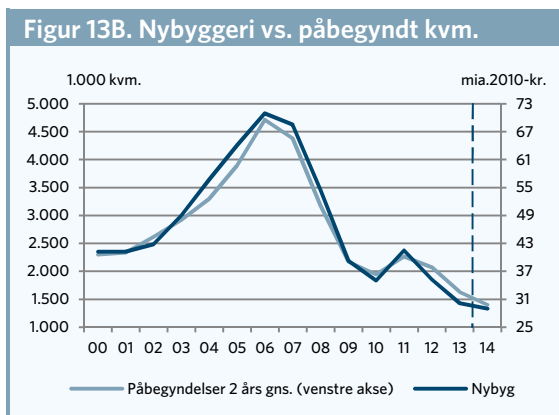
## Boliginvesteringer og boligmarked

Boliginvesteringerne steg ifølge den foreløbige opgørelse sidste år med 4,4 pct. og dermed lidt mere end forventet i AE's september-prognose. Vi har endnu ikke detaljerede tal for 4. kvartal 2014, men tallene for de tre første kvartaler af 2014 peger entydigt i retning af, at det var "hovedreparationer", der sidste år trak udviklingen, mens nybyggeriet fortsat pegede nedad. Det viser 13A og 13B.



Anm.: 2014 er fremskrevet pba. oplysningerne i det kvartalsvise Nationalregnskab (specialudtræk).

Kilde: AE pba. Danmarks Statistik



Anm.: Da det påbegyndte boligbyggeri først sætter sig i investeringerne med en vis forsinkelse, er der taget et to års gennemsnit af det påbegyndte byggeri. 2014 er fremskrevet pba. oplysningerne i det kvartalsvise nationalregnskab (specialudtræk). Det påbegyndte boligbyggeri er påvirket af usystematiske forsinkelser.

Kilde: AE pba. Danmarks Statistik

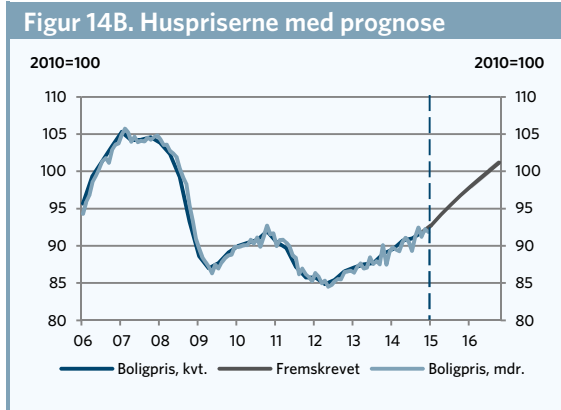
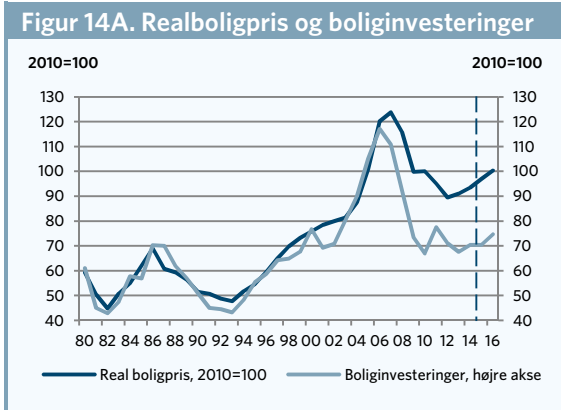
Prognosen forventer en vækst i år på nul pct., mens der næste år forventes en vækst på 6 pct. Set i lyset af, at der forventes at komme mere gang i både dansk økonomi og boligpriserne, kan udviklingen i år forekomme svag. Det afspejler dog, at reparationerne efter stormskaderne sidste år løftede aktiviteten ekstraordinært, ligesom boligjob-ordningen, der blev afskaffet fra årsskiftet, formentlig har givet noget fremrykning. I samme retning trækker renoveringerne i den almene sektor, hvor investeringsafløbet fra renoveringsrammen forventes at aftage fra et højt niveau i 2014<sup>6</sup>.

Det er dog forventningen, at nybyggeriet begynder at bevæge sig væk fra bunden og trække op i boliginvesteringerne igen. Som det fremgår af figur 14A, så har der historisk været en tæt sammenhæng mellem udviklingen i boliginvesteringerne og huspriserne korrigeret for forbrugerpris-inflationen. Forventningen om fortsat fremgang i de reale boligpriser underbygger altså AE's prognose om fremgang i boliginvesteringer i prognoseperioden.

Huspriserne steg i 2014 lidt mere end ventet i AE's september-prognose. Vi har i det lys, samt grundet de faldende og rekordlave renter og den generelt øgede aktivitet i dansk økonomi, opjusteret forventningerne en smule til 2015 - fra 4 til 4½ pct., mens der næste år ventes en fremgang i huspriserne på 5 pct.

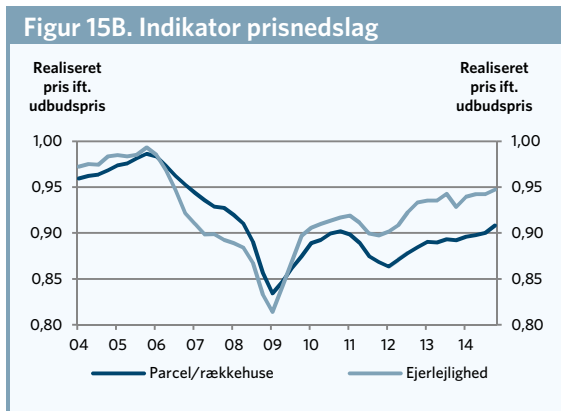
Som det fremgår af figur 14B, indebærer prognosen, at den positive tendens fortsætter, men også at vi ved udgangen af 2016 fortsat vil ligge under det niveau, som vi havde, før krisen satte ind. Kigger man på den reale boligpris (huspriserne renset for inflationen), ligger vi i 2016 fortsat markant under før-krise-niveau. Det viser figur 14A.

