KAPITEL I

KONJUNKTURVURDERING OG AKTUEL ØKONOMISK POLITIK

I.1 Indledning

Fremgangen i dansk økonomi er fortsat i begyndelsen af 2015

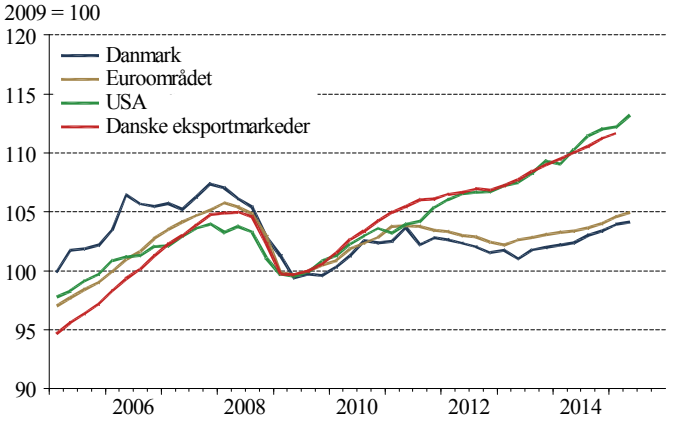
Dansk økonomi fortsatte i første halvår den fremgang i både BNP og beskæftigelse, som har karakteriseret økonomien de seneste år. Fremgangen er sket i et moderat tempo, men har været tilstrækkelig til at løfte beskæftigelsen med ca. 50.000 personer siden midten af 2013. De positive tendenser i dansk økonomi er parallelle med udviklingen i euroområdet, der ligeledes oplever moderat fremgang. I årene siden 2010 er der imidlertid sket en afkobling mellem udviklingen i dansk økonomi og væksten på Danmarks eksportmarkeder, jf. figur I.1. Det må konstateres, at finanskrisen og den efterfølgende statsgældskrise har haft større og længerevarende konsekvenser for dansk økonomi end for vores største og vigtigste samhandelspartnere såsom Tyskland, Sverige, Storbritannien og USA.

Risiko for vækstopbremsning i international økonomi

De internationale vækstudsigter er overordnet set positive, men er blevet lidt svagere siden foråret. Risikoen for en global opbremsning er steget – ikke mindst som følge af stigende usikkerhed om, hvorvidt kinesisk økonomi står overfor en mere markant vækstnedgang. Meget afdæmpet kinesisk vækst kan få væsentlig indflydelse på verdensøkonomien, da Kina i høj grad bidrager til den globale vækst. Usikkerheden om situationen i Kina og en række andre vækstøkonomier samt den forestående stramning af pengepolitikken i USA har bidraget til store udsving på de finansielle markeder. Den internationale økonomi understøttes imidlertid af den lave oliepris og ophøret af de senere års vækstdæmpende finanspolitik. Disse faktorer ventes gradvist at slå igennem og øge væksten i international økonomi allerede næste år.

Kapitlet er færdigredigeret den 21. september 2015.

Figur I.1 BNP



Anm.: Danmarks eksportmarkeder er et indeks over den sammenvejede BNP-vækst i 35 aftagerlande. Seneste observation for Danmark, euroområdet og USA er 2. kvartal 2015, og seneste observation for danske eksportmarkeder er 1. kvartal 2015.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Macrobond.

Udsigt til stigende vækst

De svækkede internationale vækstudsigter siden foråret bidrager til en mindre svækkelse af vækstudsigterne for dansk økonomi på kort sigt. I år skønnes eksporten således kun at bidrage moderat til væksten i Danmark, mens den næste år ventes at bidrage mere som følge af den hastigere internationale fremgang. Der er et solidt potentiale for en længerevarende fremgang i den indenlandske efterspørgsel, men i år ventes fremgangen holdt nede af en relativ svag udvikling i eksporten og investeringerne. I 2016 og 2017 ventes både investeringerne og det private forbrug at løfte væksten i den indenlandske efterspørgsel i takt med, at husholdninger og virksomheder normaliserer forbrugs- og investeringsadfærden. Fremgangen ventes understøttet af et lavt renteniveau, men dæmpet af en mindre stramning af finanspolitikken.

Forventning om vækst på godt 1½ pct. i år og godt 2 pct. næste år

På denne baggrund skønnes BNP at vokse godt 1½ pct. i år, godt 2 pct. i 2016 og ca. 2¼ pct. i 2017. Det er moderate vækstrater, men over den strukturelle vækst. Prognosen indebærer derfor, at det negative output gap reduceres jævnt fra knap 4½ pct. i 2014 til ca. 2 pct. i 2017, jf. tabel I.1.

Tabel I.1 Hovedtal i prognosen

	2014	2015	2016	2017	2025[a)]
BNP (realvækst i pct.)	1,1	1,6	2,1	2,3	2,1
BVT i priv. byerhverv (realvækst i pct.)	2,1	2,2	2,7	2,7	2,5
Output gap (pct. af strukturelt BNP)	-4,4	-3,8	-2,9	-2,1	0,0
Beskæftigelsesændring (1.000 pers.)	25	26	33	35	23
Inflation (pct.)	0,7	1,0	1,6	1,8	1,8
Timeløn (pct.)	1,3	1,9	2,4	2,7	3,1
Offentlig saldo (pct. af BNP)	1,8	-3,2	-3,2	-2,0	0,8
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	0,6	0,3	0,2	0,3	0,8
BNP i aftagerlande (realvækst i pct.)	2,1	2,0	2,4	2,7	2,3

a) Den sidste søjle viser den gennemsnitlige årlige vækst fra 2017 til 2025. For output gap og offentlig saldo vises dog niveauet i 2025, og for beskæftigelsen vises den gennemsnitlige årlige ændring fra 2017 til 2025. Den strukturelle offentlige saldo er beregnet efter budgetlovens metode.

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

Offentligt underskud lidt over 3 pct. af BNP

I prognosen udgør underskuddet på den offentlige saldo ca. 3,2 pct. af BNP i både 2015 og 2016. Dermed forventes underskuddet at ligge lidt over EU's underskudsgrænse på 3 pct. af BNP i to år i træk. I 2017 ventes underskuddet at komme under 3 pct.-grænsen, og de offentlige finanser vurderes at være sunde på mellemlang og lang sigt. På den baggrund vurderes underskuddene på kort sigt ikke at være et alvorligt problem for de offentlige finanser, og det vurderes at være mest sandsynligt, at Danmark ikke kommer i EU's procedure for uforholdsmæssigt store underskud, jf. kapitel II.

Lidt svagere vækstudsigter end i foråret

Vurderingen af vækstudsigterne for dansk økonomi er nedjusteret lidt i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2015*. Skønnet for væksten i BNP er således reduceret med omtrent ¼ pct.point i både 2015 og 2016. Nedjusteringen i 2015 skyldes, at fremgangen i første halvår har været lidt svagere end ventet i foråret, særligt fordi erhvervsinvesteringerne har udviklet sig svagt.

Fremskrivning til 2025

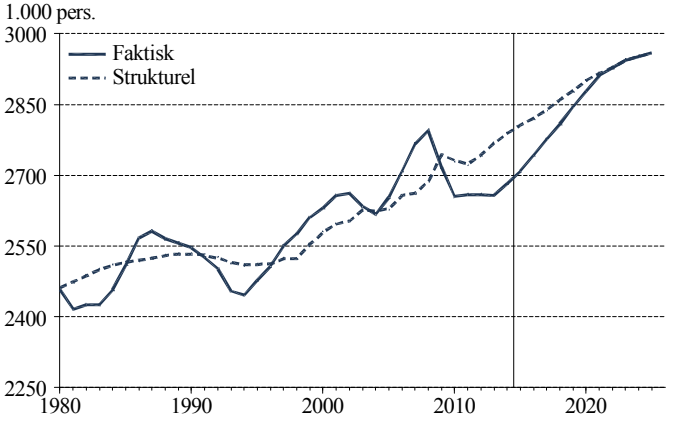
Dansk Økonomi, forår 2015 indeholdt en fremskrivning af dansk økonomi til 2020. I dette kapitel præsenteres en frem-

skrivning af dansk økonomi til 2025. I fremskrivningen stiger BNP mod det strukturelle niveau, der nås kort efter 2020, primært som følge af stigende privat forbrug og investeringer. Forholdet mellem kapital og arbejdskraft holdes nede af en kraftig beskæftigelsesstigning i årene efter 2015, men bringes op på det trendmæssige niveau i 2025.

Beskæftigelsen skønnes at stige ca. 250.000 personer fra 2015 til 2025

I fremskrivningen øges beskæftigelsen med ca. 250.000 personer fra 2015 til 2025, jf. figur I.2. Fremgangen ventes hovedsageligt at ske gennem en stigning i arbejdsstyrken. I 2015 vurderes arbejdsstyrken at være 70.000 personer under det strukturelle niveau, og den strukturelle arbejdsstyrke vurderes at vokse med godt 150.000 personer frem mod 2025. Forventningen om denne stigning skyldes i høj grad de senere års økonomiske reformer. Det er særligt velfærdsaftalen fra 2006 og fremrykningen heraf i form af tilbagetrækningsaftalen fra 2011, der yder de største bidrag til stigningen i den strukturelle arbejdsstyrke. Den resterende del af beskæftigelsesstigningen fra 2015 til 2025 skyldes et fald i ledigheden på ca. 30.000, der primært er konjunkturelt betinget.

Figur I.2 Beskæftigelse



Anm.: Lodret streg markerer overgang til prognose.
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, DREAM's socioøkonomiske fremskrivning fra maj 2015 og egne beregninger.

Kapitlets indhold

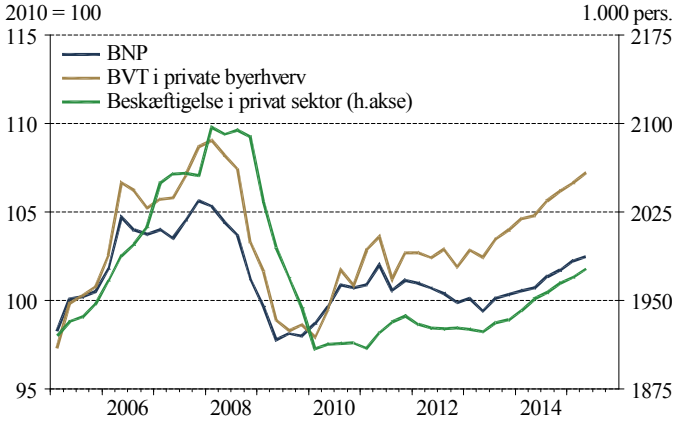
I kapitlet præsenteres prognosen for dansk økonomi med fokus på årene frem til 2017 i afsnit I.2, mens afsnit I.3 præsenterer en mellemfristet fremskrivning af dansk økonomi til 2025. Afsnit I.4 og I.5 omhandler henholdsvis finansielle forhold i Danmark og tendenser i og udsigter for international økonomi. Kapitlet afsluttes med en behandling af aktuelle politisk-økonomiske emner i afsnit I.6.

I.2 Dansk økonomi

Opsving i dansk økonomi

Den fremgang i BNP, der har stået på siden midten af 2013, fortsatte i første halvår 2015, jf. figur I.3. BNP lå i første halvår 2015 ca. 1,7 pct. over niveauet i første halvår 2014, og den seneste produktionsudvikling bekræfter dermed, at dansk økonomi er inde i et opsving. Fremgangen sker i et moderat tempo, og produktionen vurderes i 2015 fortsat at ligge væsentligt under det strukturelle niveau.

Figur I.3 Produktion og beskæftigelse



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2015.
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Beskæftigelses-fremgang siden midten af 2013

Den positive udvikling ses tydeligt i beskæftigelsen, der er steget ca. 50.000 personer (inkl. orlov) siden midten af 2013. Beskæftigelsesfremgangen er sket i den private sektor og skal ses i lyset af, at de senere års produktionsfremgang i høj grad er sket i de private byerhverv, som beskæftiger ca. to tredjedele af alle beskæftigede i Danmark.

Forventning om fortsat fremgang i andet halvår

I andet halvår 2015 ventes produktionen at fortsætte den stigende tendens, og samlet ventes BNP at stige godt 1½ pct. i år. Produktionsfremgangen ventes primært trukket af et højere privat forbrug, mens det offentlige forbrug og eksporten i mindre grad bidrager til fremgangen. Fremgangen vil reducere output gap med godt ½ pct.point fra 2014 til 2015 og bidrage til en beskæftigelsesfremgang på godt 25.000 personer i 2015.

Opsving ventes at tage til i styrke

De kommende år ventes opsvinget gradvist at tage til i styrke. Det bygger på en forventning om fortsat fremgang på de danske eksportmarkeder og en gradvis normalisering af forbrugs- og investeringsadfærden i Danmark. I 2016 forventes BNP at stige godt 2 pct., mens væksten i 2017 ventes at blive ca. 2¼ pct. Væksten de kommende år ventes at ligge over den strukturelle vækst, så det negative output gap forventes reduceret fra knap 4½ pct. i 2014 til godt 2 pct. i 2017. Output gap forventes lukket omkring 2022, jf. afsnit I.3. Henover årene 2015-17 forventes beskæftigelsen at vokse med knap 100.000 personer, næsten udelukkende som følge af en stigning i den private beskæftigelse.

Forventning om højere vækst betinget af vækst i udlandet

Der er dog flere forhold, der kan afspore opsvinget. En forstærket fremgang de kommende år hænger i væsentlig grad på, at den seneste tids uro og vækstafdæmpning i vækstøkonomierne, særligt Kina, ikke får væsentlig indflydelse på de danske eksportmarkeder. Herudover forudsætter prognosen, at konflikten mellem Rusland og Vesten om situationen i Ukraine ikke intensiveres, og at der ikke opstår fornyet uro i euroområdet omkring den græske situation, der får realøkonomisk indflydelse.

Lidt svagere konjunkturudsigter end i *Dansk Økonomi, forår 2015*

Prognosens centrale forudsætninger fremgår af boks I.1, hovedtallene fremgår af tabel I.2, og de væsentligste ændringer i forudsætningerne i forhold til seneste prognose er beskrevet i boks I.2. Samlet set er konjunkturudsigterne for de førstkommende år en smule svagere end vurderet i *Dansk Økonomi, forår 2015*. Årsvæksten i BNP er således nedjusteret godt ¼ pct.point i både 2015 og 2016. Nedjusteringen i 2015 har baggrund i et relativt sløjt andet kvartal og skyldes primært et mindre bidrag fra den indenlandske efterspørgsel som følge af en markant nedjustering af investeringsvæksten, men også eksporten ventes at vokse betydeligt mindre end vurderet i foråret. Til gengæld er importvæksten også nedjusteret markant.

Tabel I.2 Hovedtal i konjunkturvurderingen

	2014	**2015**	**2016**	**2017**	**2025[a)]**
	Mia. kr.	------	Realvækst, pct.		------
Privat forbrug	933	1,9	2,5	2,7	2,6
Offentligt forbrug	511	1,2	0,9	0,5	1,1
Offentlige investeringer	74	-0,7	-0,7	-1,6	1,5
Boliginvesteringer	76	-1,6	3,7	4,8	3,6
Erhvervsinvesteringer	209	2,2	7,5	10,1	4,5
heraf private byerhverv	171	0,6	8,7	11,4	4,8
Lagerinvesteringer	15	-0,4	0,3	0,1	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.819	1,0	2,9	3,0	2,5
Eksport i alt	1.031	0,1	3,3	4,6	4,7
Vareeksport	624	2,7	3,2	4,2	4,7
heraf industrivarer	576	2,9	3,8	4,9	5,0
Tjenesteeksport	407	-4,0	3,4	5,1	4,8
Efterspørgsel i alt	2.850	0,7	3,1	3,6	3,3
Import i alt	928	-1,3	5,1	6,1	5,4
Vareimport	583	1,0	6,0	6,3	5,4
heraf industrivarer	497	0,6	6,5	6,9	5,7
Tjenesteimport	345	-5,3	3,6	5,9	5,4
Bruttonationalprodukt	1.922	1,6	2,1	2,3	2,1
BVT i private byerhverv	1.055	2,2	2,7	2,7	2,5
		----------	Pct.	----------	
Forbrugerpriser		1,0	1,6	1,8	1,8
Timelønsomkostninger		1,9	2,4	2,7	3,1
Kontantpris på enfamiliehuse		5,4	2,9	2,5	2,9

Tabel I.2 Hovedtal i konjunkturvurderingen, fortsat

	2014	2015	2016	2017	2025[a)]
BNP i aftagerlande	2,1	2,0	2,4	2,7	2,3
Udlandets timelønomkostninger	2,3	2,4	2,7	3,0	3,6
Timeproduktivitet i private byerhverv	0,9	0,6	0,6	0,7	1,4
Real disponibel indkomst	3,0	0,1	2,7	1,4	1,8
10-årig statsobligationsrente	1,2	0,7	1,4	2,1	4,8
	------ Ændring i 1.000 pers. ------				
Strukturel arbejdsstyrke	13	15	15	18	15
Arbejdsstyrke	14	24	31	31	20
Privat beskæftigelse	26	26	33	33	16
Offentlig beskæftigelse	0	0	1	2	7
	---------- 1.000 pers. ---------				
Nettoledighed	107	104	101	97	74
Bruttoledighed	135	126	123	120	94
	---------- Pct. ----------				
Output gap	-4,4	-3,8	-2,9	-2,1	0,0
Timebeskæftigelsesgap	-4,9	-4,3	-3,6	-2,8	0,0
	---------- Pct. af BNP --------				
Betalingsbalance	6,3	6,3	5,9	5,4	3,5
Offentlig saldo	1,8	-3,2	-3,2	-2,0	0,8
ØMU-gæld	45,2	47,1	48,7	48,7	34,0

a) 2025-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækst fra 2017-25 til og med rækken "Offentlig beskæftigelse". Resten af 2025-søjlen samt "10-årig obligationsrente" er de respektive værdier i 2025.

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

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

Boks I.1 Centrale forudsætninger

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

Udland og finansielle forhold

Der forventes fremgang på de danske eksportmarkeder på ca. 2 pct. i 2015 stigende til knap 2½ pct. i 2016 og ca. 2¾ pct. i 2017, jf. afsnit I.5.

Det lægges til grund for prognosen, at normaliseringen af de pengepolitiske renter i USA påbegyndes fra slutningen af i år, og at ECB først påbegynder normaliseringen af pengepolitikken i efteråret 2016. Pengepolitikken i euroområdet påvirker de danske statsobligationsrenter, som forventes at nå et årsgennemsnit på ca. ¾ pct. i 2015, stigende til knap 1½ pct. i 2016 og 4¾ pct. i 2020, jf. afsnit I.4.

Valutakurser forudsættes konstante fra niveauet i august 2015. Olieprisen forventes at falde fra et årsniveau på 99 dollar pr. tønde i 2014 til et årsniveau på 56 dollar pr. tønde i 2015. I de følgende år forudsættes olieprisen at stige jævnt og nå niveauet i Verdensbankens seneste prognose fra juli i 2020. Det indebærer en oliepris på 75 dollar pr. tønde i 2020 og 91 dollar pr. tønde i 2025.