<sup>6</sup> Se Budgetoversigt 3, december 2014 figur 2.10.



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

Helt generelt er der flere tegn på, at boligmarkedet har fået det bedre. Det gælder både antallet af salg, der som tendens ifølge realkreditrådets statistik er steget gennem de senere år (figur 15A), men også indikatoren for nedslag i udbudsprisen er blevet mindre de senere år (figur 15B).



Anm.: Tallene er sæsonkorrigeret.  
 Kilde: AE pba. Realkreditrådet

### Erhvervsinvesteringerne

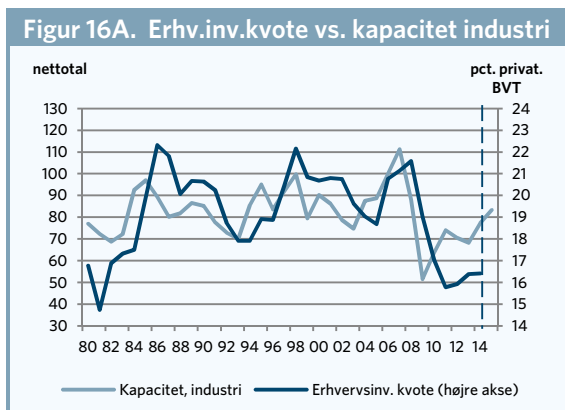
Erhvervslivets investeringer steg ifølge den foreløbige opgørelse med ca. 2 pct. fra 2013 til 2014. Vi har endnu ikke detaljerede investeringstal for hele 2014, men opgørelsen frem til og med 3. kvartal 2014 peger sammen med de overordnede tal fra 4. kvartal på, at erhvervsinvesteringerne sidste år især var trukket af investeringer i transportmidler, herunder skibe, køretøjer og fly<sup>7</sup>, mens investeringerne i informations- og kommunikationsudstyr, andre maskiner og inventar trak ned. De erhvervs-mæssige bygge- og anlægsinvesteringer trak tilsyneladende noget overraskende også en smule op, hvilket især forklares af, at investeringerne steg mod slutningen af året

Det er forventningen, at erhvervsinvesteringerne mere bredt begynder at komme op i fart fra og med 2015. Der ventes i år således en vækst på 5,3 pct., mens der næste år ventes en vækst på 6,3 pct. De positive takter skal ses i lyset af den generelt højere økonomiske vækst, de rekordlave renter og især en stigende kapacitetsudnyttelse. Specielt sidstnævnte mener vi, sammen med stor økonomisk usikkerhed, har været den væsentligste årsag til, at erhvervsinvesteringerne har ligget underdrejet efter

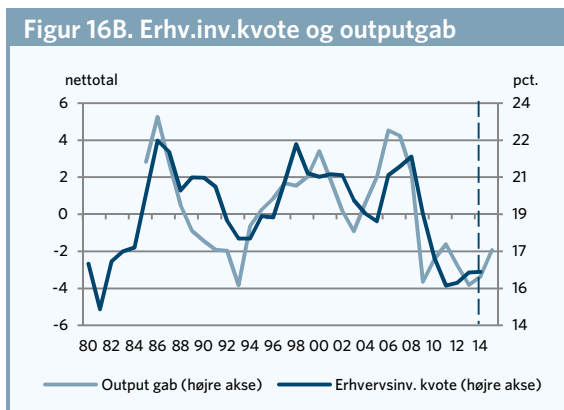
<sup>7</sup> Billedet af at skibe og fly trak mærkbart op i erhvervsinvesteringerne sidste år bekræftes af nettoimporten af skibe, fly og boreplatforme steg markant sidste år - et forhold, der er med til at forklare, hvorfor overskuddet på betalingsbalancen faldt sidste år.

krisen (på trods af rekordlave renter). Når der er ledig kapacitet i de danske virksomheder, kan man imødekomme en stigende efterspørgsel ved blot at udnytte en større del af sin kapacitet - vel at mærke uden, at der er behov for at investere i nyt kapitalapparat.

Sidste år steg erhvervsinvesteringerne målt som andel af værditilvæksten (BVT) marginalt fra et i historisk sammenhæng fortsat ekstremt lavt niveau. Vi har samtidig fra både industrivirksomhedernes konjunkturbarometer og opgørelser af det såkaldte outputgab tegn på, at overkapaciteten var lidt mindre i 2014 end i 2013. Det viser figur 16A og 16B.



Anm.: Industriens produktionskapacitet angiver, hvor en stor andel af industrivirksomheder der 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. Tallet for 2015 angiver det sæsonkorrigerede niveau for 1. kvartal 2015. Investeringskvoten angiver de faste bruttoinvesteringer fratrukket boliger og de offentlige nyinvesteringer som pct. af privat BVT. Før 1990 stammer investeringstallene fra ADAMs databank. Kilde: AE pba. ADAMs databank og Danmarks Statistik



Anm.: Output gabet måler BNP's afvigelse fra det strukturelle/ konjunkturneutrale niveau. Opgørelsen er forbundet med usikkerhed. Det strukturelle BNP er her fundet ved simpelt at sammenveje den strukturelle BNP-vækstrate fra Vismændene, OECD, Nationalbanken og Finansministeriet. Sidstnævnte dog først fra og med 1990. Kilde: AE pba. Danmarks Statistik og DØR, Finansministeriet, OECD og Nationalbanken.

I starten af 2015 er der således fortsat flere meldinger om en stigende kapacitetsudnyttelse i industrivirksomhederne med et niveau, der efterhånden begynder at nærme sig normale tilstande. Det viser figur 16A.

Givet forskellige institutioners vurdering af den underliggende strukturelle BNP-vækst er det vores vækstprognose givet, at det såkaldte outputgab bliver mindre negativt, når vi kigger fremad. Det er vist i figur 16B.

Begge forhold underbygger således forventningen om mindre overkapacitet, og at der begynder at komme mere gang i erhvervslivets investeringer.

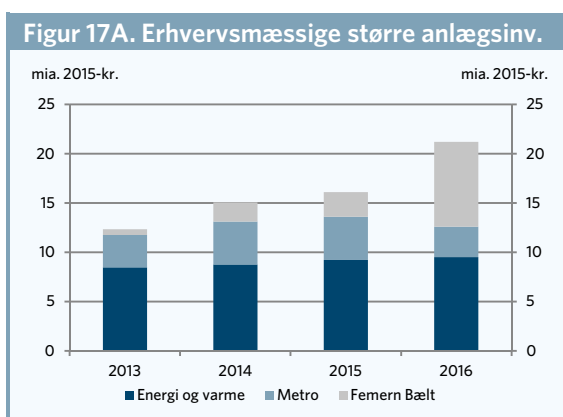
En joker for erhvervsinvesteringerne er helt klart erhvervsbyggeriet. Der er som nævnt tegn på et stigende erhvervsbyggeri frem mod slutningen af 2014 på trods af, at det påbegyndte erhvervsbyggeri ifølge opgørelserne ikke er steget og i en historisk sammenhæng fortsat ligger ekstremt lavt. Det er i det lys forventningen, at der vil ske et fald i erhvervsbyggeriet (fra et højt niveau) ind i 2015, men det er ikke forventningen, at vi kommer ned på samme lave niveau, som vi så ved indgangen til 2014.

Det er i lyset af den generelt mere positive økonomiske situation også forventningen, at nybyggeriet af erhvervsbygninger vil begynde at lægge bunden bag sig fra 2015. Selvom der fortsat er mange ledige

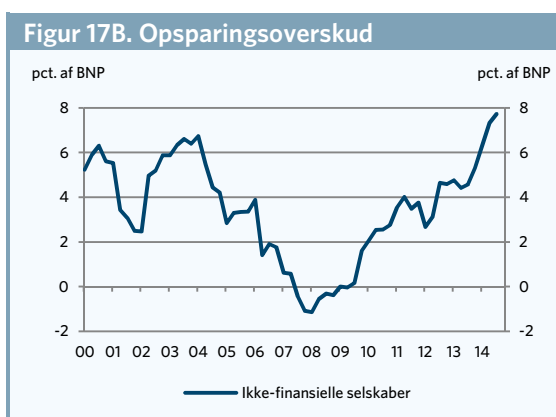
erhvervslokaler, var der ifølge Dansk Byggeri sidste år en vending i "ledighedsprocenten" for erhvervsbygninger – endnu et tegn på, at tiderne er ved at skifte til det mere positive.

I positiv retning for erhvervsinvesteringerne trækker samtidig de politisk initierede store anlægsprojekter som bl.a. Metro Cityring og Femern bælt. Det viser figur 17A.

Den ekstremt lave investeringskvote indikerer sammen med de senere års rekordstore opsparingsoverskud i den private (ikke-finansielle) sektor, at der er et meget stort potentiale for at få mere gang i erhvervsinvesteringerne igen. Således viser de kvartalvise nationalregnskabstal frem til og med 3. kvartal 2014 (seneste oplysninger) et opsparingsoverskud i den private ikke-finansielle sektor set over et år på hele 7,7 pct. af BNP. Det svarer til næste 150 mia. kr. Det er endnu et tegn på, at det generelt ikke er penge, der mangler i dansk erhvervsliv. Opsparingsoverskuddet fremgår af figur 17B.



Kilde: AE pba. Dansk Byggeri og Danmarks Statistik



Anm.: Opsparings overskuddet er opgjort som fire kvartalers sum.  
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik

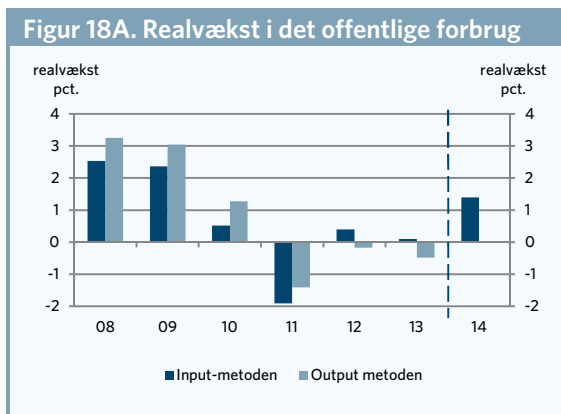
Lagerinvesteringerne bidrog ifølge det foreløbige nationalregnskab positivt til BNP-væksten med 0,2 pct.enheder sidste år. Det forventes i prognosen, at lagrene vil trække ned i væksten med tilsvarende størrelse i 2015, mens lagrene ikke ventes at bidrage hverken positivt eller negativt næste år.