Finanspolitiske forudsætninger

Prognosen lægger den vedtagne finanspolitik til grund. På grund af folketingsvalgets afholdelsestidspunkt har regeringen endnu ikke udfærdiget et finanslovforslag, der afspejler regeringens prioriteringer. Det indebærer, at regeringens målsætninger ikke er indarbejdet i nærværende prognose. De politiske aftaler, der er indgået over sommeren, i form af den nye integrationsydelse samt forlængelsen af BoligJobordning til 2015, er derimod indarbejdet i prognosen, da de afspejler vedtagen politik. Det indebærer blandt andet, at væksten i det offentlige forbrug i nærværende prognose adskiller sig fra regeringens seneste skøn i Økonomisk Redegørelse, august 2015, jf. kapitel II.

Den forudsatte udvikling medfører en svagt kontraktiv finanspolitik i 2015-17 med et negativt vækstbidrag på ca. ¼ pct.point årligt i 2015 og 2016 og knap ½ pct.point i 2017. I årene 2018 til 2025 ventes finanspolitikken at være omtrent neutral for væksten.

Boks I.2 Væsentlige ændringer siden seneste prognose

De væsentligste ændringer i prognosen i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2015*, er nævnt nedenfor og er nærmere beskrevet i *Bilag til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, efterår 2015*, der ligger på De Økonomiske Råds Sekretariats hjemmeside.

Ændret vurdering af beskæftigelsesgap

Beskæftigelsesgap er udvidet ca. 7.000 personer i 2013 og ca. 5.000 personer i 2014. Dette svarer til ca. ¼ pct. af den strukturelle beskæftigelse. Udvidelsen i 2013 skyldes primært en udvidelse af arbejdsstyrkegap, der delvist bærer med over i 2014.

Udvidelsen af arbejdsstyrkegap med ca. 7.000 personer i 2013 skyldes, at estimationen af den strukturelle arbejdsstyrke er udvidet med et ekstra år, så den nu estimeres over perioden 1996-2013.

Ledighedsgap er stort set uændret i forhold til forårets prognose. Estimationen af den strukturelle ledighed er også udvidet med et ekstra år – dog uden den store effekt på niveauet for den strukturelle ledighed i 2013.

Ændret vurdering af output gap

Output gap er omtrent uændret i 2013 og 2014 i forhold til forårets prognose. Dette skyldes, at udvidelsen af det negative beskæftigelsesgap modsvares af en udvidelse af det positive produktivitetsgap.

Oliepris

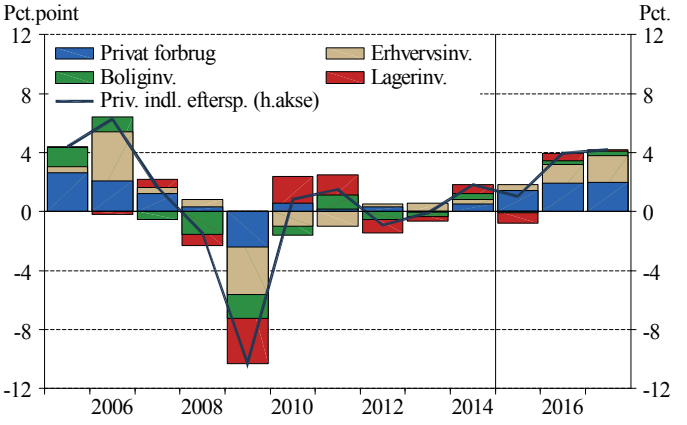
Normalt lægges seneste prognose fra det Internationale Energiagentur (IEA) til grund for fremskrivningen. Forholdene på oliemarkedet er dog ændret betydeligt siden IEA's seneste langsigtede prognose fra november 2014. De ændrede forhold omfatter øget skifergasproduktion i Nordamerika, den iranske atomaftale og et stort udbud fra OPEC-landene. Alle disse forhold trækker i retning af en lavere oliepris – også på længere sigt, jf. afsnit I.5. Olieprisprognosen tager derfor denne gang udgangspunkt i Verdensbankens fremskrivning fra juli 2015. Det indebærer en nedjustering af olieprisen i 2020 fra 100 dollar pr. tønde til 75 dollar pr. tønde.

Privat indenlandsk efterspørgsel

Fald i privat indenlandsk efterspørgsel i første halvår …

Den private indenlandske efterspørgsel ventes at stige ca. 1 pct. i 2015, jf. figur I.4. Dette dækker over, at den private indenlandske efterspørgsel i første halvår 2015 udviklede sig svagt og faldt knap ½ pct. i forhold til andet halvår 2014. Den svage udvikling skyldes, at de private investeringer inkl. lagre faldt i første halvår. Det private forbrug steg derimod og trak dermed op i den samlede indenlandske efterspørgsel i første halvdel af 2015.

Figur I.4 Privat indenlandsk efterspørgsel



Anm.: Søjlerne angiver vækstbidrag til privat indenlandsk efterspørgsel.
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

… men forventet fremgang fra andet halvår 2015

Fra andet halvår 2015 ventes fortsat fremgang på arbejds- og boligmarkedet kombineret med lave renter at bidrage til stigning i erhvervsinvesteringer og det private forbrug. Fremgangen i erhvervsinvesteringerne muliggøres af, at der i virksomhederne er et betydeligt opsparingsoverskud, som ventes nedbragt i takt med, at konjunktursituationen bedres. Samlet ventes den private indenlandske efterspørgsel at stige ca. 1 pct. i år, trukket af fremgang i det private forbrug. I 2016-17 forventes der en fremgang på ca. 4 pct. årligt i takt med, at erhvervsinvesteringerne tiltager.

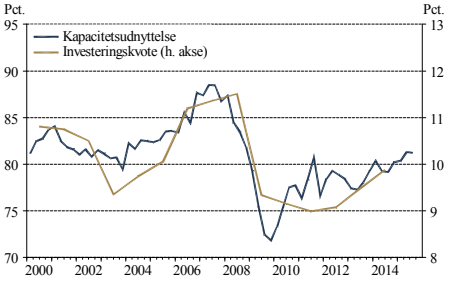
Svag udvikling i erhvervs-investeringerne i første halvår

Erhvervsinvesteringerne er de senere år kun steget svagt. Den svage udvikling fortsatte i første halvår 2015, hvor investeringerne faldt en smule i forhold til andet halvår 2014. De seneste års afdæmpede investeringsudvikling skal ses i sammenhæng med den moderate fremgang i produktionen og usikkerheden om de fremtidige afsætningsmuligheder på såvel hjemme- som eksportmarkedet. Herudover har der de senere år været overskud af kapital relativt til arbejdskraft i virksomhederne som følge af det store beskæftigelsesfald i forbindelse med tilbageslaget i 2008-9, hvilket har bidraget til at dæmpe investeringsbehovet.

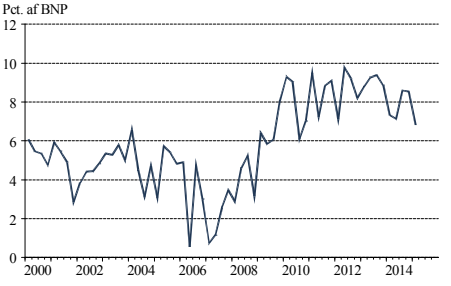
Forventning om fremgang i erhvervs-investeringerne

Kapacitetsudnyttelsen i industrien har ligget på et relativt lavt niveau siden 2009, men har udvist stigende tendens siden 2010 jf. figur I.5. Virksomhedernes investeringer øges normalt i takt med, at den eksisterende kapacitet i højere grad udnyttes, og den tiltagende kapacitetsudnyttelse forventes derfor gradvist at øge investeringerne de kommende år. Investeringsfremgangen muliggøres af, at der de seneste år er opbygget et betydeligt opsparingsoverskud i virksomhederne, jf. figur I.6. Samtidig er kreditvilkårene blevet lempeligere, og renterne er fortsat lave. Erhvervsinvesteringerne ventes på denne baggrund at stige resten af året og nå en årsvækst på ca. 2¼ pct. i 2015.

Figur I.5 Investeringskvote og kapacitetsudnyttelse



Figur I.6 Nettofordrings-erhvervelse, selskaber



Anm.: Investeringskvoten i venstre figur er opgjort som maskin- og bygningsinvesteringerne i de private byerhverv relativt til kapitalapparatet i de private byerhverv. Nettofordringserhvervelsen i selskaberne i højre figur er vist i pct. af nominelt BNP. Seneste observation er 3. kvartal 2015 for kapacitetsudnyttelsen og 1. kvartal 2015 for nettofordringserhvervelsen.

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

Forventet fald i K/L-forhold de kommende år

Beskæftigelsen ventes at stige ca. 250.000 personer i perioden frem mod 2025, og alene fra 2014 til 2017 ventes beskæftigelsen at vokse knap 100.000 personer. På kort sigt vil akkumulationen af kapital ikke kunne følge med beskæftigelsesfremgangen, hvorfor forholdet mellem kapital og arbejdskraft (K/L-forholdet) vil falde frem mod 2017. På længere sigt vil virksomhederne søge at reetablere deres trendmæssige K/L-forhold ved at øge investeringerne og derved kapitalapparatet. Det bidrager til en markant stigning i investeringskvoten i fremskrivningsperioden, jf. afsnit I.3. Erhvervsinvesteringerne ventes på den baggrund at stige ca. 7½ pct. i 2016 og godt 10 pct. i 2017.

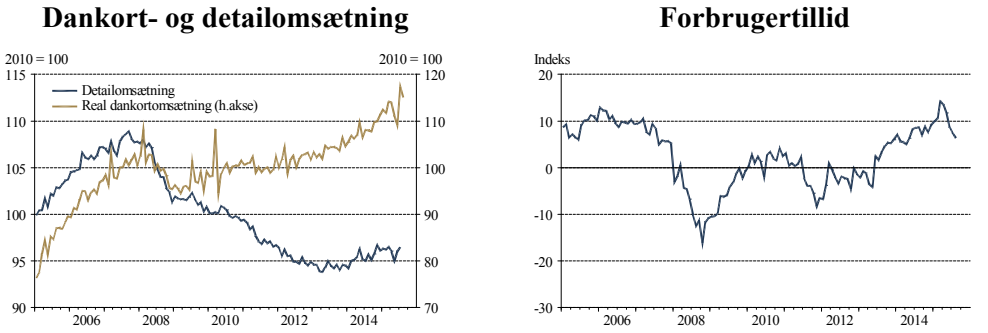
Forbrugs-fremgang siden midten af 2013

Mens de private investeringer fortsat udviklede sig sløjt i første halvdel af 2015, er der efterhånden mere positive takter fra det private forbrug, som har udvist fremgang siden midten af 2013. Den positive udvikling fortsatte i første halvår 2015 med en fremgang på ca. 1 pct. i forhold til andet halvår 2014.

Svagt andet kvartal i overensstemmelse med indikatorer

Fremgangen i første halvår dækker over en betydelig forbrugsfremgang i første kvartal og en afmatning i såvel indikatorerne som det faktiske private forbrug i andet kvartal. Forbrugertilliden er faldet fra et højt niveau, men dankort- og detailomsætningen viser atter tegn på fremgang i starten af tredje kvartal, jf. figur I.7. Afmatningen i forbruget i andet kvartal vurderes på den baggrund at være af midlertidig karakter, og det private forbrug ventes at stige gennem resten af 2015, således at forbruget samlet når en vækst på knap 2 pct. i 2015.

Figur I.7 Forbrugsindikatorer



Anm.: Dankortomsætningen er deflateret med forbrugerprisindekset, detailomsætningen er et mængdeindeks. Seneste observation er juli 2015 for detailomsætningen og august 2015 for dankortomsætningen og forbrugertilliden.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Øget indestående på indlånskonti understøtter forbrugsfremgang

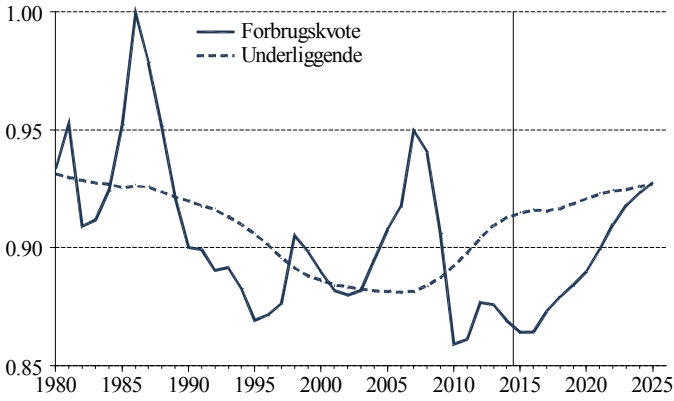
De historisk lave renter i begyndelsen af året bidrog til en betydelig konvertering fra variabelt til fastforrentede lån, jf. afsnit I.4. Konverteringerne giver større sikkerhed omkring de fremtidige boligudgifter i husholdningerne, hvilket kan bidrage til at løfte forbruget relativt til indkomsten. I modsat retning trækker, at konverteringerne øger de månedlige rentebetalinger, hvilket i sig selv mindsker likviditeten. Husholdningerne har dog fra februar til juli øget deres indestående på indlånskonti med godt 40 mia. kr. Dette skal muligvis ses i sammenhæng med, at konverteringerne sammen med boligprisstigninger har givet en række husholdninger mulighed for at trække friværdi ud og dermed øge deres likviditet på kort sigt. Under alle omstændigheder giver de højere indeståender mulighed for at øge det private forbrug i sidste halvdel af året.

Forbrugskvote ventes at stige fra et lavt niveau

De seneste års fremgang i det private forbrug har været mere afdæmpet end væksten i den disponible indkomst. Forbrugskvoten opgjort som forbrugets andel af langsigtet disponibel indkomst har derfor udvist en aftagende tendens og ventes i 2015 at ligge på et lavt niveau, jf. figur I.8. Frem mod 2025 forudsættes forbrugskvoten normaliseret, hvilket indebærer en betydelig stigning i det private forbrug. Forbrugsfremgangen de kommende år understøttes af, at renterne ventes at ligge på et lavt niveau frem til 2017. Herud-

over ventes fremgangen på bolig- og arbejdsmarkedet at bidrage til øget tillid til husholdningernes fremtidige situation og dermed til, at forbrugets andel af indkomsten gradvist hæves. I 2016 og 2017 ventes forbrugsvæksten at tiltage til ca. 2½ pct. henholdsvis knap 2¾ pct.

Figur I.8 Forbrugskvote



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

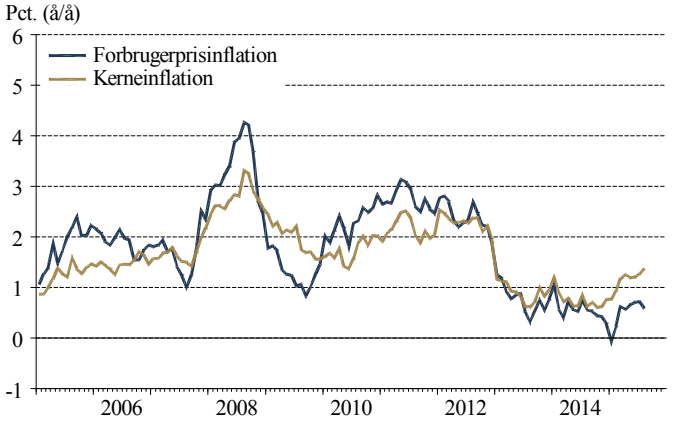
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Faldende oliepris har trukket inflation ned

Forbrugerprisstigningerne er tiltaget gennem årets første måneder, men inflationen var fortsat lav i august på godt ½ pct. på årsbasis, jf. figur I.9. Den lave prisstigningstakt i første halvdel af året skal ses i sammenhæng med, at olieprisen faldt markant gennem andet halvår 2014. Olieprisfaldet bidrog til lavere energipriser og dermed til lave forbrugerprisstigninger. Olieprisen har svinget noget henover sommeren, og ligger aktuelt på et lavt niveau lige under 50 dollar pr. tønde. I resten af året forudsættes olieprisen at stige svagt og nå et årsniveau på 56 dollar pr. tønde. I takt med at det negative bidrag fra det markante olieprisfald aftager, ventes forbrugerprisinflationen at tiltage og nærme sig kerneinflationen, dvs. inflationen ekskl. energi og ikkeforarbejdede fødevarer. Inflationen ventes på den baggrund

at blive ca. 1 pct. i 2015, tiltagende til godt 1½ pct. i 2016 og godt 1¾ pct. i 2017.

Figur I.9 Inflation



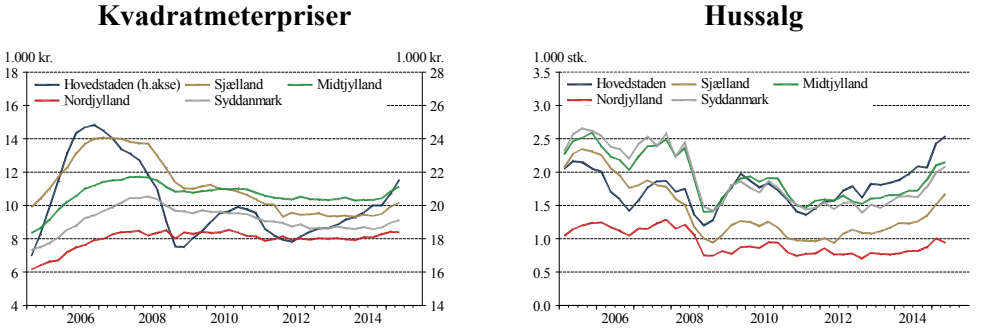
Anm.: Kerneinflationen er inflationen ekskl. energi og ikke-forarbejdede fødevarer. Seneste observation er august 2015.
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Boligmarkedet

Højere boligpriser i hele landet

Boligpriserne er steget på landsplan siden midten af 2013. Vendingen ser nu ud til at være nået ud i store dele af landet, idet såvel priser som handler viser stigende tendens i alle regioner, jf. figur I.10. Prisstigningstakten tiltog på landsplan i begyndelsen af 2015, hvilket formentlig skyldes en kombination af et lavt udbud og rentefaldet i begyndelsen af året. Prisstigningerne aftog en smule i juni, hvilket formentlig afspejler rentestigningen i de lange boligrenter på det tidspunkt. Renteniveauet er fortsat meget lavt, men en behersket stigning i boligrenterne ventes at lægge en dæmper på prisstigningerne resten af året. Trods en forventning om afdæmpet prisvækst resten af året, ventes boligpriserne at stige ca. 5½ pct. i år, drevet af de store prisstigninger i begyndelsen af året.

Figur I.10 Enfamiliehuse, regionalt



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2015.
Kilde: Realkreditrådet.