**Den offentlige økonomi og saldo**

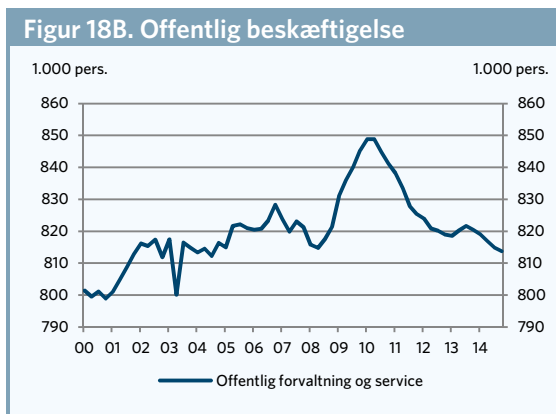
Det offentlige forbrug steg ifølge de foreløbige nationalregnskabstal sidste år reelt med 1,4 pct., mens de offentlige investeringer steg reelt med 4½ pct. Begge opgørelser skal tages med et vist forbehold. Dels har vi tidligere set store revisioner af de offentlige investeringer, og dels er vækstraten for det offentlige forbrug i 2014 opgjort efter den gamle input-metode, hvor realvæksten i det offentlige forbrug opgøres efter, hvor mange ressourcer der *realt* anvendes i produktionen af det offentlige forbrug. Ressourcerne til produktionen af det offentlige forbrug kan enten komme fra antallet af ansatte i den offentlige sektor eller fra vare- og tjenestekøb (f.eks. vikarer) i den private sektor.

Med det nye hovedreviderede nationalregnskab er det ellers den nye outputmetode – hvor Danmarks Statistik forsøger at måle, hvor meget der reelt produceres – af f.eks. hospitalsbehandlinger, elever i klasserne mv. – der er det nye officielle tal på forsyningsbalancen for realvæksten i det offentlige forbrug. Men fordi Danmarks Statistik ikke har outputindikatorer i 2014 endnu, må de altså ty til den gamle opgørelse indtil videre.

Hvor der tidligere<sup>8</sup> var en klar forventning om, at opgørelsen efter output-metoden ville løfte realvæksten i det offentlige forbrug sammenlignet med input-metoden, så viser de senere år, at det absolut ikke behøver at være tilfældet. I 2012 og 2013 blev der både nominelt og reelt anvendt flere ressourcer (input-metoden) i produktionen af det offentlige forbrug, og på trods af et fald i den offentlige sektors beskæftigelse viser output-metoden en negativ realvækst i disse år. Det viser figur 18A og 18B.



Anm.: Den offentlige beskæftigelse er inklusive personer på orlov.  
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik



Anm.: Den offentlige beskæftigelse er inklusive personer på orlov.  
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik

Man kunne ellers foranlediges til at tro, at øget ressourcetilførsel samtidig med færre offentligt ansatte kunne dække over en øget "produktivitet". Men der er altså ingen garanti for øget "produktivitet", selv om væksten i det offentlige forbrug så primært modsvarer af køb af varer- og tjenester i den private sektor.

Det offentlige forbrug opgjort efter output-metoden trak altså ned i BNP-væksten i både 2012 og 2013. Det vil dog næppe være tilfældet i 2014, hvis ellers den høje realvækst opgjort efter input-metoden står til troende. Den offentlige beskæftigelse faldt dog endnu en gang sidst år - svarende til at væksten i det offentlige forbrug primært kan forklares af et øget vare- og tjenestekøb i den private sektor.

Endelig er de senere års udvikling en klar understregning af, at antallet af offentligt ansatte sagtens kan falde, selvom der reelt tilføres flere ressourcer til sektoren. Tilføres der fremadrettet reelt *ikke* flere ressourcer til produktionen af det offentlige forbrug - svarende til nulvækst - synes der derfor også garanti for færre ansatte i den offentlige sektor.

AE's prognose for den offentlige efterspørgsel forudsætter nogenlunde samme årsniveauer som forventet i Økonomisk Redegørelse fra december 2014 i både 2015 og 2016. Dvs. at AE's vækstrater som udgangspunkt følger regeringens dog korrigeret for de niveauer, vi nu har fået for 2014. Prognosen indebærer dermed en realvækst i det offentlige forbrug i år på 1,4 pct., mens der næste år er en fremgang på kun 0,1 pct. Det noget ujævne vækstforløb skal ses i lyset af de højere offentlige forbrugsudgifter i 2015 på asylområdet som følge af flere sidste år - udgifter, der øjensynligt ikke er af varig karakter (med mindre tilstrømningen fortsætter).

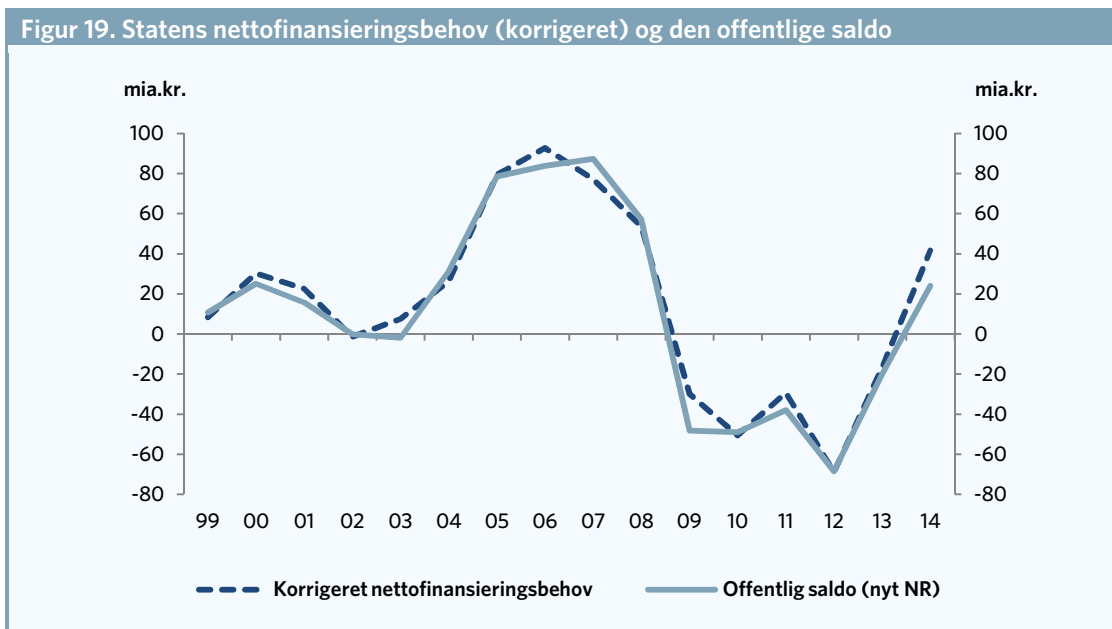
De offentlige investeringer ventes på baggrund af de nye tal i år at stige med 0,3 pct., mens der næste år forudses et fald på godt 2 pct.