Høj aktivitet på markedet for ejerlejligheder …

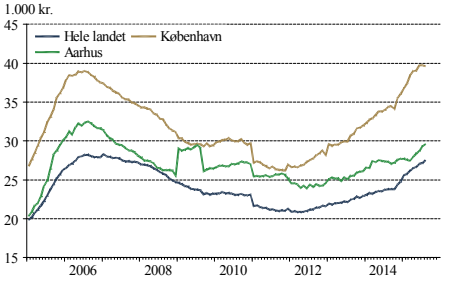
Lejlighedspriserne er steget noget mere end huspriserne de seneste år. Det skal ses i lyset af, at ejerlejlighederne er koncentreret i de større byer, hvor blandt andet befolkningstilvæksten og et begrænset udbud har presset boligpriserne mest op. Liggetiderne for ejerlejligheder er faldet i såvel København som Aarhus siden midten af 2012 og var i august ca. 75 dage i København og ca. 85 dage i Aarhus. Liggetiderne er dermed tilbage på niveauet fra før krisen. Udbudspriserne er steget ca. 45 pct. i København og knap 25 pct. i Aarhus over samme periode. Særligt stærkt er det gået i begyndelsen af 2015, hvor kvadratmeterpriserne er steget knap 8 pct. i København siden årsskiftet, så de nu ligger på knap 40.000 kr. pr. kvadratmeter, jf. figur I.11. Dette er nominelt en smule over niveauet i 2006, hvor kvadratmeterpriserne toppede.

… og for enfamiliehuse i de større byer

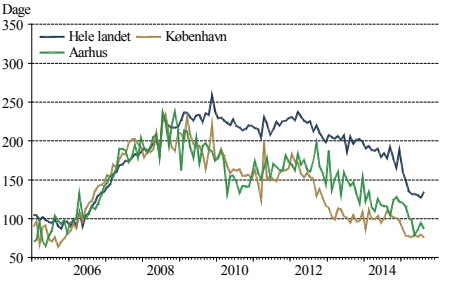
De markante prisstigninger på ejerlejligheder i København ventes i et vist omfang at brede sig til prisstigninger på enfamiliehuse i København såvel som udenfor København de kommende år. Prisen på enfamiliehuse i København er således steget siden begyndelsen af 2013, om end i et langsommere tempo end for ejerlejlighederne, jf. figur I.12. Kvadratmeterprisen på enfamiliehuse i København er steget ca. 7 pct. siden årsskiftet, og liggetiderne er faldet til ca. 100 dage.

Figur I.11 Ejerlejligheder

Kvadratmeterpris



Liggetid

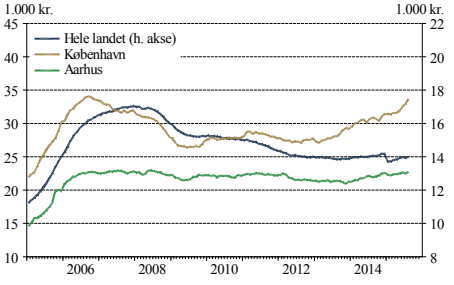


Anm.: Venstre figur viser udbudspriserne. Der er databrud i serien for udbudspriserne i 2011 som følge af overgang til at måle kvadratmeter ved BBR og i 2015 som følge af metodeskift i opgørelsen af vægtningsgrundlaget. Egen sæsonkorrektion. Seneste observation er august 2015.

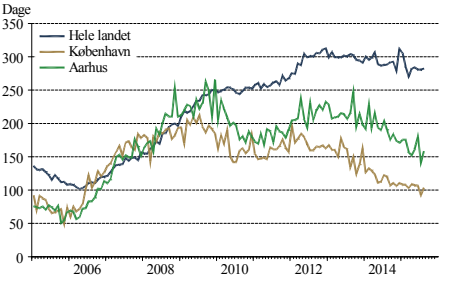
Kilde: Realkreditrådet.

Figur I.12 Enfamiliehuse

Kvadratmeterpris



Liggetid



Anm.: Venstre figur viser udbudspriserne. Der er databrud i serien for udbudspriserne i 2011 som følge af overgang til at måle kvadratmeter ved BBR og i 2015 som følge af metodeskift i opgørelsen af vægtningsgrundlaget. Egen sæsonkorrektion. Seneste observation er august 2015.

Kilde: Realkreditrådet.

Risiko for selvforstærkende prisstigninger …

De markante boligprisstigninger i særligt København vurderes i vidt omfang at kunne forklares med den underliggende økonomiske udvikling i form af stigende tilflytning, reallønsfremgang, et fortsat lavt udbud og de historisk lave renter. Der er dog en risiko for, at de markante prisstigninger bliver selvforstærkende, da de kan tilskynde potentielle boligkøbere til at fremskynde køb i forventning om yderligere prisstigninger. Det kan føre til et opskruet prisniveau, som er ude af trit med grundlæggende økonomiske forhold og med risiko for pludselige, fremtidige fald i priserne til følge.

… og hård tilpasning nedad i forbindelse med en rentenormalisering

De aktuelle prisstigninger er i høj grad et resultat af lave renter, men før eller siden vil renterne stige tilbage mod mere typiske niveauer. Det vil lægge et nedadgående pres på boligpriserne og øge renteudgifterne for boligejere med variabelt forrentede lån. I det omfang tilpasningen i boligpriserne bliver hårdere end forventet, kan der ske en opbremsning i det private forbrug, som hæmmer opsvinget i dansk økonomi.

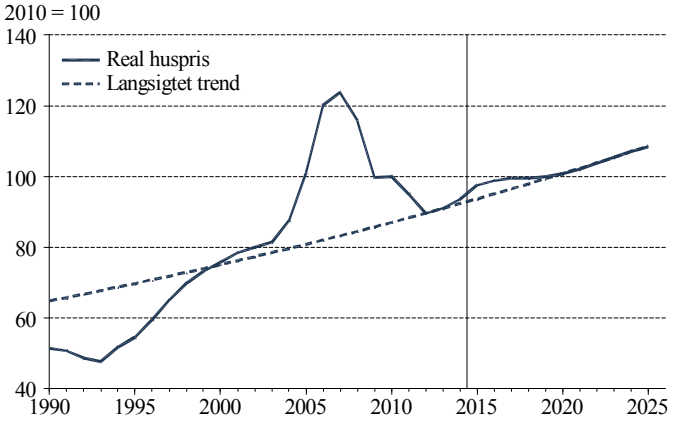
Tegn på stabilisering

Der er dog tegn på, at fremgangen på boligmarkedet er blevet mere afdæmpet på det seneste. I København er liggetiderne på ejerlejligheder stabiliseret i begyndelsen af 2015, udbuddet er begyndt at stige, og udbudspriserne faldt svagt i både juli og august. Ydermere ventes stigningen i de lange renter i maj og juni at dæmpe boligprisstigningerne i andet halvår 2015. I 2016 ventes yderligere rentestigninger ligeledes at dæmpe efterspørgslen, om end stigende indkomster trækker i modsat retning. De nominelle prisstigninger ventes på landsplan at blive knap 5½ pct. i 2015 og aftage til knap 3 pct. i 2016 og ca. 2½ pct. i 2017.

Normalisering af real huspris frem mod 2020

Den ventede boligprisfremgang i 2015 kombineret med den lave inflation indebærer, at de reale huspriser skønnes at ligge omkring 4 pct. over den langsigtede trend, jf. figur I.13. I 2016 ventes de reale boligpriser at stige godt 1¼ pct., hvorefter den ventede rentenormalisering forventes at bidrage til, at de reale huspriser kun stiger svagt frem mod 2020.

Figur I.13 Real huspris



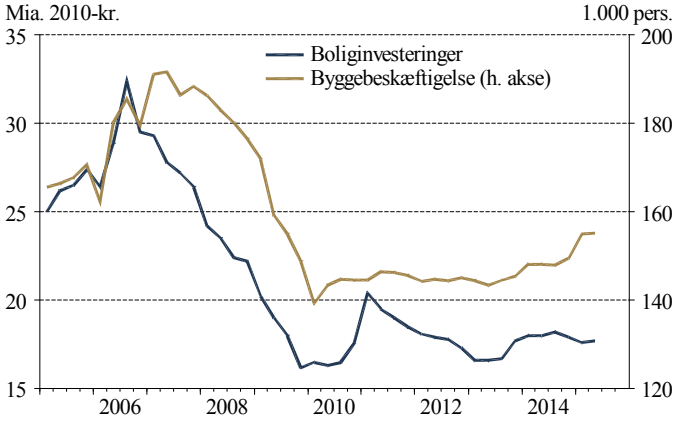
Anm.: Den reale huspris er defineret som kontantprisen på enfamiliehuse deflateret med deflatoren for det private forbrug. Den langsigtede trend er estimeret over perioden 1955-2014, dog ekskl. årene 2006-7.

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

Uændrede boliginvesteringer siden midten af 2013

Boliginvesteringerne udviklede sig, som de øvrige private investeringer, svagt i første halvdel af 2015 og har reelt været uændrede siden midten af 2013, jf. figur I.14. Stigende byggebeskæftigelse siden midten af 2014 kan dog indikere øget aktivitet i byggesektoren. Kombineret med fortsatte boligprisstigninger og lave låneomkostninger giver det anledning til en forventning om, at boliginvesteringerne vil stige svagt resten af året. Faldet i begyndelsen af året betyder dog, at boliginvesteringerne i 2015 ventes at ligge godt 1½ pct. under niveauet året før. I 2016 og 2017 ventes fortsat økonomisk fremgang at øge boliginvesteringerne med ca. 3¾ pct. henholdsvis godt 4¾ pct.

Figur I.14 Boliginvesteringer og byggebeskæftigelse



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2015.
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Konkurrenceevne og udenrigshandel

Industriens konkurrenceevne forbedret betydeligt

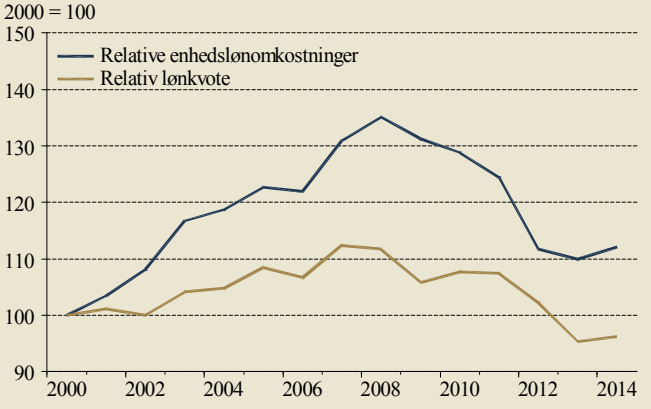
Industriens lønkonkurrenceevne er forbedret betydeligt siden 2008, når den opgøres ved den relative lønkvote. Den relative lønkvote er således faldet knap 15 pct. siden 2008, og den danske lønkvote lå i 2014 godt 5 pct. lavere end udlandets, jf. figur I.15. Det afspejler, at danske virksomheder bruger færre lønkroner på at skabe værdi, end udenlandske virksomheder gør, jf. boks I.3. Det markante fald i den relative lønkvote siden 2008 skyldes i vidt omfang et fald i den danske lønkvote, mens den udenlandske har været omtrent uændret over perioden. Konkurrenceevnen blev svækket lidt i 2014 som følge af, at aflønningen i danske virksomheder steg en smule i forhold til nominelt BVT, mens det omvendte gjorde sig gældende for udenlandske industrivirksomheder. I 2015 trækker en svækkelse af den effektive kronekurs i retning af en forbedring af konkurrenceevnen.

Boks I.3 Konkurrenceevnebegreber

Konkurrenceevnen kan opgøres på flere måder. En mulighed er at benytte de *relative enhedslønomkostninger*. Disse måler udviklingen i lønomkostningerne pr. produceret enhed i Danmark relativt til udlandet, opgjort i fælles valuta. Udviklingen i de relative enhedslønomkostninger viser dermed den kombinerede effekt af udviklingen i den relative timeløn i fælles valuta og den relative produktivitet. Opgjort ved de relative enhedslønomkostninger for industrien, tabte danske virksomheder i vidt omfang konkurrenceevne frem til 2008, men har siden vundet noget af det tabte tilbage, jf. figur A.

De relative enhedslønomkostninger tager dog ikke højde for, at stigninger i virksomhedernes værdiskabelse kan opstå både gennem højere produktivitet og gennem bytteforholdsgevinster. Sidstnævnte opstår, når et land intensiverer produktionen af differentierede varer, der kan sælges til en høj pris, eller hvis der er mulighed for at hæve priserne som følge af en stigende udenlandsk efterspørgsel eller en lavere effektiv valutakurs. Den *relative lønkvote* tager højde for dette. Lønkvoten måler, hvor stor en andel af virksomhedernes værdiskabelse, der går til aflønning af ansatte. Den relative lønkvote opgøres som den danske lønkvote relativt til en sammenvejet lønkvote for udlandet. Denne har ligget mere stabilt siden 2000 og viser, at danske virksomheder har forbedret konkurrenceevnen over perioden.

Figur A Konkurrenceevnebegreber



Anm.: I beregningen af begge begreber anvendes lønsummen i industrien korrigeret for antallet af selvstændige. I lønkvoten sættes dette i forhold til nominelt BVT i industrien, mens der i de relative enhedslønomkostninger anvendes realt BVT og korrigeres for valutakursudviklingen.

Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat, OECD og egne beregninger.

Figur I.15 Relativ lønkvote i industrien

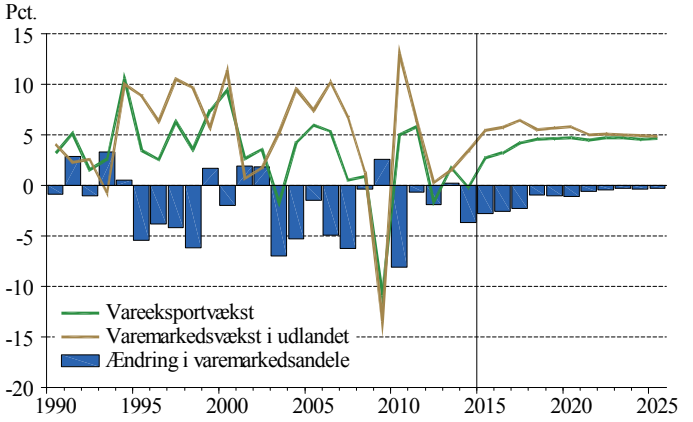
Anm.: Den relative lønkvote måler lønkvoten i industrien i Danmark i procent af en sammenvejning af Danmarks 10 vigtigste konkurrentlande. Sammenvejning er foretaget med Nationalbankens kronekursvægte. Der er endnu ikke data for 2014 for Frankrig, Japan og USA. Det er antaget, at lønkvoten i disse lande var konstant fra 2013 til 2014.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Eurostat, OECD og egne beregninger.

Moderat tab af markedsandele i prognosen

I fremskrivningsperioden forudsættes den relative lønkvote at være omtrent konstant, således at danske virksomheder hverken systematisk vinder eller taber konkurrenceevne. Det bidrager til, at danske virksomheder kun i mindre omfang ventes at miste markedsandele frem mod 2025, jf. figur I.16. De moderate tab af markedsandele i prognoseperioden er en fortsættelse af den historiske tendens. Tendensen skyldes grundlæggende, at flere og flere lande deltager i den internationale samhandel og kan ikke tages som udtryk for et konkurrenceevneproblem.

Figur I.16 Varemarkedsandele



Anm.: Markedsandele er beregnet ved at sætte væksten i den danske vareeksport i forhold til væksten i et vejet gennemsnit af 35 aftagerlandes vareimport.

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

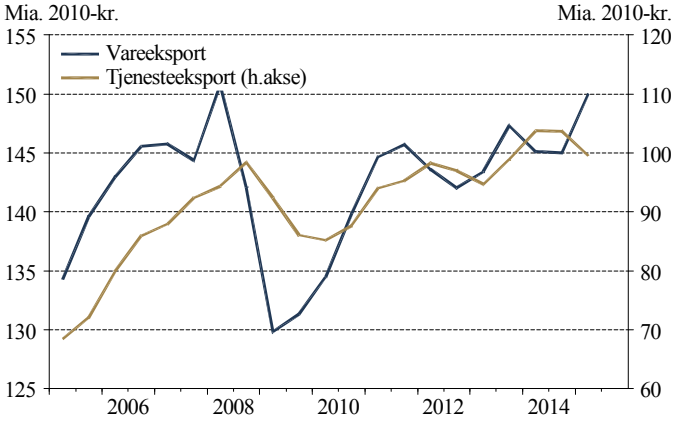
Svag udvikling i tjenesteeksporten i første halvår …

Den samlede eksport i mængder steg kun svagt i første halvår og fortsatte dermed den afdæmpede udvikling fra 2014. Udviklingen er trukket af et fald i tjenesteeksporten på ca. 4 pct. i forhold til andet halvår 2014, jf. figur I.17. Første halvårs fald i tjenesteeksporten blev dog mere end modsvaret af en stigning i prisen, således at værdien af tjenesteeksporten steg knap 2 pct. i første halvår.

… men stigning i vareeksporten

Vareeksporten steg ca. 3½ pct. i første halvår, trukket af fremgang i industrieksporten. Industrieksporten har generelt vist stigende tendens siden midten af 2012. Dette skal ses i sammenhæng med, at vareimporten på de danske eksportmarkeder er steget i samme periode. I euroområdet, som aftager en stor del af de danske eksportvarer, er vareimporten steget siden 2013, og i 2014 bidrog væksten i euroområdet med knap halvdelen af importfremgangen på de danske eksportmarkeder, jf. figur I.18.

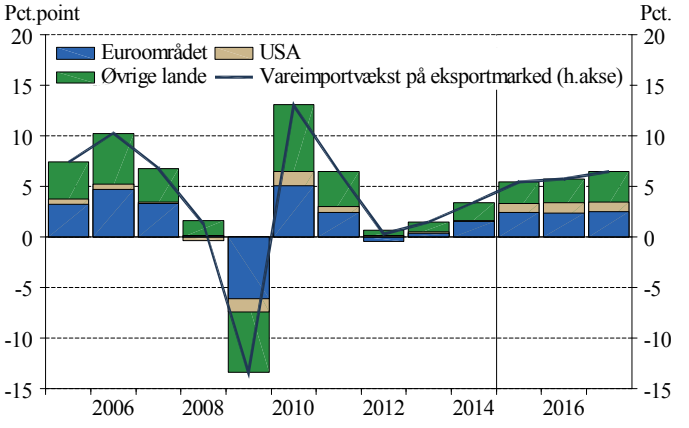
Figur I.17 Eksport



Anm.: Figuren viser den halvårlige eksport. Seneste observation er første halvår 2015.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Figur I.18 Danske eksportmarkeder



Anm.: Figuren viser vækstbidrag til den samlede vareimport på de danske eksportmarkeder.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, OECD, Eurostat og egne beregninger.

Forventning om fremgang i eksporten

De kommende år ventes fortsat fremgang på de danske eksportmarkeder, jf. boks I.4. Dette forventes at bidrage til vækst i vareeksporten på ca. 2¾ pct. i 2015, ca. 3¼ pct. i 2016 og ca. 4¼ pct. i 2017. Tjenesteeksporten ventes at vokse svagt i andet halvår af 2015, men den svage udvikling i starten af året indebærer, at tjenesteeksporten samlet ventes at falde ca. 4 pct. i 2015. Skønnene indebærer, at den samlede eksport ventes at være omtrent uændret i år og vokse ca. 3¼ pct. henholdsvis godt 4½ pct. i 2016 og 2017.

Positivt vækstbidrag fra importrenset eksport

Eksporten har overordnet set et højt importindhold, og vækstbidraget til BNP vil derfor være mindre end eksportfremgangen giver indtryk af. Eksporten af søfart har et særligt stort importindhold på knap 80 pct., men også omkring halvdelen af industrieksporten er baseret på import. Renset for importindhold ventes eksporten under et at bidrage positivt til BNP med ca. ¼ pct.point i 2015. I takt med at eksporten ventes at tiltage i prognoseperioden, stiger dette bidrag til omkring 1 pct.point.

Markant fald i tjenesteimporten

Importen faldt ca. 2 pct. i første halvår af 2015, trukket af et stort fald i tjenesteimporten og et mindre fald i vareimporten. Den fortsat afdæmpede udvikling i særligt de indenlandske investeringer bidrager til at holde importvæksten nede, da investeringerne har et højt importindhold. Den indenlandske efterspørgsel ventes at tiltage fra andet halvår 2015, og der ventes ligeledes fremgang i eksporten de kommende år. Dette vil bidrage til at hæve importen. Som følge af det markante fald i tjenesteimporten i begyndelsen af året, ventes importen dog samlet at falde ca. 1¼ pct. i år. I 2016 og 2017 ventes importvæksten at tiltage til godt 5 pct. henholdsvis knap 6¼ pct.

Boks I.4 Udviklingen i de danske aftagerlande

Prognosen for dansk eksport bygger på prognosen for væksten i Danmarks aftagerlande. Den generelle udvikling i international økonomi behandles i afsnit I.5. I denne boks præsenteres udviklingen i en række økonomier, som er særligt vigtige for dansk eksport, men som ikke er selvstændigt behandlet i afsnit I.5. Endvidere er der en kort skitsering af prognosen for aftagerlandene under ét. Yderligere information kan findes i *Bilag til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, efterår 2015*, der ligger på De Økonomiske Råds Sekretariats hjemmeside.

Aftagerlande

Den handelsvægtede BNP-vækst i aftagerlandene ventes at blive ca. 2 pct. i år stigende til knap 2½ og godt 2¾ pct. i 2016-17, jf. tabel A. I forhold til *Dansk Økonomi, forår 2015* er der tale om en nedjustering af prognosen for væksten i aftagerlandene med knap ¼ pct. i 2015. For 2016-17 er vækstskønnet fastholdt siden foråret. Nedjusteringen afspejler især de negative tendenser i international økonomi, hvor en opbremsning i flere af vækstøkonomierne begrænser den globale fremgang. Det spiller dog også ind, at årsvæksten i amerikansk økonomi nu ventes at blive noget lavere i 2015.

Tabel A Vækstskøn for udvalgte økonomier

	2015	**2016**	**2017**
Tyskland	1,8	1,8	1,3
Sverige	2,8	3,0	3,3
Norge (fastland)	1,5	1,8	3,0
Storbritannien	2,5	2,8	2,8
Aftagerlande i alt	2,0	2,4	2,7

Anm.: Aftagerlande er en sammenvejning af BNP-vækst i 35 danske aftagerlande, inkl. de ovenfor anførte. Sammenvejningen sker med landenes aftagerandel af dansk industrieksport. Sammenvejningen er således et udtryk for væksten på Danmarks industrieksportmarked. For Norge skønnes over fastlands-BNP, dvs. BNP eksklusive oliesektoren.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Tyskland

Tysk økonomi har oplevet robust fremgang siden begyndelsen af 2013 og befinder sig omkring det strukturelle niveau. Fremgangen fortsatte i første halvår med en vækstrate på ca. 0,4 pct. (k/k) i begge kvartaler. Det er omkring niveauet for den strukturelle vækst. De økonomiske indikatorer ligger på ganske høje niveauer og peger i retning af fortsat fremgang i omtrent det hidtidige tempo.

Boks I.4 Udviklingen i de danske aftagerlande, fortsat

Der er umiddelbart ingen væsentlige balanceproblemer i tysk økonomi, og som en af de få avancerede økonomier har Tyskland overskud på de offentlige finanser. Den indenlandske efterspørgsel understøttes af ECB's lempelige pengepolitik og den eksterne efterspørgsel af svækkelsen af euroen. En opbremsning i international økonomi kan dog ramme tysk eksport.

Sverige

Den stabile vækst, som svensk økonomi har oplevet siden begyndelsen af 2013, fortsatte i første halvår med vækstrater på hhv. 0,6 og 1,1 pct. (k/k) i første og andet kvartal. De økonomiske indikatorer har ligget nogenlunde stabilt de seneste måneder, omend både forbruger- og erhvervstilliden er svækket lidt. Svensk eksport understøttes af en lav svensk kronekurs, men væksten i eksporten af ikke mindst råvarer og investeringsgoder kan blive hæmmet af en vækstafdæmpning i international økonomi. De senere år har økonomien fået medvind fra finanspolitikken hovedsageligt i form af skattelettelser, men der er udsigt til mindre lempelig finanspolitik de kommende år. Pengepolitikken kan forventes at forblive meget lempelig i en rum tid, da inflationen er tæt ved 0 pct. Det største risikomoment for den indenlandske økonomi lader til at være, om de senere års prisstigninger på boligmarkedet er holdbare, eller om boligmarkedet står overfor en større pristilpasning nedad.

Norge

Norsk økonomi er præget af den lave oliepris. Det rammer oliesektoren hårdt og forplanter sig herigennem til den øvrige økonomi. I første halvår voksede fastlands-BNP (dvs. BNP ekskl. oliesektoren) med 0,3 og 0,2 pct. (k/k) i første og andet kvartal. Det er lavt set i forhold til økonomiens potentiale. De negative effekter modvirkes dog af en svækkelse af den norske krone, en sænkning af den pengepolitiske rente i juni og ekspansiv finanspolitik. Det seneste fald i olieprisen og udsigten til en lavere oliepris i en længere periode trækker i retning af en hårdere tilpasning i oliesektoren end tidligere ventet. Dette vil hæmme væksten i den øvrige økonomi.

Storbritannien

Storbritannien har befundet sig i et solidt økonomisk opsving de senere år, og økonomien er nu meget tæt på det strukturelle niveau. Den solide vækst fortsatte i foråret trukket af den indenlandske efterspørgsel. BNP-vækstraterne i første og andet kvartal var henholdsvis 0,4 og 0,7 pct. (k/k). Økonomien har gennem længere tid nydt godt af virkningerne af ekspansiv finans- og pengepolitik, men der er udsigt til, at begge disse politikker vil blive strammet betragteligt over de kommende år. Økonomien forekommer dog robust, og de økonomiske indikatorer er stærke.

Produktion og arbejdsmarked

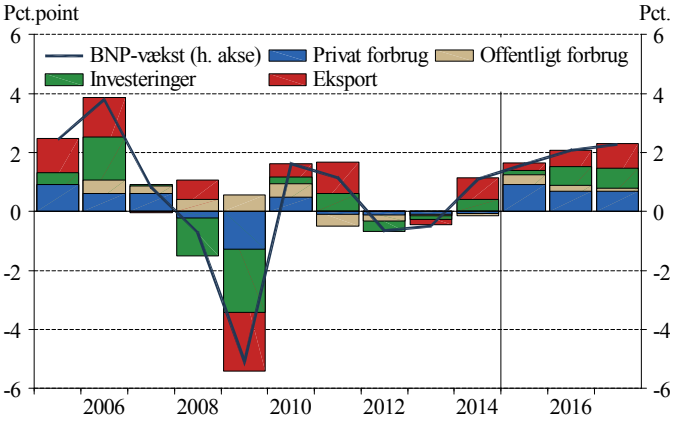
Fremgang i BNP i første halvår …

Dansk produktion, opgjort ved BNP, er vokset støt siden midten af 2013. Fremgangen fortsatte i første halvår 2015, hvor BNP voksede ca. 0,8 pct. i forhold til andet halvår 2014. Produktionsvæksten er dog fortsat moderat, og produktionen vurderes at ligge ca. 3¾ pct. under det strukturelle niveau i 2015.

… ventes at fortsætte

Mod slutningen af 2015 forventes såvel den indenlandske som den udenlandske efterspørgsel at tiltage, og BNP ventes samlet set at stige godt 1½ pct. i år. Fremgangen ventes i høj grad trukket af et højere privat forbrug, som renset for importindhold ventes at bidrage med over halvdelen af fremgangen i 2015, jf. figur I.19. I 2016 og 2017 ventes fremgang i importrenset eksport og investeringer at bidrage til stigende vækst, og BNP ventes at stige godt 2 pct. i 2016 og ca. 2¼ pct. i 2017.

Figur I.19 Importrensede vækstbidrag til BNP



Anm.: Figuren viser vækstbidrag til BNP fra de importrensede efterspørgselskomponenter.
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Gradvis lukning af output gap

Den forventede vækst på gennemsnitligt ca. 2 pct. årligt i 2015-17 er højere end den strukturelle vækst på knap 1¼ pct. årligt i samme periode. Det negative output gap ventes derfor

indsnævret fra knap 4½ pct. i 2014 til ca. 3¾ pct. i 2015, og yderligere til godt 2¾ pct. og godt 2 pct. i 2016 henholdsvis 2017. Konjunktursituationen ventes omtrent neutral i 2022, hvor output gap forventes lukket, jf. afsnit I.3.

Beskæftigelsesstigning siden midten af 2013 …

De seneste års produktionsfremgang er i høj grad sket i de private byerhverv, som beskæftiger ca. to tredjedele af alle beskæftigede i Danmark. Dette har været medvirkende til, at beskæftigelsen er steget ca. 50.000 personer (inkl. orlov) siden andet kvartal 2013. Fremgangen har været drevet af den private beskæftigelse, der er steget knap 55.000 personer, mens den offentlige beskæftigelse i samme periode er faldet ca. 4.000 personer.

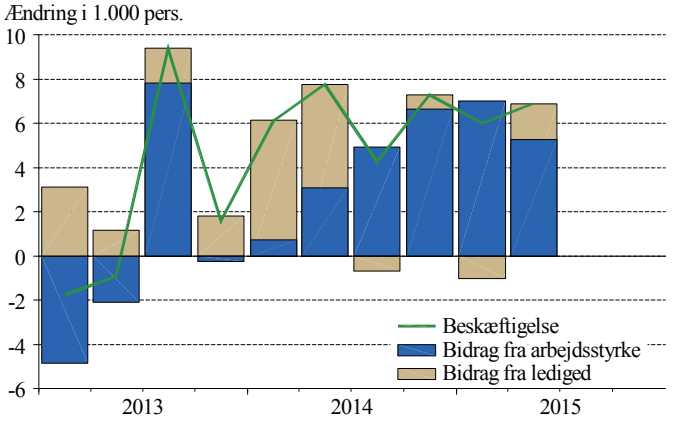
… er i høj grad indtruffet i form af en udvidelse af arbejdsstyrken

Omkring to tredjedele af beskæftigelsesstigningen siden midten af 2013 er sket gennem en udvidelse af arbejdsstyrken, jf. figur I.20. Arbejdsstyrken er således vokset med ca. 35.000 personer siden midten af 2013, mens nettoledigheden i samme periode kun er faldet knap 15.000 personer. Størstedelen af ledighedsfaldet skete i 2013 og i begyndelsen af 2014. Siden andet kvartal 2014 har nettoledigheden været omtrent uændret på knap 105.000 personer. Gennem de seneste fire kvartaler er stort set hele beskæftigelsesstigningen på ca. 25.000 personer således sket i form af stigende arbejdsstyrke.

Fald i antal aktiverede

Bruttoledigheden har udvist aftagende tendens siden begyndelsen af 2014, dvs. i samme periode, hvor nettoledigheden har været omtrent uændret, jf. figur I.21. Indsnævringen mellem disse to ledighedsbegreber er et udtryk for, at færre er i aktivering. Aktiveringsfaldet er mest udtalt for de dagpengeaktiverede, men også antallet af kontanthjælpsaktiverede er faldet gennem 2014 og 2015. Det samlede aktiveringsomfang er en smule lavere end i 2008, hvor aktiveringsindsatsen nåede en bund.

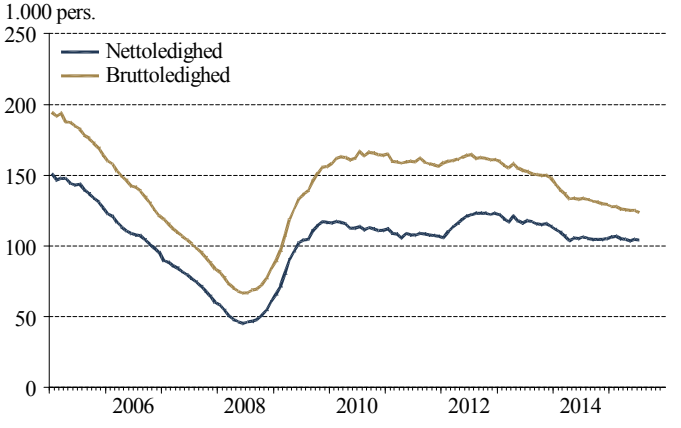
Figur I.20 Beskæftigelsesændring



Anm.: Figuren viser ændringen i beskæftigelsen inkl. orlov i forhold til forrige kvartal fordelt på, hvorvidt ændringen kom fra ledighed eller arbejdsstyrke. Ledigheden indgår med modsat fortegn, da et fald i ledigheden bidrager til en stigning i beskæftigelsen. Beskæftigelsen bundede i 2. kvartal 2013. Seneste observation er 2. kvartal 2015.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Figur I.21 Ledighed



Anm.: Forskellen mellem brutto- og nettoledige er aktiverede. Seneste observation er juli 2015.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Udsigt til beskæftigelses-fremgang i 2015-17

De kommende år ventes produktionsfremgangen at bidrage til en fortsat bedring af arbejdsmarkedet med en stigning i beskæftigelsen på knap 100.000 personer i 2015-17 og et fald i ledigheden på knap 10.000 personer. Beskæftigelses-fremgangen ventes dermed i høj grad realiseret gennem en yderligere udvidelse af arbejdsstyrken de kommende år. Udviklingen siden midten af 2013 viser, at arbejdsstyrke-fremgang kan bidrage med en betydelig del af beskæftigel-sesstigningen.

Beskæftigelsen knap 100.000 personer under strukturelt niveau

Beskæftigelsen vurderes i 2015 at ligge knap 100.000 personer under det strukturelle niveau, svarende til ca. 3½ pct., mens nettoledigheden vurderes at ligge knap 30.000 personer over det strukturelle niveau, svarende til ca. 1 pct. En lukning af beskæftigelsesgap vurderes altså i sig selv at ville øge beskæftigelsen med knap 100.000 personer, som for ca. en tredjedels vedkommende vil komme i form af lavere ledighed og for ca. to tredjedeles vedkommende som større arbejdsstyrke. Denne sammensætning af beskæftigelsesstigningen harmonerer med sammensætningen af beskæftigel-sesstigningen siden midten af 2013.

Markant udvidelse af arbejdsstyrke frem mod 2025

Frem mod 2025 ventes den strukturelle beskæftigelse at stige godt 150.000 personer. Samlet set forudsættes beskæftigelsen dermed at stige ca. 250.000 personer frem mod 2025 – primært drevet af en udvidelse af arbejdsstyrken på ca. 220.000 personer, jf. afsnit I.3.

Flaskehalse og lønudvikling

Mange ledige ressourcer

Det betydelige beskæftigelsesgap giver ikke indtryk af, at der endnu er et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. Hvis niveauet for den strukturelle arbejdsstyrke er overvurderet, og det aktuelle beskæftigelsesgap dermed mindre end vurderet i nærværende prognose, vil der hurtigere kunne opstå pres på arbejdsmarkedet, når efterspørgslen stiger. Dette kan føre til lønpres og tab af konkurrenceevne, hvorved eksporten og dermed den danske produktion påvirkes negativt.

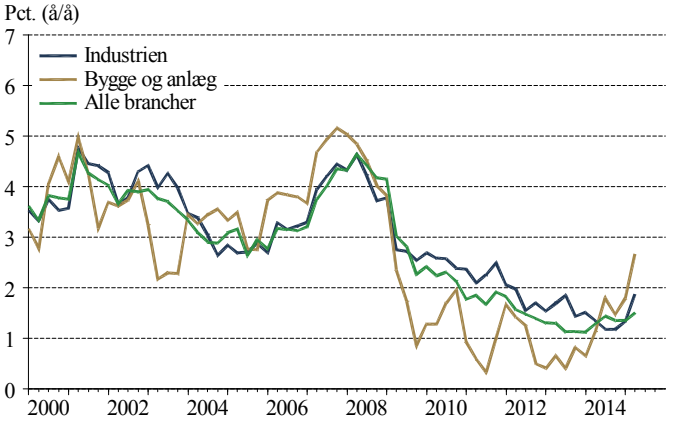
Flaskehalse er et problem, hvis det sætter sig i lønningerne

Også i en normal konjunktursituation, eller sågar i en lavkonjunktur, vil der være segmenter på arbejdsmarkedet, der er præget af uddannelsesmæssigt eller geografisk betinget mismatch mellem udbud af og efterspørgsel efter arbejdskraft. Disse kan være alvorlige set fra den enkelte virksomheds synspunkt, men er ikke nødvendigvis problematiske på det makroøkonomiske plan. For den makroøkonomiske stabilitet er omfanget af mismatch det afgørende, dvs. hvorvidt flaskehalsene har et omfang, der kan påvirke den generelle løndannelse væsentligt.

Tiltagende, men lav lønvækst

Der er endnu ikke stærke tegn på, at arbejdsmarkedet er presset i en sådan grad, at der er klare tegn på flaskehalse. Såvel de reale som de nominelle lønninger er steget det seneste år, men generelt er lønvæksten fortsat lav og har endnu ikke nået niveauet fra før krisen, jf. figur I.22. Lønkvoten, der måler lønsummen som andel af den samlede værditilvækst, ligger omtrent på det historiske gennemsnit, jf. afsnit I.3. Der er dermed ikke tegn på, at virksomhederne bruger en større andel af deres indtjening på aflønning som følge af pres på arbejdsmarkedet. I prognosen forventes fortsat afdæmpet lønvækst i 2015 i underkanten af 2 pct., stigende til knap 2½ pct. i 2016 og knap 2¾ pct. i 2017.

Figur I.22 Nominel lønvækst



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2015.
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

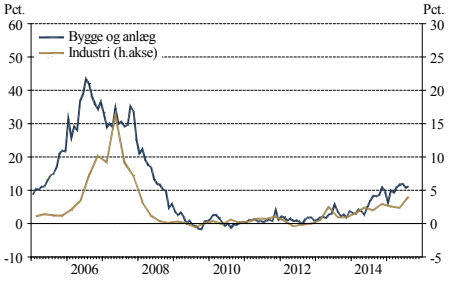
Betydelig lønacceleration i bygge og anlæg

I bygge- og anlægsbranchen er lønvæksten tiltaget noget gennem 2014 og i de første kvartaler af 2015. Lønstigningerne har endnu ikke nået et niveau, der kan anses for at være bekymrende, men merstigningen er iøjnefaldende og giver anledning til skærpet opmærksomhed omkring situationen i branchen.