<sup>8</sup> Se f.eks. publikationen " Offentlig produktion og produktivitet 2005-2012" fra Danmarks Statistik.

Samlet betyder udviklingen i både forbrug og investeringer, at den offentlige efterspørgsel vil bidrage positivt til BNP-væksten i 2015, mens den næste år vil trække marginalt ned i BNP.

Den helt nye opgørelse fra Danmarks Statistik baseret på *foreløbige* regnskabsoplysninger fra den offentlige sektor viser et overskud på den offentlige saldo i 2014 på 24 mia. kr., svarende til 1,3 pct. af BNP. Sammenlignet med 2013, hvor der var et underskud på 20 mia.kr. (1,1 pct. af BNP), er der tale om en forbedring på 44 mia. kr. Selvom det er første gang siden 2008, der var overskud på de offentlige finanser, er det alligevel noget mindre end ventet af både AE, Nationalbanken (31,6 mia. kr.) og regeringen selv (34,2 mia. kr.).

AE's indikator baseret på de månedlige oplysninger for statens nettokassesaldo samt Finansministeriets seneste vurderinger af genudlån, betalingsforskydninger, periodiseringer samt de nyeste tal for PAL-skatteprovenuet peger på et offentligt overskud sidste år på knap 42 mia. kr. Altså næsten 18 mia. kr. mere, end hvad Danmarks Statistiks foreløbige opgørelse viser. Det viser figur 19.



Anm.: Tallet for 2014 er baseret for de nyeste informationer vedrørende PAL-skat og Finansministeriets vurdering af genudlån, beholdningsbevægelser og periodisering mv. i 2014 fra BO3. Der er kun foretaget korrektioner for særlige forhold tilbage til 2007.  
 Kilde: AE pba. Danmarks Statistik, Nationalbanken og diverse budgetoversigter

Bortset fra 2009, der var et finanskriseår med bankpakker og andre særlige tiltag, har indikatoren historisk ramt inden for +/- 10 mia. kr., og de senere år har den kun ramt 1 til 3 mia. kr. forkert. En forskel på 18 mia. kr. i 2014 virker derfor meget stor, og hvis ikke vi får nye informationer om overraskende genudlån, betalingsforskydninger eller lignende, peger indikatoren på, at saldoen senere kan blive korrigeret op.

Et andet forhold, der peger i retning af opjustering, er den mere underliggende udvikling på den offentlige saldo. Der forefindes endnu ingen detaljerede oplysninger om, hvad det offentlige overskud præcis dækker over i 2014. Danmarks Statistik oplyser dog, at indtægterne fra pensionsafkastskatten (PAL) foreløbig er opgjort til 54½ mia. kr.<sup>9</sup>, mens den fremrykkede beskatning af kapitalpensioner sidste år

<sup>9</sup> 2½ mia. kr. mindre sammenlignet med ØR december

ifølge de seneste oplysninger<sup>10</sup> netto gav 59,3 mia. kr. i kassen<sup>11</sup>. Sammenlignet med 2013 er der altså ekstra indtægter alene fra disse to poster på i alt 65 mia. kr. Det pæne offentlige overskud sidste år forklares altså alene af store indtægter fra PAL og fremrykket beskatning af kapitalpensioner.

Modsat skønnes det, at Nordsø-indtægterne sidste år trak ned i den offentlige saldo med ca. 4 mia. kr., hvorfor der samlet er tegn på en mere underliggende forværring af saldoen på 17 mia. kr. Dette bidrag dækker også ændrede konjunkturer. Det viser tabel 3.

**Tabel 3. Udviklingen i den offentlige saldo og bidrag fra særlige poster**

	2012	2013	2014	2015*	2016*
<b>Saldo, mia.kr.</b>	<b>-68</b>	<b>-20</b>	<b>24</b>	<b>-35</b>	<b>-50</b>
	Ændring i forhold til året før mia.kr.				
I alt, heraf	-30	48	44	-59	-15
- Efterlønsudbetaling	-29	29	0	0	0
- Fremrykket kapitalpensionsbeskatning	0	28	31	-39	-20
- Pensionsafkastbeskatning	6	-24	35	-25	-10
- Nordsøindtægter	-1	-7	-4	-7	0
- Andet herunder konjunktur	-6	22	-17	11	15

\* prognose

Anm.: Skønnet for Nordsøindtægterne er foretaget med udgangspunkt i prognosen fra Økonomisk Redegørelse, december 2014.