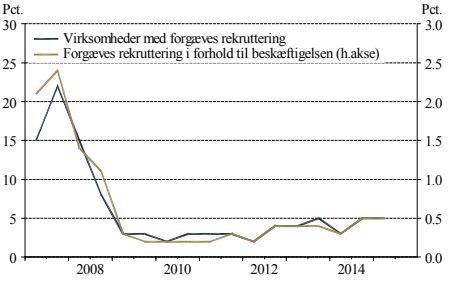
Moderat mangel på arbejdskraft

Manglen på arbejdskraft er ligeledes steget i bygge- og anlægsbranchen, jf. figur I.23. Overordnet set er manglen på arbejdskraft fortsat ikke en større begrænsning for produktionen, end tilfældet var i begyndelsen af 2006, hvor konjunktursituationen var omtrent neutral, og arbejdskraftmanglen er endnu langt fra niveauet i den efterfølgende højkonjunktur. En rekrutteringsundersøgelse fra Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering bekræfter dette billede og viser, at antallet af forgæves rekrutteringer har ligget på et rimeligt konstant niveau siden 2009. Det er således kun omkring 5 pct. af de adspurgte virksomheder, der forgæves har forsøgt at rekruttere medarbejdere, jf. figur I.24.

Figur I.23 Mangel på arbejdskraft



Figur I.24 Forgæves rekruttering



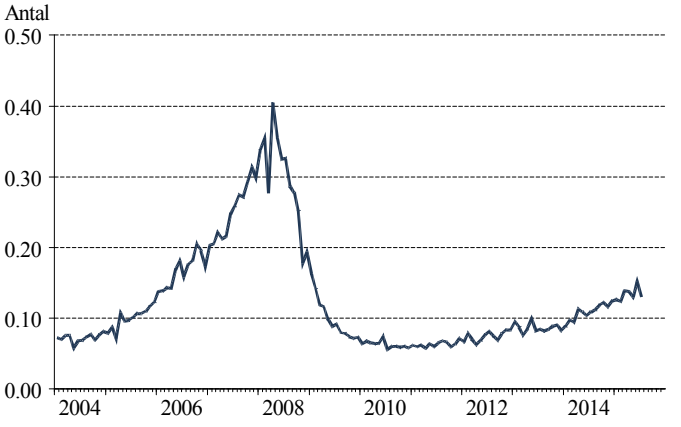
Anm.: Venstre figur viser andelen af virksomheder, der har angivet mangel på arbejdskraft som en væsentlig produktionsbegrænsning i konjunkturbarometret. Højre figur viser dels andelen af virksomheder, der forgæves har forsøgt at rekruttere i perioden, dels antallet af forgæves rekrutteringer i forhold til beskæftigelsen. Seneste observation er august 2015 for arbejdskraftmangel i bygge- og anlæg, 2. kvartal 2015 for arbejdskraftmangel i industrien og foråret 2015 for forgæves rekrutteringer.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Jobindsats og Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering.

Afdæmpet stigning i antal stillinger pr. ledig

Antallet af nyopslåede stillinger pr. ledig er en alternativ indikator for begyndende vanskeligheder med at skaffe arbejdskraft. Der er dog heller ikke tegn på, at antallet af nyopslåede stillinger pr. bruttoledig har nået et uholdbart niveau, jf. figur I.25. Antallet af ledige stillinger pr. bruttoledig har vist en svagt stigende tendens siden midten af 2012, men tempoet, hvormed det sker, er fortsat lavere end i højkonjunkturen frem mod 2008, ligesom niveauet endnu er under højkonjunkturårene. Det må desuden formodes, at der siden 2005 er sket en stigning i den andel af jobopslagene, der bliver lagt på nettet, og man kan derfor forvente et højere niveau for antallet af opslåede stillinger pr. ledig, uden at det nødvendigvis er et tegn på betydeligt pres på arbejdsmarkedet.

Figur I.25 Nyopslåede stillinger pr. bruttoledig



Anm.: Figuren viser nyopslåede stillinger ifølge Jobnet i forhold til antallet af bruttoledige. Seneste observation er juni 2015.
Kilde: Jobnet og Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Alternativt scenarie med neutral finanspolitik

Finanspolitikken strammes de kommende år

I fremskrivningen er det lagt til grund, at finanspolitikken strammes de kommende år, jf. kapitel II. I hovedscenariet ventes opstramningen at dæmpe BNP-væksten med ¼-½ pct.point om året frem mod 2018. Over årene 2019 og frem til 2025 forudsættes finanspolitikken at være omtrent neutral for væksten i BNP. Samlet forbedrer dette den strukturelle saldo med ca. ½ pct.point frem mod 2025.

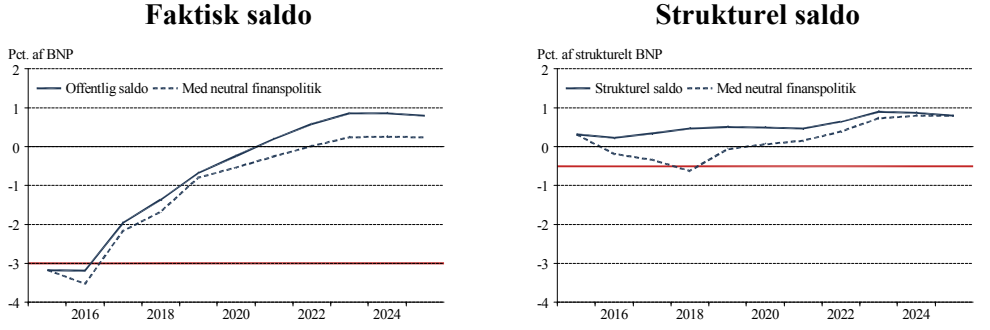
Alternativ beregning med udskydelse af finanspolitisk opstramning

For at vurdere timingen af den stramning, der skal til for at den finanspolitiske holdbarhed er uændret, præsenteres der i det følgende en beregning af, hvordan økonomien kan formodes at udvikle sig, hvis finanspolitikken ikke strammes, men holdes neutral i årene 2016-18 – et såkaldt neutralt finanspolitisk forløb, jf. boks I.5. Fra 2019 og frem antages det, at finanspolitikken strammes, så der i 2025 opnås samme strukturelle saldo som i hovedscenariet. Beregningen illustrerer dermed den rene effekt af at udskyde opstramningen uden at svække den finanspolitiske holdbarhed.

Budgetloven overskrides med neutral finanspolitik

Den offentlige saldo forværres, hvis der føres neutral finanspolitik, jf. figur I.26. Den faktiske saldo forværres i 2016 i forhold til hovedscenariet, hvilket øger overskridelsen af saldogrænsen på 3 pct. I perioden 2017-18 forværres saldoen yderligere i forhold til hovedscenariet, men da der i hovedscenariet sker en betydelig forbedring af saldoen, sker dette uden at bryde med underskudsgrænsen. Betragtes den strukturelle saldo sker der ligeledes en forværring. Forværringen vokser gradvist, og i 2018 er den strukturelle saldo knap 1 pct.point lavere end i hovedscenariet. Det betyder, at budgetlovens saldokrav om et maksimalt strukturelt underskud på 0,5 pct. af BNP overskrides. Beregningen viser således, at det er nødvendigt at gennemføre en vis stramning af finanspolitikken for at overholde budgetlovens saldokrav.

Figur I.26 Offentlige saldi i alternativ beregning



Anm.: Den strukturelle saldo er beregnet i budgetlovens forstand, jf. kapitel II.
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Boks I.5 Alternativt scenarie med neutral finanspolitik i 2016-18

I prognosen er det lagt til grund, at finanspolitikken strammes gradvist frem mod 2020. Den planlagte finanspolitik er nærmere beskrevet i kapitel II. Finanspolitikken skønnes isoleret set at dæmpe væksten i BNP med ¼-½ pct.point årligt frem mod 2018. For at illustrere betydningen af timingen af den finanspolitiske opstramning er der foretaget en alternativ beregning på De Økonomiske Råds makroøkonomiske model SMEC. I beregningen udskydes stramningen af finanspolitikken, således at der i perioden 2016-18 føres neutral finanspolitik. Fra 2019 og frem strammes finanspolitikken gradvist, så der i 2025 opnås samme strukturelle saldo som i hovedscenariet.

Nedenstående tabel viser de modelberegnede effekter af finanspolitikken på de offentlige finanser, produktion og beskæftigelse.

Tabel A Hovedtal i fremskrivning hhv. alternativ

	2015	**2016**	**2017**	**2018**	**2025[a)]**
Fremskrivning					
Finanseffekt, pct.point	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	-3,2	-3,2	-2,0	-1,4	0,8
Strukturel saldo, pct. af struk. BNP[b)]	0,3	0,2	0,3	0,5	0,8
BNP-vækst, pct.	1,6	2,1	2,3	2,4	2,1
Output gap, pct. af struk. BNP	-3,8	-2,9	-2,1	-1,5	0,0
Beskæftigelsesændring, 1.000 pers.	26	33	35	33	21
Alternativ med neutral finanspolitik					
Finanseffekt, pct.point	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Offentlig saldo, pct. af BNP	-3,2	-3,5	-2,2	-1,7	0,2
Strukturel saldo, pct. af struk. BNP[b)]	0,3	-0,2	-0,3	-0,6	0,8
BNP-vækst, pct.	1,6	2,2	2,7	2,7	1,9
Output gap, pct. af struk. BNP	-3,8	-2,8	-1,6	-0,7	-0,4
Beskæftigelsesændring, 1.000 pers.	26	37	49	45	15

a) 2025-søjlen viser den gennemsnitlige vækst eller ændring fra 2018 til 2025. For offentlig saldo, strukturel saldo og output gap vises niveauet i 2025.

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

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

Kilde: Egne beregninger med SMEC.

Hurtigere konjunkturnormalisering …

Med neutral finanspolitik vil output gap blive lukket betydeligt hurtigere, end når finanspolitikken strammes, som tilfældet er i nærværende prognose. Med neutral finanspolitik ventes det negative output gap at være næsten 1 pct.point mindre i 2018. Samtidig stiger beskæftigelsen væsentligt hurtigere i alternativet med neutral finanspolitik. Beskæftigelsen stiger ca. 30.000 personer mere fra 2015 til 2018.

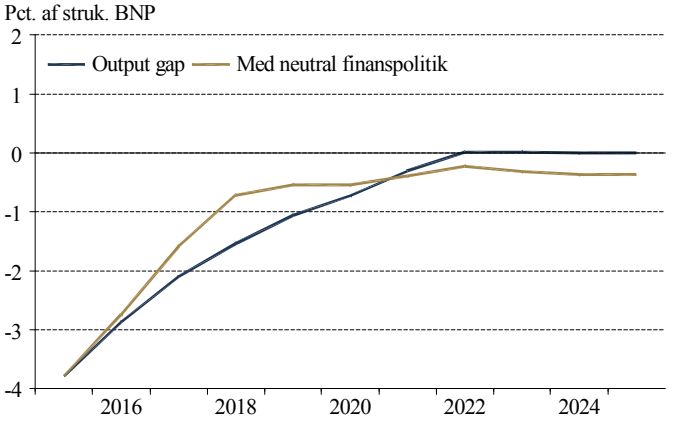
… skaber lønpres og forværrer konkurrenceevnen

Beskæftigelsesstigningen får lønningerne til at stige hurtigere end i hovedprognosen. Samtidig stiger produktiviteten langsommere, da der i alternativscenariet vil være en større andel beskæftigede i den offentlige sektor, der har lavere produktivitetsvækst end den private sektor. De højere lønstigninger sammen med lavere produktivitetsstigninger svækker konkurrenceevnen, hvilket mindsker eksporten.

Output gap ikke lukket i 2025 i alternativberegningen

Den kortsigtede lempelse af økonomien i forhold til hovedscenariet giver en hurtigere reduktion af output gap, som fra 2016-18 vil pågå med ca. 1 pct.point om året, jf. figur I.27. Samtidig øges den offentlige gæld dog. Den neutrale finanspolitik skaber også en konkurrenceevneforværring, der medfører mindre eksport. Dette påvirker output gap negativt, hvilket sammen med den efterfølgende stramning af finanspolitikken bevirker, at output gap ikke forventes at være lukket i 2025. Udskydelsen af opstramningen giver dermed højere BNP på kort sigt, men lavere niveau på mellemlangt sigt, og dermed er konjunkturnormaliseringen ikke tilendebragt i alternativberegningen. Dette er samtidig forklaringen på, at den faktiske saldo ikke er lig den strukturelle i 2025 i alternativscenariet.

Figur I.27 Output gap



Kilde: Egne beregninger med SMEC.

I.3 Fremskrivning til 2025

Første fremskrivning til 2025

Prognosen for dansk økonomi i afsnit I.2 er baseret på en mellemfristet fremskrivning. I *Dansk Økonomi, forår 2015* gik den mellemfristede fremskrivning frem til 2020, mens nærværende fremskrivning går til 2025. I dette afsnit præsenteres udviklingen i den makroøkonomiske del af den mellemfristede fremskrivning. Forløbet for de offentlige finanser frem til 2025 er beskrevet i kapitel II. Udviklingen i udvalgte centrale variable frem mod 2025 fremgår af tabel I.3. Boks I.6 sammenligner den mellemfristede fremskrivning i nærværende rapport med OECD's seneste mellemfristede fremskrivning af dansk økonomi.

Tabel I.3 Hovedtal i den mellemfristede fremskrivning

	2014	2015-17	2018-25	2025
		--- Gns. årlig vækst ---		
BNP	-	2,0	2,1	-
Strukturelt BNP	-	1,2	1,9	-
		---- Gennemsnit ----		
Output gap (pct.)	-4,4	-2,9	-0,5	0,0
Beskæftigelsesgap (pct.)	-3,8	-2,8	-0,5	0,0
Produktivitetsgap, priv. byerhv. (pct.)	1,6	1,3	0,2	0,0
Forbrugskvote (pct.)	86,9	86,7	90,4	92,8
Investeringskvote, priv. byerhv. (pct.)	17,5	18,4	22,9	23,5

Anm.: Output gap, beskæftigelsesgap og produktivitetsgap er vist i procent af de strukturelle niveauer. Forbrugskvoten er vist i procent af langsigtet disponibel indkomst og investeringskvoten angiver maskin- og bygningsinvesteringer i procent af realt BVT i de private byerhverv. Kolonnerne 2015-17 og 2018-25 viser den gennemsnitlige årlige vækstrate eller det gennemsnitlige niveau i 2015-17 hhv. 2018-25. Kolonnerne 2014 og 2025 viser niveauet i året.

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

Udsigt til lang periode med negativt output gap …

Der har været fremgang i dansk økonomi siden midten af 2013, og den seneste produktions- og beskæftigelsesudvikling bekræfter, at dansk økonomi er inde i et opsving. Fremgangen sker dog i moderat tempo og fra en dyb lavkonjunktur, idet produktionen skønnes at ligge ca. 3¾ pct. under det strukturelle niveau i 2015. Den væsentligste årsag hertil er, at arbejdsstyrke og beskæftigelse ligger betydeligt under deres strukturelle niveauer.

… som skyldes både svag efterspørgsel og øget arbejdsudbud

Produktionen har allerede ligget under det strukturelle niveau i flere år, og output gap forventes først lukket efter 2020, jf. figur I.28. Der vil dermed være tale om en historisk lang periode med negativt output gap. Med til historien hører dog også, at de seneste års reformer, med velfærds- og tilbagetrækningsaftalerne som de væsentligste, løfter den strukturelle arbejdsstyrke og beskæftigelse betragteligt frem mod 2025, hvilket trækker i retning af en senere lukning af output gap. Trods det negative output gap vil der derfor være tale om en periode med en lav og svagt faldende ledighedsprocent.

Boks I.6 Sammenligning med OECD's fremskrivning til 2025

I denne boks sammenlignes 2025-fremskrivningen fra Det Økonomiske Råd (DØR) med regeringens fremskrivning i *Konvergensprogram 2015* (KP15) og OECD's fremskrivning i *Economic Outlook May 2014*.[a]

Boksen er understøttet af et baggrundsnotat, der ligger på De Økonomiske Råds Sekretariatets hjemmeside. Udover sammenligningen af DØR's, regeringens og OECD's fremskrivning ser notatet nærmere på OECD's vurdering af den langsigtede danske vækst frem mod 2030 i forhold til udviklingen i en række andre lande.

Alle tre parter deler opfattelsen af, at Danmark befandt sig i en lavkonjunktur med negativt output gap i 2014. DØR anslår, at output gap var på -4,4 pct. af strukturelt BNP, mens OECD vurderer, at output gap var -2,7 pct., og regeringen sagde i KP15 -2,2 pct.

Vækstbidraget fra lukning af output gap er dermed størst hos DØR, hvor det bidrager årligt med 0,4 pct.point mod ca. 0,2 pct.point hos regeringen og OECD, jf. tabel A. Dette er en del af forklaringen på, hvorfor DØR forventer den højeste vækst i faktisk BNP frem mod 2025. DØR's bud er en gennemsnitlig årlig vækst på 2,1 pct., mens regeringen og OECD vurderer, at væksten vil ligge på 1,7 pct. henholdsvis 1,8 pct.

Tabel A Dekomponering af vækstskøn hos DØR, regeringen og OECD

	DØR	**Regeringen**	**OECD**
		Pct., 2014-25	
Strukturel mandeproduktivitet	1,1	1,0	1,3
+ Naturlig ledighed	0,0	0,0	0,0
+ Strukturel arbejdsstyrke	0,5	0,4	0,2
= Strukturelt BNP	1,7	1,5	1,5
+ Output gap	0,4	0,2	0,2
= BNP	2,1	1,7	1,8

Anm.: DØR's vurdering er fra september 2015, regeringens vurdering er fra marts 2015, og OECD's vurdering er fra maj 2014. Dekomponeringen fremgår af baggrundsnotatet.
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, OECD long-term projections No. 95 (Edition 2014) og egne beregninger.

[a)] Selvom OECD's fremskrivning er fra 2014, vurderes sammenligningen fortsat at være relevant, da fokus er på den langsigtede udvikling i en række strukturelle størrelser.

Boks I.6 Sammenligning med OECD's fremskrivning til 2025, fortsat

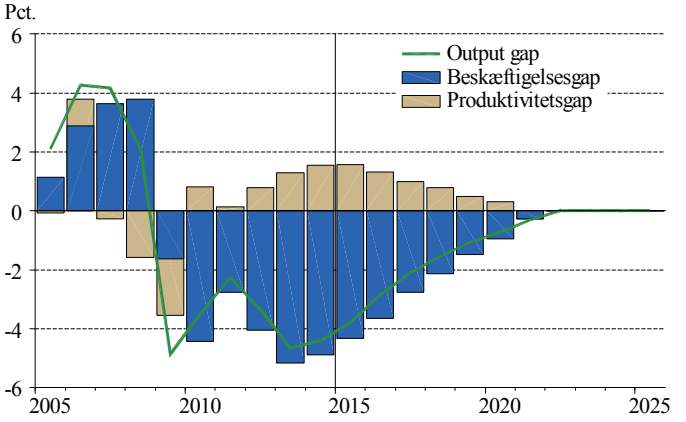
Ses der alene på den strukturelle udvikling, anslår DØR, at BNP-væksten vil være på 1,7 pct. årligt, mens regeringens og OECD's fremskrivning peger i retning af en vækst på 1,5 pct. På trods af, at denne forskel ikke forekommer særligt stor, dækker sammensætningen af væksten over nogle forskelle, der er værd at fremhæve.

OECD er mest optimistisk på produktivitetsudviklingen. Ifølge OECD kan Danmark imødese en årlig strukturel vækst på 1,3 pct., mens DØR og regeringen ligger lidt lavere med vurderinger på 1,1 pct. henholdsvis. 1,0 pct.

Til gengæld vokser den strukturelle arbejdsstyrke betydeligt mere hos DØR og regeringen, end den gør hos OECD. DØR anslår, at den gennemsnitlig årlige vækst vil være 0,5 pct., mens regeringen siger 0,4 pct., og OECD siger 0,2 pct. Opgjort i personer vurderer DØR, at den strukturelle arbejdsstyrke vil vokse med 165.000 personer fra 2014 til 2025, mens regeringen siger 146.000 personer. OECD's vurdering er en strukturel tilgang på blot 58.000 personer. I lyset af velfærdsaftalen fra 2006 og tilbagetrækningsreformen fra 2011 forekommer OECD's skøn for arbejdsstyrken at være bemærkelsesværdigt lavt.

Såvel DØR som regeringen og OECD lader til at være enige om, at den naturlige ledighed i dag befinder sig på et så lavt niveau, at selvom der er udsigt til yderligere fald i perioden frem mod 2025, vil det være i et så moderat omfang, at det kun bidrager ganske lidt til væksten.

Figur I.28 Output gap



Anm.: Output gap (procentvis afvigelse mellem faktisk og strukturelt BNP) er omtrent lig med summen af et timebeskæftigelsesgap og et timeproduktivitetsgap i de private byerhverv.

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

Normalisering af forbrugskvoten frem mod 2025

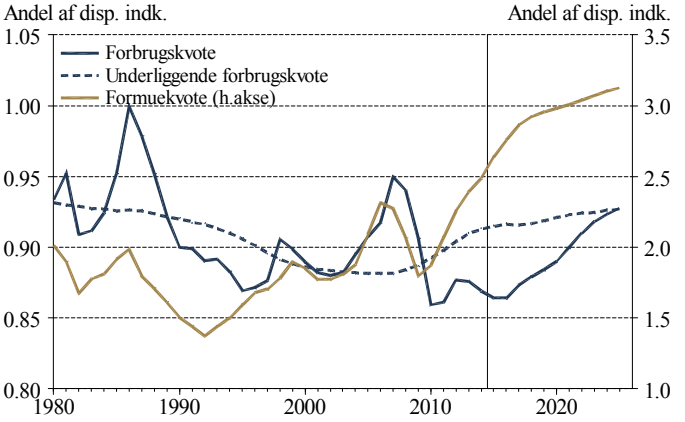
Forbrugskvoten har de seneste år ligget på et lavt niveau, og fremskrivningen bygger blandt andet på, at forbrugskvoten forudsættes normaliseret i 2025, jf. figur I.29. Dette indebærer en markant stigning i forbrugskvoten frem mod 2025, og den betydelige vækst i det private forbrug er en medvirkende faktor bag den forventede konjunkturnormalisering.

Stigende formuekvote

Den underliggende forbrugskvote afhænger af formuen og demografi. Frem mod 2025 ventes formuekvoten at stige betydeligt, hvilket er med til at øge forbruget i forhold til indkomsten. Den stigende formuekvote fra 2015 til 2025 skyldes primært stigende finansiel formue i den private sektor. Det skal ses i lyset af, at husholdninger og virksomheder de seneste år har sparet en relativt stor del af indkomsten op. I fremskrivningsperioden ventes opsparingskvoten gradvist normaliseret i takt med, at forbrugs- og investeringskvoter normaliseres, men den høje opsparingsandel bidrager til en stigende formue frem mod 2025. Samtidig vil den demografiske udvikling frem mod 2025 indebære en lidt højere andel af 50-64 årige. Denne gruppe vurderes at have en højere opsparingstilbøjelighed end de øvrige al-

dersgrupper, og denne udvikling vil omvendt trække i retning af en lavere forbrugskvote.

Figur I.29 Forbrugs- og formuekvote



Anm.: Forbrugskvoten angiver det private forbrugs andel af disponibel indkomst, og formuekvoten angiver den private formues andel af disponibel indkomst. Den private formue udgøres af den private ikke-pensionssektors finansielle formue, værdien af bolig og biler og pensionsformue efter skat. Den disponible indkomst er SMEC's langsigtede disponible indkomst. Den modelberegnede, underliggende forbrugskvote afhænger af formuekvoten (udglattet) og demografi.

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

Real huspris betydeligt over trend op til krisen

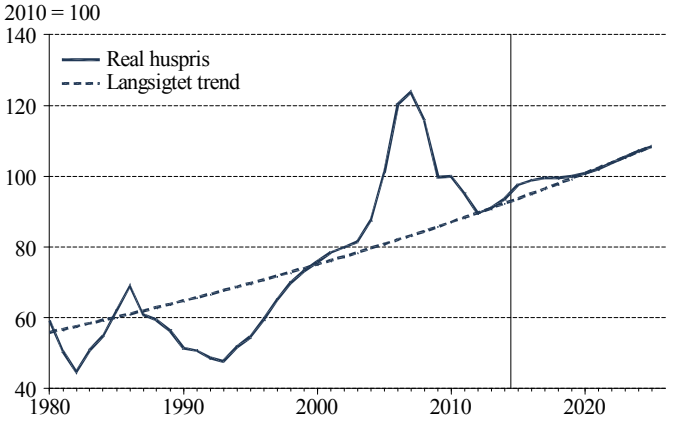
Kraftige prisstigninger på boligmarkedet var en stærkt medvirkende årsag til overophedningen af dansk økonomi i 2006-7, og den reale huspris lå betydeligt over det langsigtede niveau i midten af 00'erne, jf. figur I.30. I forbindelse med krisen faldt huspriserne betydeligt, og i perioden 2012-14 var den reale huspris omtrent på det langsigtede niveau.

Udsigt til afdæmpet fremgang i reale huspriser

I en lavkonjunktur vil huspriserne sædvanligvis blive bragt ned under det langsigtede niveau, og en vending på boligmarkedet med stigende boligpriser giver dermed ofte et bidrag til fremgang i det private forbrug og boliginvesteringer. De reale huspriser er endnu ikke kommet ned under den langsigtede trend, og ventes heller ikke at komme det frem

mod 2025. Det skal primært ses i lyset af de senere års historisk lave renter, der har bidraget til at holde huspriserne oppe. Renterne forudsættes imidlertid normaliseret i 2020, hvilket ventes at lægge et nedadgående pres på de reale huspriser frem mod 2020. Dette nedadgående pres forventes modvirket af udviklingen i indkomsten. Samlet set vurderes de reale huspriser at ligge en smule over det langsigtede niveau frem mod 2019 og derefter at følge den langsigtede trend. Det indebærer en gennemsnitlig årlig realvækst på godt 1¼ pct. fra 2015 til 2025.

Figur I.30 Real huspris



Anm.: Den reale huspris er defineret som kontantprisen på enfamiliehuse deflateret med deflatoren for det private forbrug. Den langsigtede trend er estimeret over perioden 1955-2014, dog ekskl. årene 2006-7.

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

Svag investeringsudvikling som følge af overskudskapital

Virksomhedernes investeringer har de seneste år udviklet sig svagt, jf. afsnit I.2. Det skal ses på baggrund af, at der har været overskud af kapital i virksomhederne som følge af det betydelige beskæftigelsesfald i forbindelse med krisen i 2008-9. Forholdet mellem kapital og arbejdskraft (K/L-forholdet) lå således over det trendmæssige niveau i perioden 2009-13, jf. figur I.31.

Betydelig stigning i beskæftigelsen de kommende år …

Beskæftigelsen ventes at vokse kraftigt frem mod 2025, og alene over årene 2015 til 2017 forventes en beskæftigelsesfremgang på knap 100.000 personer. Beskæftigelsesfremgangen skal tilskrives både normaliseringen af konjunkturerne og en strukturel stigning som følge af de senere års reformer.

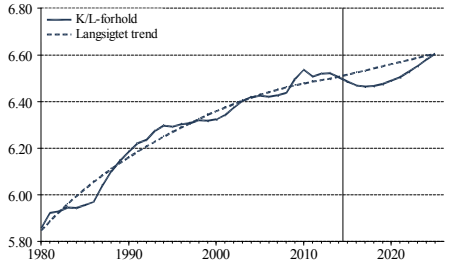
… giver fald i K/L-forhold frem mod 2017

Over tid er der en tendens til, at forholdet mellem kapital og arbejdskraft stiger. På kort sigt forventes det dog, at kapitalakkumulationen ikke vil kunne følge med beskæftigelsesfremgangen, og K/L-forholdet ventes derfor at falde frem til 2017. På længere sigt forudsættes virksomhederne at reetablere det trendmæssige K/L-forhold ved at øge investeringerne og derved kapitalapparatet. Over årene 2018-25 ventes kapitalapparatet at vokse mere end beskæftigelsen, hvorfor K/L-forholdet normaliseres frem mod 2025. Normaliseringen af kapitalapparatet kræver et betydeligt løft i investeringskvoterne de kommende år, jf. figur I.32.

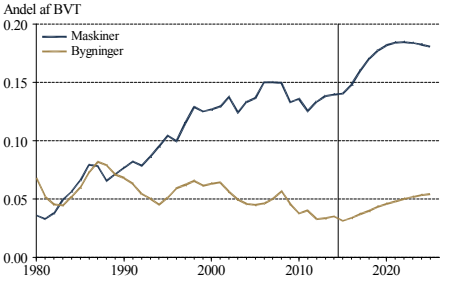
Strukturelle niveauer afgørende for vurdering af kapacitetspres

På kort sigt er forskellen mellem faktisk og strukturel produktion henholdsvis beskæftigelse de centrale mål for kapacitetspresset i økonomien. På længere sigt er udviklingen i den strukturelle arbejdsstyrke sammen med den underliggende udvikling i produktiviteten afgørende for den potentielle vækst i økonomien.

Figur I.31 K/L-forhold



Figur I.32 Investeringskvoter



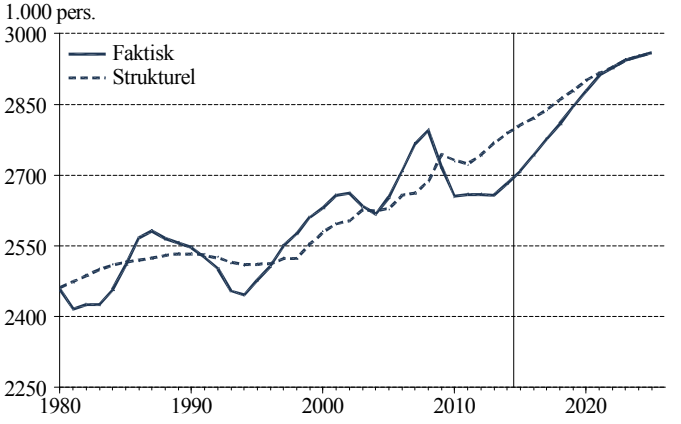
Anm.: K/L-forholdet i venstre figur er for de private byerhverv. Investeringskvoterne i højre figur viser maskin- henholdsvis bygningsinvesteringerne i forhold til bruttoværditilvæksten i faste priser i de private byerhverv.

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

Beskæftigelses-fremgang på 250.000 personer frem mod 2025

Der vurderes at være et betydeligt vækstpotentiale i dansk økonomi frem mod 2025. Beskæftigelsen i 2015 ligger knap 100.000 personer under det skønnede strukturelle niveau, og den strukturelle beskæftigelse ventes at stige godt 150.000 personer fra 2015 til 2025. Samlet ventes beskæftigelsen på den baggrund at stige ca. 250.000 personer fra 2015 til 2025, jf. figur I.33.

Figur I.33 Beskæftigelse



Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, DREAM's seneste socioøkonomiske fremskrivning og egne beregninger.

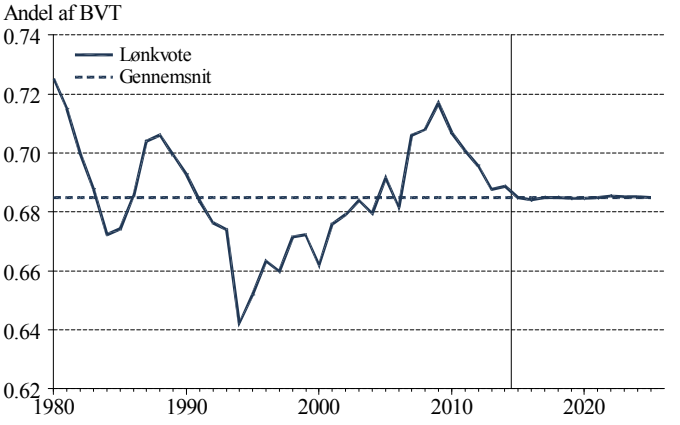
Arbejdsstyrke ventes at vokse 220.000 personer fra 2015 til 2025

Hovedparten af beskæftigelsesfremgangen frem mod 2025 ventes realiseret gennem en udvidelse af arbejdsstyrken. Bidraget fra arbejdsstyrken skyldes dels, at der aktuelt skønnes at være 70.000 færre personer i arbejdsstyrken end i en normal konjunktursituation, dels at der forventes en betydelig fremgang i den strukturelle arbejdsstyrke frem mod 2025 på ca. 150.000 personer. Sidstnævnte skyldes hovedsageligt, at der de seneste år er gennemført en række reformer. Særligt velfærdsaftalen fra 2006 og tilbagetrækningsreformen fra 2011 bidrager til at øge arbejdsstyrken strukturelt de kommende år. Arbejdsstyrken forudsættes samlet at stige ca. 220.000 personer fra 2015 til 2025.

Lønkvote på gennemsnitligt niveau fra 2015 til 2025

Lønkvoten, der angiver den samlede lønsums andel af den samlede bruttoværditilvækst, steg betydeligt under højkonjunkturen, blandt andet som en konsekvens af et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. Siden 2009 er lønkvoten faldet igen og ligger aktuelt omkring det historiske gennemsnit, jf. figur I.34. Udviklingen de seneste år skyldes en kombination af afdæmpede lønstigninger og en relativt hurtig genopretning af produktiviteten. Frem mod 2025 forudsættes lønkvoten at ligge omtrent på det historiske gennemsnit.

Figur I.34 Lønkvote i private byerhverv



Anm.: Lønkvoten angiver lønsummen som andel af nominelt BVT i de private byerhverv. Gennemsnittet er over perioden 1980-2014.
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Konsekvenser af skattelettelser og lavere vækst i det offentlige forbrug

Regeringsgrundlag lægger op til skattelettelser og lavere offentligt forbrug

Regeringen havde ved færdiggørelsen af denne rapport endnu ikke fremlagt et finanslovforslag for 2016, herunder et udspil til udgiftslofterne frem til 2019. Af regeringsgrundlaget fremgår det imidlertid, at regeringen har til hensigt at sænke skatten på de laveste arbejdsindkomster og på den sidst tjente krone med fem pct.point samt at holde de offentlige udgifter i ro de kommende år.

Omlægning reducerer størrelsen af den offentlige sektor

En sådan omlægning vil påvirke såvel den kortsigtede som den langsigtede økonomiske udvikling. Det skyldes, at skattelettelser og offentligt forbrug har forskellige aktivitetseffekter på kort sigt, og at forholdet mellem størrelsen på den offentlige og private sektor permanent vil ændres. Et lavere offentligt forbrug vil således indebære, at den offentlige sektor gradvist vil udgøre en mindre del af den samlede økonomi, og skattelettelser vil øge arbejdsudbuddet.

Illustrativ beregning af konsekvenserne af lavere indkomstskatter og lavere vækst i offentligt forbrug

I boks I.7 præsenteres en illustrativ beregning, hvor topskatten reduceres med 5 pct.point, og beskæftigelsesfradraget forøges med 8 pct.point. Skattelempelserne finansieres ved at reducere væksten i det offentlige forbrug med 0,5 pct.point i hvert af årene 2016 til 2019, således at der i 2019 frigøres 10,5 mia. kr. i 2015-priser.[1] Omlægningen er designet således, at den finanspolitiske holdbarhed er omtrent uændret. Den lavere vækst i det offentlige forbrug gør det muligt i 2025 at reducere skatterne med 22 mia. kr. i 2015-priser. Dette skyldes, at skattelettelserne har adfærdseffekter, der isoleret set forbedrer de offentlige finanser. Størstedelen af det mekaniske provenutab skyldes det højere beskæftigelsesfradrag.

Gradvis indfasning

Omlægningen svækker de offentlige finanser på kort sigt. For at undgå, at den negative påvirkning bliver for stor, indfases skattereformen gradvist. I beregningerne er forudsat en lineær indfasning, hvor en fjerdedel af skattelettelserne indfases i hvert af årene 2016-19. Den præsenterede omlægning vil næppe svare præcist til regeringens planer og har blot til formål at illustrere konsekvenserne af at finansiere skattelettelser med lavere vækst i det offentlige forbrug.

Beregninger tager ikke højde for mulige afledte virkninger på produktivitet og beskæftigelse

I beregningerne tages højde for, at lavere marginalskatter tilskynder beskæftigede til at øge deres arbejdstid. Ligeledes tages der højde for, at en lavere gennemsnitsskat på arbejdsindkomst vil gøre det mere attraktivt at komme i beskæftigelse. Derfor reduceres ledigheden, og arbejdsstyrken forøges. De viste beregninger tager imidlertid ikke højde

1) Dette svarer til den besparelse, der følger af nulvækst i 2016-19 med Finansministeriets forudsætninger i *Dokumentation for fastsættelsen af udgiftslofter for 2019*, august 2015.

for, at lavere marginalskatter potentielt kan indvirke på den enkeltes tilskyndelse til at ændre sin adfærd på en sådan måde, at produktiviteten forøges. Eksempelvis kan en lavere topskat gøre det mere fordelagtigt at tage en lang videregående uddannelse, at søge efter et bedre aflønnet job, eller at arbejde mere i den nuværende stilling for med større sandsynlighed at kunne blive forfremmet senere. Ligeledes tages der ikke højde for, at et lavere offentligt forbrug kan påvirke såvel produktivitet som beskæftigelse i den private sektor. Eksempelvis kan offentlige udgifter til børnepasning forøge arbejdsudbuddet, mens offentlige forbrugsudgifter til uddannelse og sundhed kan have en positiv indvirkning på produktiviteten i den private sektor.

Omlægning reducerer BNP på kort sigt, men positiv effekt på lang sigt

I det konkrete eksempel reduceres BNP på kort sigt, men forøges på lang sigt. Den negative effekt på kort sigt skyldes, at skattelettelserne indfases gradvist over tid, og at et lavere offentligt forbrug på kort sigt påvirker aktiviteten mere end skattelettelser. Den positive langsigtseffekt på BNP skyldes flere forhold. Skattelettelsernes positive arbejdsudbudseffekt forøger på længere sigt beskæftigelsen, hvilket trækker i retning af højere BNP. BNP forøges samtidig af, at den samlede produktivitet stiger. Det skyldes blandt andet, at beskæftigelsen flyttes fra den offentlige til den private sektor. I modsat retning trækker, at timeproduktiviteten i de private byerhverv reduceres. Det er en konsekvens af, at lønnen falder blandt andet som følge af det øgede arbejdsudbud. Derfor vil virksomhederne anvende mere arbejdskraft pr. kapitalenhed, og det reducerer produktiviteten.