Kilde: AE pba. Danmarks Statistik og Økonomisk Redegørelse, december 2014

I lyset af, at næsten 20.000 flere kom i beskæftigelse i 2014, og at den hjemlige efterspørgsel voksede pænt (1,4 pct.) for første gang i flere år, er det meget overraskende, at der i tallene ikke kan spores nogen underliggende forbedring.

Vores modelbaserede tommelfingerregler siger ellers, at 20.000 ekstra i beskæftigelse normalt vil give et bidrag til de offentlige kasser på mellem 6 og 14 mia. kr. Det følger af, at en øget efterspørgsel, der sikrer, at flere kommer i job og færre på overførselsindkomst, giver flere penge i kassen og samtidig færre udgifter.

Om andre særlige forhold så har trukket endnu mere markant ned i 2014, eller konjunktoreffekterne først kan aflæses med forsinkelse, står ikke klart. Som det fremgår af tabel 3, lå der dog en forbedring af saldoen rensset for de særlige poster på hele 22 mia. kr. i 2013. Da hverken beskæftigelse eller hjemlig efterspørgsel steg i 2013, står denne forbedring noget uforklaret hen. Det kan derfor være, at de nye tal og udviklingen for 2014 skal ses i det lys.

Samlet peger den nye, men foreløbige opgørelse på, at AE og andre har overvurderet saldoen i 2014. Den underliggende forbedring, som vi ventede, er ikke umiddelbart til at få øje på. Den kan dog anes, hvis der sammenlignes med 2012, hvor den underliggende men uforklarede forbedring i 2013 så tæller med.

<sup>10</sup> <http://www.ft.dk/samling/20141/almindel/fiu/spm/219/svar/1227853/1498122/index.htm>

<sup>11</sup> Hvilket er 1¼ mia.kr. mere end ventet i ØR december.



Selvom vi mener, at der i lyset af AE's indikator og de bedre konjunkturer sidste år er gode chancer for, at saldoen i 2014 senere bliver opjusteret<sup>12</sup>, har vi i prognosen taget udgangspunkt i de tal, der ligger nu. I lyset af den positive prognose for både vækst, hjemlig efterspørgsel og beskæftigelse forventes en pæn underliggende forbedring af den offentlige saldo i både 2015 og 2016. At saldoen så alligevel forventes at gå i negativ igen, skyldes bortfald af indtægter på de store særlige poster

Der er åbenlyst stor usikkerhed forbundet med at skønne over de store særlige poster. Finansministeriet forventer f.eks. kun at få 15 mia. kr. ekstra i kassen fra "Pensionspakken" i 2015<sup>13</sup>. Men går det, som det er gået de sidste to år, kan der let komme dobbelt så mange penge ind<sup>14</sup>. Vi går forsigtig til værks og forventer 20 mia. kr. I forhold til proventet fra denne post fra 2014 betyder det dog et tab for statskassen på næsten 40 mia. kr. I 2016 forventes der ikke at komme penge ind på denne post, hvorfor der tabes yderligere 20 mia. kr. sammenlignet med 2015. Det fremgår ligeledes af tabel 3.

Der skønnes et indtægtstab fra pensionsafkastskatten (PAL) på knap 25 mia. kr. i år: Fra knap 55 mia. kr. i 2014 til 30 mia. kr. i 2015. I 2016 skønnes et proventu på 20 mia. kr. og altså et yderligere tab for statskassen på 10 mia. kr. i forhold til året før.

Finansministeriet skønnede i Økonomisk Redegørelse december 2014 et proventu i både 2015 og 2016 på godt 20 mia. kr. – lidt under det skønnede strukturelle proventu. At vi ligger 9 mia. kr. højere i 2015 skal primært ses i lyset af, at renterne er fortsat med at falde, og aktiekurserne er fortsat med at stige ind i 2015 og forventes at holde sig på det lave niveau året ud. Til næste år forventes renterne til gengæld at stige en smule, hvilket taler for, at PAL-skatten skal falde yderligere<sup>15</sup>.

I lyset af den lavere oliepris (i danske kroner) og den forventede produktion ventes Nordsø-indtægterne at trække ned i saldoen med 7 mia. kr. i 2015, mens der næste år ventes uændrede indtægter.

Samlet forventes i 2015 et offentligt underskud på 35 mia. kr., mens der næste år ventes et underskud på 50 mia. kr. Målt i forhold til BNP svarer det til minus 1,8 og minus 2,4 pct. – hvilket er i god afstand til den kritiske 3-pct.grænse. Kun hvis PAL-skatten går helt i nul til næste år, ser vi en risiko for at komme i konflikt med 3 pct. grænsen.

## Udenrigshandel

Ifølge det foreløbige nationalregnskab steg eksporten af varer og tjenester sidste år i faste priser med knap 3 pct., mens den samlede import i faste priser steg med 4 pct. Når eksporten stiger mindre end importen, er det et tegn på, at udenrigshandlen sidste år bidrog negativt til BNP-væksten (med ca. 0,3 pct.). Opgjort i værdi (løbende priser) var der en mindre stigning for både import og eksport end målt i faste priser. Det indikerer, at både import- og eksportpriserne sidste år faldt og trak ned i værdien for udenrigshandlen.

<sup>12</sup> Vi får først mere sikre oplysninger til november 2015.