Langsommere indfasning vil svække aktiviteten mere på kort sigt

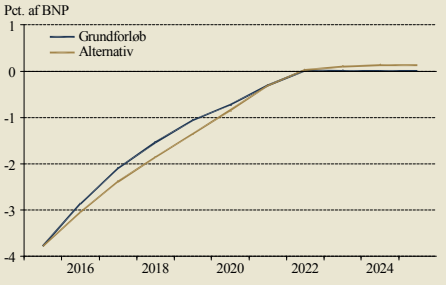
Det lavere aktivitetsniveau på kort sigt forværrer den offentlige saldo. I 2016 vil den faktiske saldo således bryde med 3 pct.-grænsen i lidt højere grad end i grundforløbet. Hvis dette skal modvirkes, kan skattelettelserne naturligvis indfases langsommere over tid. Dette vil forbedre de offentlige finanser på kort sigt, men samtidig vil de negative kortsigtede aktivitetseffekter af omlægningen blive mere udtalte.

Boks I.7 Lavere vækst i det offentlige forbrug og skattelettelser [a]

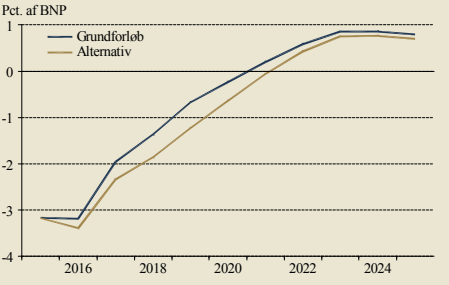
I det følgende præsenteres virkningerne af at reducere væksten i det offentlige forbrug i perioden 2016-19 og af at anvende provenuet på at reducere topskatten og forøge beskæftigelsesfradraget. Effekterne af skattelettelserne på arbejdsudbuddet følger Finansministeriets vurdering (jf. svar på Finansudvalgets spørgsmål nr. 38 (201) af 25. september 2014). En lavere topskat virker primært ved at forøge antallet af timer blandt topskatteydere. Et større beskæftigelsesfradrag påvirker både arbejdsudbuddet via en timeeffekt, da nogle skatteydere opnår en lavere marginalskat, og ved at påvirke gevinsten ved at komme i beskæftigelse. Den sidstnævnte effekt er indregnet via en lavere ledighed og en større arbejdsstyrke. Samlet er der lagt en arbejdsudbudseffekt på ca. 8.500 fuldtidsbeskæftigede til grund. Konsekvensberegninger er foretaget på den makroøkonometriske model SMEC. I omlægningen er det antaget, at skattelettelserne indfases lineært over perioden 2016-19. Grundforløbet angiver i det følgende den fremskrivning af udviklingen i dansk økonomi, der er præsenteret i afsnit I.2 og I.3.

Omlægningen forøger på lang sigt strukturelt BNP med godt ½ pct. Dette skyldes både de positive effekter på såvel arbejdsudbud som beskæftigelse og en positiv effekt på den samlede produktivitet. På kort sigt er der imidlertid en negativ effekt på BNP og beskæftigelsen, jf. figur A. Dette skyldes to forhold. For det første er den kortsigtede aktivitetseffekt af lavere offentligt forbrug større end den positive effekt af skattelettelser. Dette følger af, at den marginale forbrugstilbøjelighed er mindre end én, hvorved en vis andel af en skattelettelse vil blive anvendt til opsparing. For det andet indfases skattelettelsen kun gradvist. Faldet i BNP bidrager sammen med stigningen i strukturelt BNP til en udvidelse af output gap på kort sigt.

Figur A Output gap



Figur B Offentlig saldo



Kilde: Egne beregninger på baggrund af SMEC.

[a)] Beregningen er uddybet i et dokumentationsnotat, der ligger på De Økonomiske Råds Sekretariats hjemmeside.

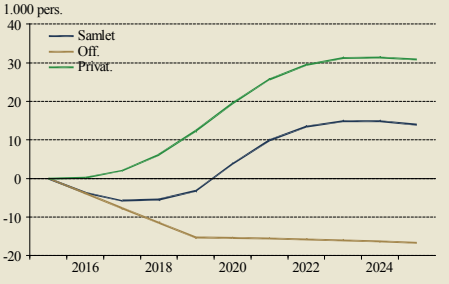
Boks I.7 Lavere vækst i det offentlige forbrug og skattelettelser ad, fortsat

I løbet af nogle år vil den lavere aktivitet imidlertid give sig udslag i lavere lønstigninger, hvilket gradvist forbedrer konkurrenceevnen. Dermed styrkes nettoeksporten, og BNP forøges relativt til grundforløbet. I 2020 er output gap reelt identisk med output gap i grundforløbet.

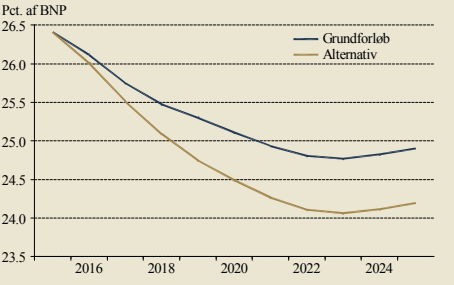
Den lavere økonomiske aktivitet på kort sigt betyder at den offentlige saldo forværres. I 2016 vil den således bryde med 3 pct.-grænsen i en anelse højere grad end i grundforløbet, mens forskellen mellem saldoen i forhold til grundforløbet indsnævres de efterfølgende år, jf. figur B. Antallet af offentligt ansatte reduceres med godt 15.000 fuldtidsbeskæftigede på lang sigt. På kort sigt reduceres den samlede beskæftigelse desuden, men efter 2020 vil antallet af fuldtidsbeskæftigede være højere end i grundforløbet. Dette dækker over en kraftig stigning i den private beskæftigelse, jf. figur C. I 2025 er beskæftigelsen i den private sektor steget med godt 30.000 fuldtidsbeskæftigede, hvilket dog skal ses i lyset af ikke alle pris- og mængdetilpasninger i SMEC har fundet sted på dette tidspunkt, hvorfor beskæftigelsen er højere end det strukturelle niveau.

Samlet vil en sådan omlægning medføre en betydelig aktivitetsforskydning, hvor den offentlige sektor reduceres i størrelse, mens den private sektor vokser mere. En konsekvens af en sådan omlægning er, at det offentlige forbrugs andel af BNP reduceres fra knap 25 pct. i grundforløbet til ca. 24¼ pct., jf. figur D. Det private forbrug forøges til gengæld med 1,5 point.

Figur C Ændring i beskæftigelse



Figur D Offentligt forbrug



Anm.: Figuren til venstre viser ændringen i antallet af fuldtidsbeskæftigede i forhold til grundforløbet.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af SMEC.

Omlægning en politisk afvejning

Den langsigtede positive aktivitetseffekt dækker over, at der foretages en betydelig forskydning af aktiviteten frem mod 2025, således at den offentlige sektors andel af den samlede økonomi mindskes med ¾ pct. af BNP i 2025 i forhold til grundforløbet. Størrelsen på den offentlige sektor er i sidste ende et politisk valg, ligesom det vil være en politisk afvejning, hvorvidt det højere BNP-niveau opvejer reduktionen af det offentlige serviceniveau.

I.4 Finansielle forhold

Lempelig pengepolitik og store udsving på de finansielle markeder

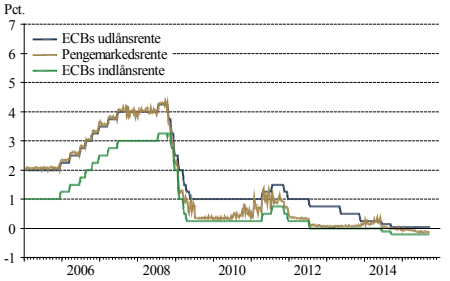
De finansielle markeder er præget af den lempelige pengepolitik i USA og Europa, som lægger et kraftigt nedadgående pres på markedsrenterne og et opadgående pres på aktiekurserne. I USA har centralbanken indstillet de senere års ekstraordinære opkøb af særligt statsobligationer og ventes at påbegynde en normalisering af de pengepolitiske renter i løbet af andet halvår. Den forestående stramning af den amerikanske pengepolitik har sammen med en stigende bekymring for vækstudsigterne i blandt andet Kina bidraget til store udsving på de finansielle markeder de seneste måneder, jf. afsnit I.5.

Lempelig pengepolitik i euroområdet i en rum tid endnu

I euroområdet lempede Den Europæiske Centralbank (ECB) pengepolitikken yderligere i foråret ved at iværksætte sit nye og omfangsrige opkøbsprogram for primært statsobligationer. Opkøbsprogrammet, der som udgangspunkt vil fortsætte indtil september 2016, indeholder månedlige opkøb for ca. 60 mia. euro og forventes at øge ECB's balance betragteligt. Opkøbsprogrammet forstærker effekten af centralbankens meget lave pengepolitiske rente, som har befundet sig på 0,05 pct. siden efteråret 2014, jf. figur I.35. I betragtning af de afdæmpede inflations- og vækstudsigter for euroområdet er der udsigt til, at ECB fastholder den lempelige politik på omkring det nuværende niveau i en rum tid. Det kan endda ikke udelukkes, at centralbanken vil lempe pengepolitikken yderligere.

Figur I.35 ECB's pengepolitik

Pengepolitiske renter



ECB's balance

Anm.: ECB's udlånsrente er renten på de løbende likviditetstildelinger (*Main Refinancing Operations*, MRO), og pengemarkedsrenten i euroområdet er dag-til-dag pengemarkedsrenten (EONIA). Seneste observation er medio september 2015.

Kilde: Macrobond og ECB.

Risiko for langvarig stagnation i euroområdet …

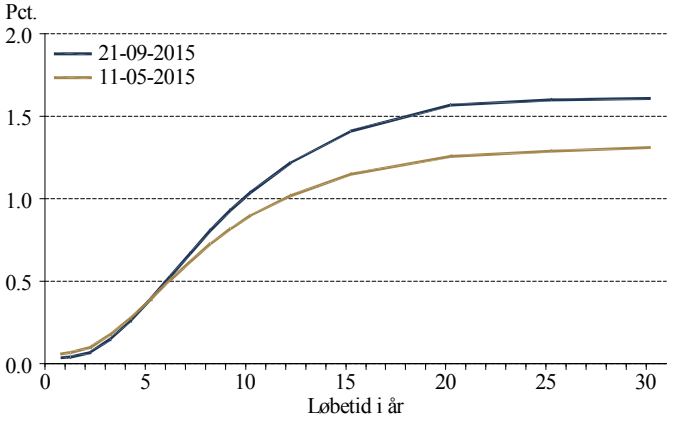
Der har gennem længere tid været diskussion om, hvorvidt euroområdet er på vej til at blive ramt af langvarig stagnation. I et sådant scenarie vil væksten være lav i en længere periode, og inflationen vil befinde sig mærkbart under ECB's inflationsmål på knap 2 pct. Som følge heraf vil de pengepolitiske renter befinde sig på et meget lavt niveau i en lang periode. Der er tegn på, at ECB's lempelse af pengepolitikken har bidraget til at reducere markedsaktørernes bekymring for en langvarig stagnationsperiode. Ændringen i euroområdets rentekurve siden foråret indikerer således, at markedsaktørerne i betydelig grad har øget deres forventninger til de pengepolitiske renter på længere sigt, jf. figur I.36. Det er den forventede reaktion, hvis markedsaktørerne har opjusteret deres forventninger til den langsigtede vækst og inflation i euroområdet.

… er aftaget siden foråret

Ingen ændring af de pengepolitiske renter i Danmark …

I Danmark ligger Nationalbankens pengepolitiske renter stadig lavere end ECB's pengepolitiske renter som følge af de selvstændige danske rentesænkninger i begyndelsen af året, jf. figur I.37.

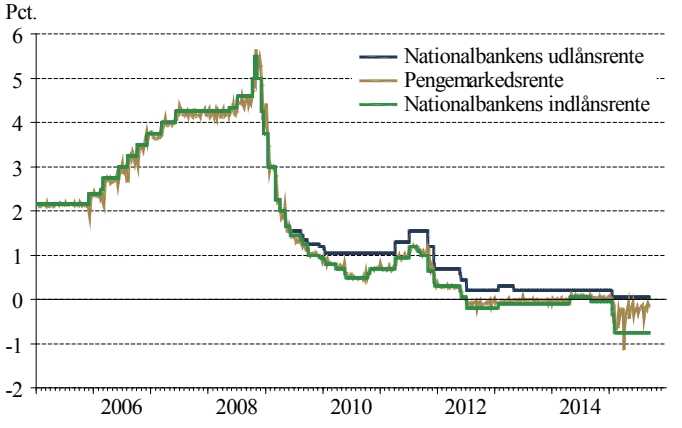
Figur I.36 Rentekurve



Anm.: Kurven viser den faste rente i en renteswap for løbetider mellem 1 og 30 år, hvor den variable rente er euroområdets pengemarkedsrente (EURIBOR) med en løbetid på seks måneder. Swap-renten kan benyttes som en indikator for markedsaktørernes forventninger til den gennemsnitlige pengemarkedsrente i renteswapens løbetid. Pengemarkedsrenten kan forventes at følge ECB's pengepolitiske renter tæt.

Kilde: Macrobond.

Figur I.37 Pengepolitiske renter i Danmark



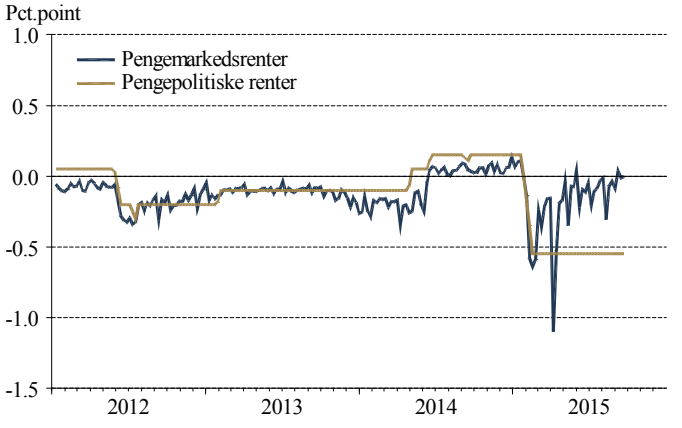
Anm.: Nationalbankens indlånsrente er renten på indskudsbeviser, og den danske pengemarkedsrente er dag-til-dag pengemarkedsrenten. Seneste observation er medio september 2015.

Kilde: Macrobond.

… men indsnævring af pengemarkeds-rentespænd

Nationalbankens rentesænkninger i begyndelsen af året førte til et negativt spænd mellem pengemarkedsrenten i Danmark og euroområdet. Et negativt rentespænd gør formueplaceringer i Danmark mindre fordelagtige relativt til placeringer i euroområdet. Det tilskynder til udstrømning af finansiel kapital fra Danmark til euroområdet, hvilket trækker i retning af en svækkelse af kronen overfor euroen. Dermed modvirkede Nationalbanken tendensen til indstrømning af finansiel kapital og styrkelse af kronen i begyndelsen af året. Selvom de pengepolitiske renter er fastholdt i både Danmark og euroområdet, er der sket en indsnævring af rentespændet på pengemarkedet, så det nu er tæt ved 0 pct., jf. figur I.38. Indsnævringen skyldes hovedsageligt, at den danske pengemarkedsrente er steget.

Figur I.38 Rentespænd



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

Kilde: Macrobond.

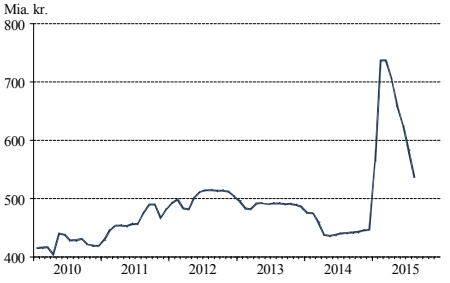
Udstedelsen af statsobligationer genoptages i oktober

På opfordring af Nationalbanken indførte Finansministeriet i begyndelsen af året et udstedelsesstop for statsobligationer. Udstedelsesstoppet bidrog til at understøtte Nationalbankens bestræbelse på at holde kronen stabil overfor euroen, da det dæmper statsobligationsrenterne og dermed tilskyndelsen til kapitalindstrømning i Danmark. På indstilling fra Nationalbanken har Finansministeriet besluttet at genoptage udstedelsen af statsobligationer i oktober. Det er et udtryk for en normalisering af forholdene på valutamarkedet.

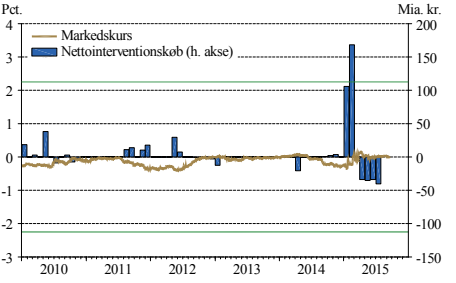
Markant reduktion af valutareserven

Valutareserven, der voksede voldsomt under markedspresset mod kronen i januar og februar, er nedbragt fra 740 mia. kr. i februar til 536 mia. kr. i august. Valutareserven nærmer sig således niveauet fra før markedspresset, jf. figur I.39. Reduktionen af valutareserven skyldes primært, at Nationalbanken har solgt euro mod køb af kroner. Kronen har i hele perioden ligget meget stabilt overfor euroen med svingninger sikkert indenfor det tilladte udsvingsbånd, jf. figur I.40.

Figur I.39 Valutareserve



Figur I.40 Kronekurs



Anm.: Danmark fører fastkurspolitik overfor euroen med en politisk fastsat centralkurs på ca. 7,46 kr. pr. euro og et udsvingsbånd på +/- 2,25 pct. af centralkursen. Seneste observation er medio september. Positivt nettointerventionskøb svarer til køb af euro mod salg af kroner.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Normalisering af forholdene på valutamarkedet

Faldet i valutareserven er ligesom den snarlige genoptagelse af udstedelsen af danske statsobligationer et udtryk for en betydelig normalisering af forholdene på valutamarkedet. Den overnormale interesse for formueplacering i Danmark er reduceret, og på trods af indsnævringen af pengemarkedsrentespændet har der været tendens til udstrømning af finansiel kapital fra Danmark til euroområdet. Nationalbanken har modvirket det medfølgende pres for en svækkelse af kronen ved at købe kroner og sælge euro. Det reducerer valutareserven. Det er forventningen, at Nationalbanken vil søge en yderligere nedbringelse af valutareserven mod niveauet fra før markedspresset og herefter lade de pengepolitiske renter følge ECB's renter ganske tæt.

Kapitalmarkederne

Markant rentefald i begyndelsen af året …

Renten på såvel danske som tyske tiårige statsobligationer faldt støt fra begyndelsen af 2014 til april 2015, hvor de nåede et historisk lavt niveau omkring 0,1 pct., jf. figur I.41. Det kraftige fald skal ses i sammenhæng med den uhyre lempelige pengepolitik i såvel Danmark som euroområdet. Den tyske rente har desuden været påvirket af ECB's ekstraordinære opkøb af netop statsobligationer, og den danske rente har været påvirket af udstedelsesstoppet, der har virkninger, som minder om et opkøbsprogram.