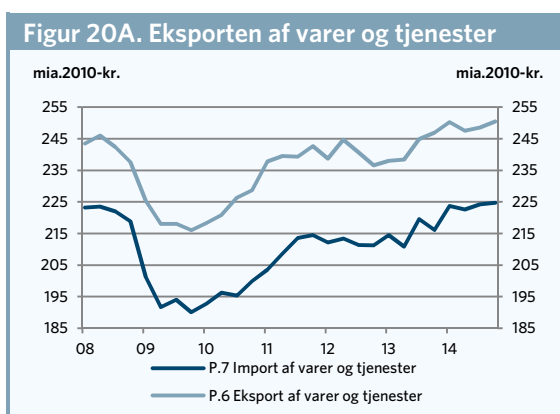
<sup>13</sup> Den dækker muligheden for at få rabat ved hævnning af opsparing i Lønmodtagernes Dyrtidsfond samt forlængelse af ordningen med rabat ved udbetaling af kapitalpension eller omlægning af kapitalpension til alderspension.

<sup>14</sup> Man regnede således med, at der kom 40 mia.kr. i kassen fra denne front i 2013 og 2015. De nyeste oplysninger tyder på, at der er kommet 90 mia.kr. i kassen i 2013 og 2014, se <http://www.ft.dk/samling/20141/almdel/fiu/spm/219/svar/1227853/1498122/index.htm>

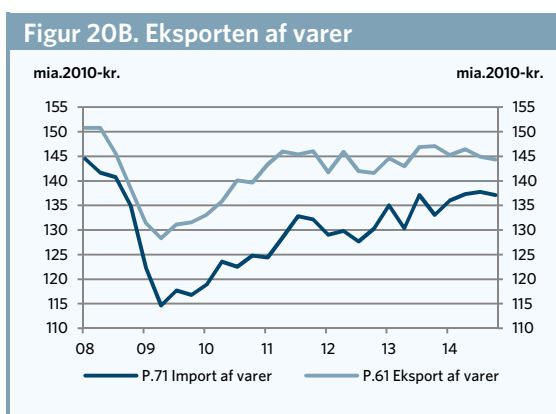
<sup>15</sup> Lavere (højere) renter fører til kursgevinster (kurstab) på obligationerne. Fald i de lange renter er i øvrigt også ofte et forvarsel om kommende stigninger i aktiekurserne. Det kan altså være et varsel om, at der også er udsigt til kursgevinster i 2015 og 2016, selvom renten stabiliseres. Omvendt, når renten begynder at stige, vil der være udsigt til betydeligt lavere PAL-skatteproventu, end vi har set de seneste år.

Som det fremgår af figur 20A, var der gennem 2014 kun en svagt stigende tendens i eksporten, mens der gennem året var en lidt større fremgang i importen. Eksporten lå ved udgangen af 4. kvartal 2014 over før-kriseniveau, mens importen kun lige har ramt før-kriseniveau.

Et kig på handlen med *varer* i faste priser viser ifølge nationalregnskabet en svagt faldende tendens for eksporten gennem 2014, mens importen viser en svagt positiv tendens omend med en afbøjning mod slutningen af året. Importudviklingen skal bl.a. ses i lyset af en stigende import af skibe og fly sidste år - import der direkte modsvarer øgede erhvervsinvesteringer. Med udviklingen i figur 20A og 20B står det altså klart, at det især var tjenesterne (herunder søfart), der trak både eksporten og importen i faste priser sidste år.



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik

Vi har ikke detaljerede tal for handlen med varer opgjort i faste priser fra nationalregnskabet ej heller endnu bud fra ADAM's databank. Et kig på underopdelingen af vareeksporten i løbende priser efterlader dog det klare indtryk, at det var eksporten af landbrugsvarer mv. og energi, der holdt vareeksporten nede i 2014, mens der var fremgang for eksporten af industrivarer. Det viser figur 21A.

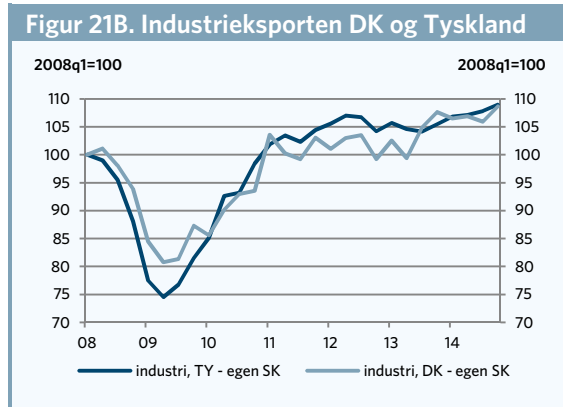
Eksporten af industrivarer (løbende priser) viste således en svag stigning gennem 2014 og en samlet fremgang sidste år på knap 3½ pct. Både udenrigshandlens enhedsværdiindeks for industrivarer og producentpriserne fra industrien til eksport tyder ikke på, at der var nogen nævneværdig fremgang i eksportpriserne på industrivarer sidste år. Det er et tegn på, at fremgangen i industrieksporten sidste år var trukket af, at der reelt blev eksporteret mere ("mængderne").

I det hele taget har vores industrieksport klaret sig relativt flot de senere år. Som det fremgår af figur 21B, har vores eksport af industrivarer til hele verden set gennem krisen således klaret sig helt på linje med Tysklands. Det er endnu et klart tegn på, at dansk industris konkurrenceevne er stærk.

Eksporten af landbrugsvarer, drikkevarer, tobak og råstoffer mv. viste derimod en klart faldende tendens og et samlet fald på 8½ pct. Det viser figur 21A. Udover faldende råstofudvinding i Nordsøen og faldende råstofpriser (f.eks. olie og minkskind) afspejler udviklingen givet også den geopolitiske uro, der har vanskeliggjort eksporten af landbrugsvarer.



Kilde: AE pba. Danmarks Statistik



Anm.: Egen sæsonkorrektur på j-demetra+. Tallene er inklusive skibe, fly og boreplatforme, der ikke kan udskilles i de tyske tal. Tallene er opgjort på kvartaler.

Kilde: AE pba. Danmarks Statistik og Statistisches Bundesamt.

Som det fremgår af 21A, er fremgangen i industrieksporten fortsat ind i 2015, hvor niveauet i januar lå godt 9 pct. højere end i januar sidste år. Selvom industrieksporten svinger markant fra måned til måned, er det en start, der lover godt for 2015, når man samtidig tænker på de positive stimulanser, der ligger fra dollaren og den lave rente. Hvad angår effekten fra olieprisen, er den mere uklar for industrieksporten.

På den lidt længere bane er de lave energipriser formentlig ikke nogen konkurrencefordel for dansk industri. Det skyldes dels, at dansk industri er blandt de mest energieffektive i verden, men også at vi har en stor produktion inden for energibesparende teknologier og produktion af alternativ energi. Holder energipriserne sig på det aktuelt lave niveau, bliver det umiddelbart mindre attraktivt at investere i disse teknologier.

Det er forventningen, at eksporten af varer og tjenester i år vil vokse med godt 3½ pct., mens der næste år ventes en fremgang på godt 5 pct. Der er dermed tale om en gradvis om end mindre acceleration af eksportvæksten fra sidst års stigning på knap 3 pct. Udviklingen skal ses i lyset af en gradvis højere vækst i de lande, vi eksporterer mest til, jf. boks 3, til understøttet af en stærk konkurrenceevne samt effekterne, der følger af den svækkede euro/dkr. Det er samtidig ikke forventningen, at eksporten af energi, landbrugsvarer mv. bliver ved med at trække ned i eksporten, hvorfor der i år også ventes en fremgang i den samlede vareeksport med yderligere acceleration næste år. Den positive udvikling for tjenesteeksporten ventes at fortsætte, om end væksten i år og næste år ikke forventes at blive lige så kraftig som i 2014, hvor væksten samtidig var præget af et pænt overhæng fra 2013.

Fortsætter Nordsø-produktionen mod forventning med at falde, eller optrappes de handelspolitiske problemer i forbindelse med den geopolitiske situation kan udviklingen dog blive en anden. Modsat er der også mulighed for, at fremgangen generelt bliver større, hvis de nuværende vækstprognoser fra udlandet viser sig at være undervurderede, jf. prognosens scenarier.

Importen ventes i 2015 at vokse med 3½ pct. og dermed på linje med eksporten. Næste år gearer importvæksten også op og forventes at udvise en vækstrate på godt 4½ pct. Udviklingen i importen i prognoseperioden afspejler bl.a. handlen med energivarer, lagerudviklingen, samt at investeringerne i skibe og fly ikke forventes at fortsætte den samme tendens i prognoseperioden. Desuden forventes den svækkede euro at lægge en bremse på importen, når vi kigger fremad.

Samlet ventes udenrigshandlen at give et lille positivt bidrag til væksten i år, mens der næste år ventes et lidt mere mærkbart vækstbidrag. I det lys med forventningen om nogenlunde uændrede nettoindtægter fra løn- og formueindkomst mv. samt en fremgang i bytteforholdet forventes betalingsbalancens løbende poster at udvise et overskud på knap 130 mia. kr. i 2015 og 145 mia. kr. næste år. Der er altså fortsat udsigt til enorme overskud – et forhold, der viser, at det fortsat generelt ikke er penge, der mangler i dansk økonomi.

## 7 Bilag. Sammenligning af prognoser

**Bilagstabel 1. Sammenligning af AE's prognose fra september 14 og marts 15**

	mar-15			sep-14		forskel		
	2014	2015	2016	2014	2015	2014	2015	2016
	----- real vækst, pct. -----					----- pct.enheder -----		
BNP	1,0	2,0	2,5	1,0	2,0	0,0	0,0	-
Indenlandsk efterspørgsel	1,4	1,9	2,0	1,6	1,8	-0,2	0,1	-
- Privat forbrug	0,3	1,9	2,1	1,0	2,0	-0,7	-0,1	-
- Offentligt forbrug	1,4	1,4	0,1	1,3	0,8	0,1	0,6	-
- Offentlige investeringer	4,5	0,3	-2,1	1,8	-4,6	2,7	4,9	-
- Boliginvesteringer	4,4	0,0	6,0	3,5	2,0	0,9	-2,0	-
- Erhvervsinvesteringer	2,0	5,3	6,3	2,1	5,5	-0,1	-0,2	-
- Lagre <sup>1)</sup>	0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	-0,1	-
Eksport	2,9	3,6	5,1	2,8	4,0	0,1	-0,4	-
Import	4,0	3,5	4,6	4,2	4,0	-0,2	-0,5	-
	----- ændring 1.000 personer -----					----- 1.000 personer -----		
Beskæftigelse	20	18	22	23	12	-3	6	-

Anm: Prognosen fra september 2014 var baseret på gammelt nationalregnskab, mens martsprognosen er baseret på det nye hovedreviderede nationalregnskab. Der er sket flere definitoriske ændringer, der gør, at prognoserne ikke er helt sammenlignelige. Fx opgøres beskæftigelsen nu inklusive personer på orlov. 2016 er med som prognoseår for første gang.

Kilde: AE's prognose marts 2015 og september 2014

Udgivet af  
**AE - Arbejderbevægelsens Erhvervsråd**  
Reventlovsgade 14, 1. sal  
1651 København V.  
Telefon: 33 55 77 10  
E-mail: [ae@ae.dk](mailto:ae@ae.dk)  
[www.ae.dk](http://www.ae.dk)

Redaktionen afsluttet d. 23. marts 2015