… efterfulgt af moderat stigning

De seneste måneder er statsobligationsrenterne steget noget igen og lå medio september på ca. 1 pct. Det er fortsat et meget lavt niveau. Rentestigningen afspejler formentlig en nedjustering af risikoen for langvarig stagnation i euroområdet blandt markedsaktørerne, jf. ovenfor. Rentestigningen kan også i nogen grad tilskrives en korrektion, da renterne på statsobligationer med lange løbetider blev presset endog meget langt ned i forbindelse med implementeringen af ECB's opkøbsprogram.

Figur I.41 Statsobligationsrenter

Anm.: De viste renter er på tiårige statsobligationer. Seneste observation er medio september 2015.
Kilde: Macrobond.

Udsigt til kun svagt stigende statsobligationsrenter

I betragtning af udsigten til en langvarig periode med meget lempelig pengepolitik i euroområdet forventes kun en moderat stigning i den tiårige tyske statsobligationsrente de kommende år. Den tyske statsobligationsrente ventes således at nå et årsniveau på godt ½ pct. i år. For 2016 og 2017 skønnes et årsniveau på henholdsvis knap 1¼ pct. og knap 2 pct. Den danske statsobligationsrente antages at følge den tyske, men med et positivt rentespænd på ca. ¼ pct.point.

Stigning i den lange realkreditrente

Den 30-årige realkreditrente faldt betragteligt i foråret og nåede i april ned på 2,1 pct. Ligesom statsobligationsrenterne er den 30-årige realkreditrente steget noget henover sommeren og lå medio september på ca. 2,7 pct. Den korte realkreditrente blev negativ i februar, hvor den nåede et historisk bundniveau på -0,4 pct. I de efterfølgende måneder er den korte realkreditrente steget svagt, så den medio september lå på ca. 0 pct., jf. figur I.42.

Figur I.42 Realkreditrenter

Anm.: Den korte realkreditrente er en sammenvejning af renter på realkreditobligationer med løbetider mellem et og to år. Seneste observation er medio september 2015.

Kilde: Realkreditrådet.

Forventning om moderat stigning i den 30-årige realkreditrente

Som den tiårige statsobligationsrente ventes den 30-årige realkreditrente kun at stige moderat fra sit nuværende niveau. I 2015 forventes et årsniveau på knap 2¾ pct. stigende til godt 3 og ca. 3½ pct. i 2016-17, jf. tabel I.4.

Tabel I.4 Hovedtræk af renteprognosen

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

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

Kilde: Macrobond og egne skøn.

Opbremsning på aktiemarkedet efter markante kursstigninger

De danske aktiekurser steg markant i begyndelsen af året i forbindelse med lempelsen af pengepolitikken i euroområdet og presset mod kronen. Tendensen til stigende aktiekurser ophørte i april, og fra maj til medio september har aktiekurserne svinget forholdsvis kraftigt, dog omkring et nogenlunde stabilt niveau. OMXC20-indekset, der består af de 20 mest omsatte aktier på Københavns Fondsbørs, befandt sig således på omtrent samme niveau medio september som i april, jf. figur I.43.

Figur I.43 Danske aktier

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

Kilde: Macrobond.

Udlånsrenter og kreditgivning

Lempelig pengepolitik afspejles nu bedre i udlånsrenter

Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlånsrenter har generelt været faldende siden sommeren 2011. Udlånsrenterne faldt yderligere i første halvår, hvilket i nogen grad kan tilskrives en afsmittende effekt fra de lave kapitalmarkedsrenter, og udlånsrenterne befinder sig nu på det laveste niveau siden 2005. Dermed afspejles de senere års meget lempelige pengepolitik nu i højere grad i pengeinstitutternes udlånsrenter.

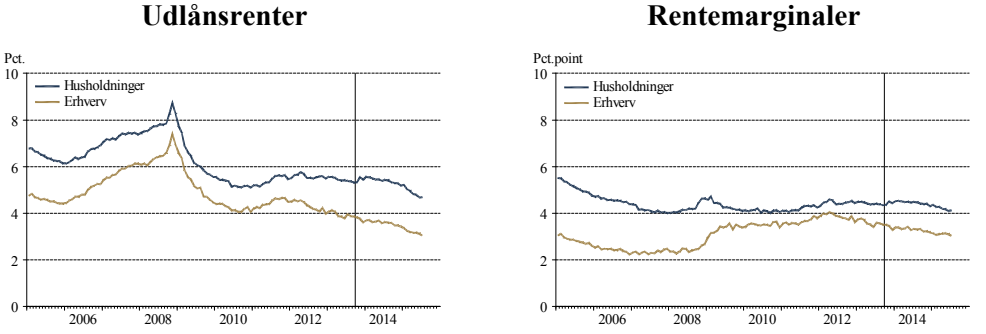
Betydelige rentefald for erhvervskunder

Rentefaldet har været særlig udtalt for erhvervskunderne de senere år. Fra juli 2011 til juli 2015 oplevede erhvervskunderne et fald i udlånsrenten på ca. 1,5 pct.point. Siden sommeren 2012 er også rentemarginalen faldet. Det kan afspejle, at en skærpet konkurrence om erhvervskunderne har bidraget til faldet i udlånsrenten i denne periode. Det harmonerer med resultaterne fra Nationalbankens kvartalsvise udlånsundersøgelse, hvor pengeinstitutternes har meldt om øget konkurrence. Faldet i de gennemsnitlige udlånsrenter kan dække over en betydelig spredning i udlånsrenten overfor de enkelte erhvervskunder. De gennemsnitlige udlånsrenter er også faldet overfor husholdningerne, men noget mindre end for erhvervene, jf. figur I.44.

Kraftigt fald i realkredittens udlånsrenter

De senere års uafbrudte fald i realkreditinstitutternes gennemsnitlige udlånsrenter eksklusive bidragssatser fortsatte i første halvår. De meget lave udlånsrenter afspejler de faldende renter på realkreditobligationerne. Realkreditinstitutternes gennemsnitlige bidragssatser faldt en anelse gennem første halvår, men ligger fortsat betydeligt højere end før 2008. Faldet i udlånsrenterne er dog væsentligt større end stigningen i bidragssatserne, jf. figur I.45. Dermed er realkreditinstitutternes udlånsrenter inklusive bidragssatser faldet betydeligt de senere år.

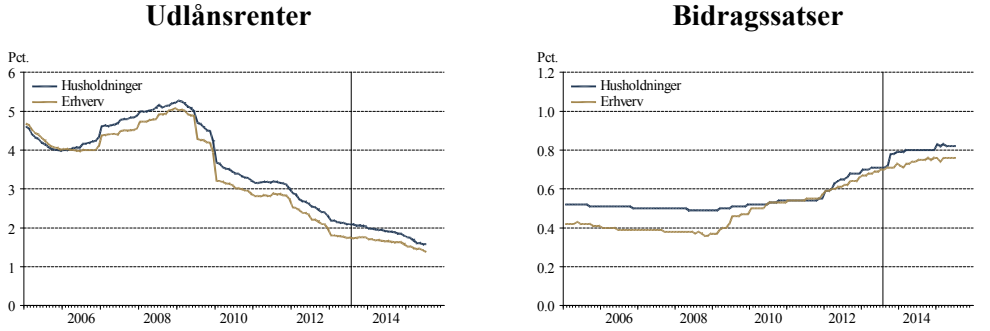
Figur I.44 Pengeinstitutternes udlånsrenter og rentemarginaler



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

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Figur I.45 Realkreditinstitutternes udlånsrenter og bidragssatser



Anm.: Figuren viser gennemsnitlige udlånsrenter og bidragssatser for realkreditinstitutternes indenlandske udlån. Udlånsrenterne er eksklusive bidragssatser. Seneste observation er juli 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Fald i andelen af realkreditudlån med variabel rente

Andelen af realkreditudlånet til ejerboliger og fritidshuse med variabel rente er faldet de senere år. Tendensen blev styrket i første halvår, jf. figur I.46. Det skyldes formentlig, at mange husholdninger valgte at udnytte de historisk lave renter til at konvertere fra rentetilpasningslån til lån med fast rente. Det kraftige rentefald har desuden betydet, at husholdninger, der tidligere har optaget realkreditlån med fast rente, med fordel har kunnet konvertere til et nyt fastforrentet lån med en lavere rente.

Omtrentlig fastholdelse af det samlede udlån fra institutterne

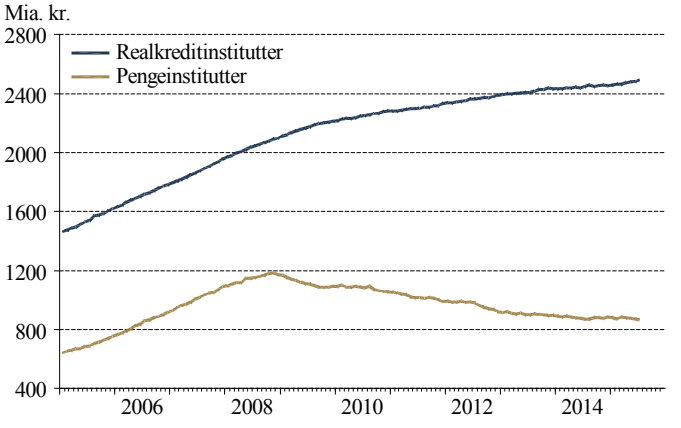
Siden 2010 har det samlede udlån fra penge- og realkreditinstitutterne til indenlandske husholdninger og virksomheder ligget nogenlunde stabilt på ca. 3.300 mia. kr. Stigningen i udlånet fra realkreditinstitutter har således lidt mere end opvejet faldet i udlånet fra pengeinstitutterne. Forskydningen af udlånet i retning af realkreditinstitutterne skal ses i sammenhæng med, at pengeinstitutterne generelt blev hårdere ramt af finanskrisen i 2008, og at realkreditrenterne er faldet betragteligt i de senere år, jf. figur I.47.

Figur I.46 Variabelt forrentede realkreditudlån

Anm.: Figuren viser den procentdel af realkreditudlånet til ejerboliger og fritidshuse, der er med variabel rente. Seneste observation er juli 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Figur I.47 Udlån fra penge- og realkreditinstitutter



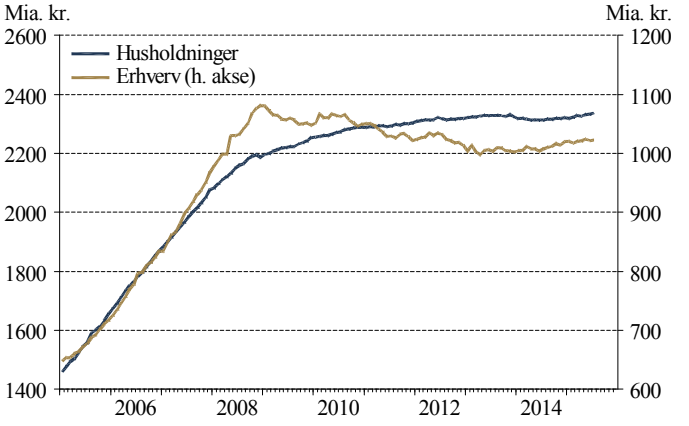
Anm.: Figuren viser det samlede udlån til indenlandske husholdninger og erhverv fra henholdsvis penge- og realkreditinstitutterne. Realkreditinstitutternes udlån er opgjort til nominel værdi. Seneste observation er juli 2015. Egen sæsonkorrektion.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Svagt stigende tendens i udlånet til erhverv

Det samlede udlån fra penge- og realkreditinstitutterne til indenlandske erhverv havde en aftagende tendens fra vinteren 2008 frem til sommeren 2013. Siden da har erhvervsudlånet haft en stigende tendens. Udlånet til indenlandske husholdninger faldt lidt i begyndelsen af 2014, men har efterfølgende haft en svagt stigende tendens. Den svagt stigende tendens i udlånet til indenlandske husholdninger og virksomheder er omtrent sammenfaldende med den begyndende fremgang i dansk økonomi. Sammenlignet med årene før finanskrisen i 2008 er stigningen dog meget beskeden, jf. figur I.48.

Figur I.48 Udlån til husholdninger- og erhverv



Anm.: Figuren viser det samlede udlån fra penge- og realkreditinstitutter til indenlandske husholdninger og erhverv. Seneste observation er juli 2015. Egen sæsonkorrektion.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Finansiel stabilitet

Fald i solvensen, men fortsat kapital-overdækning

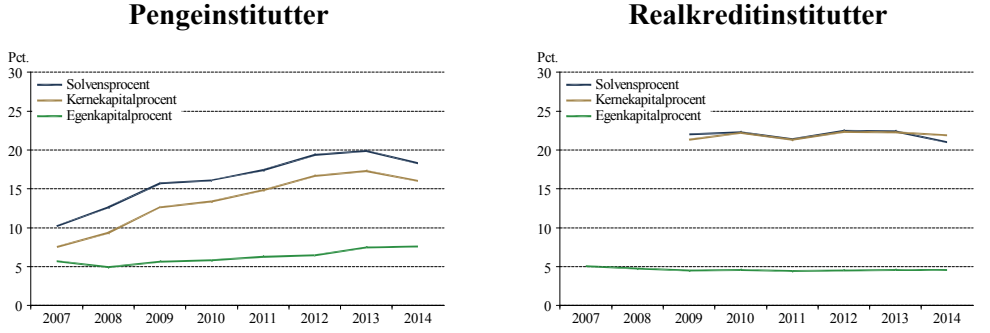
Pengeinstitutternes gennemsnitlige solvens- og kernekapitalprocenter faldt begge godt 1,5 pct.point fra begyndelsen af 2014 til midten af 2014. Solvens- og kernekapitalprocenterne ligger fortsat betydeligt højere end i 2007. Egenkapitalprocenten er også øget de senere år og lå ultimo 2014 på

7,6 pct.[2] For realkreditinstitutterne har solvens-, kernekapital og egenkapitalprocenterne ligget relativt stabilt i en længere periode, jf. figur I.49.

Fortsat betydelig likviditets-overdækning

Pengeinstitutternes likviditetsoverdækning har svinget betydeligt de senere år. Likviditetsoverdækningen er institutternes likviditet udover lovens minimumskrav udtrykt i procent af lovens minimumskrav. Likviditetsoverdækningen faldt fra 160 pct. ultimo 2013 til ca. 110 pct. medio 2014, jf. figur I.50. I Finanstilsynets tilsynsdiamant indgår et pejlemærke for likviditetsoverdækningen på 50 pct. Med 110 pct. ligger likviditetsoverdækningen fortsat i behørig afstand fra dette pejlemærke.

Figur I.49 Solvens, kerne- og egenkapitalprocent



Anm.: Solvens- og kernekapitalprocenterne er medio året. Egenkapitalprocenterne er ultimo året.
Kilde: Finanstilsynet.

2) Solvensprocenten er kapitalgrundlaget i procent af den samlede risikoeksponering. Kernekapitalprocenten er kernekapitalen, der består af egentlig kernekapital (aktiekapital o. lign.) og hybrid kernekapital, i procent af de risikovægtede eksponeringer. Egenkapitalprocenten er den bogførte egenkapital i procent af den bogførte balancesum.

Figur I.50 Likviditetsoverdækning

Anm.: Likviditetsoverdækningen er den overskydende likviditet efter opfyldelse af lovens minimumskrav udtrykt i procent af lovens minimumskrav. Tallene er ultimo året.

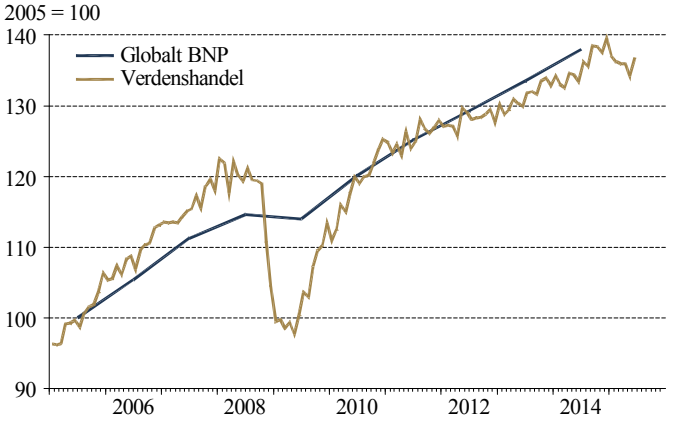
Kilde: Finanstilsynet.

I.5 International økonomi

Større usikkerhed om global vækst

De seneste måneder er der kommet flere negative signaler om udviklingen i global økonomi. De finansielle markeder og råvarepriserne har været præget af store udsving, og verdenshandlen faldt i første halvår, jf. figur I.51. De negative tendenser hænger sammen med en svækkelse i flere af de såkaldte vækstøkonomier og en tiltagende bekymring for udviklingen i kinesisk økonomi. Der kan imidlertid ikke konstateres nogen afgørende svækkelse af væksten i første halvår i hverken USA eller euroområdet. De seneste måneders negative signaler om verdensøkonomien har dog øget risikoen for en global opbremsning i andet halvår.

Figur I.51 Globalt BNP og verdenshandlen



Anm.: Verdenshandel er CPB's *World Trade Monitor*, der er en indikator for handlen med varer. Seneste observation for verdenshandlen er juni 2015.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 97* og CPB.

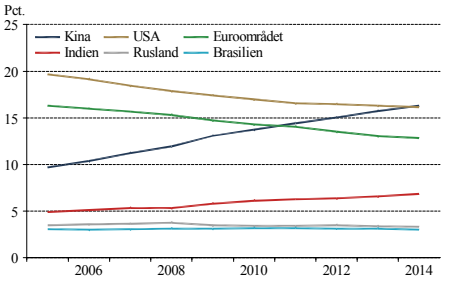
Forværrede udsigter for flere Vækst-økonomier…

Flere af de store vækstøkonomier har mistet momentum den senere tid. Det gælder særligt Rusland og Brasilien, der begge er i kraftig tilbagegang. Begge økonomier er storeksportører af råvarer og lider derfor under de lave råvarepriser. Russisk økonomi er samtidig mærket af handelsrestriktionerne mellem Rusland og Vesten. I Kina er væksten fortsat kun moderat aftagende, men der er usikkerhed om, hvorvidt Kina står overfor en mere markant vækstnedgang. Situation er mere positiv i Indien, hvor væksten fortsat er solid og vækstudsigterne gode.

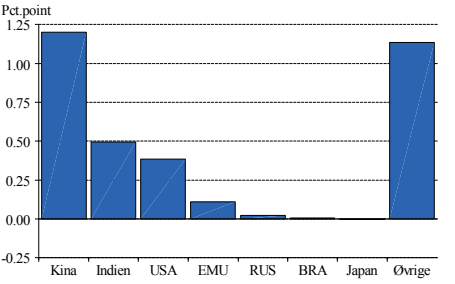
… spiller en betydelig rolle for global økonomi

Vækstøkonomierne spiller en betydelig rolle for verdensøkonomien. En række år med meget høj vækst har ført til, at disse økonomier er kommet til at fylde meget i globalt BNP og yde meget store bidrag til den globale vækst. Alene Kina, der nu er verdens største økonomi, bidrog med ca. en tredjedel af den globale vækst i 2014, jf. figur I.52 og figur I.53. En vækstnedgang i Kina kan således svække den globale vækst betragteligt. Rusland og Brasilien fylder noget mindre end Kina i globalt BNP, men tilbagegangen i disse lande er meget kraftig.

Figur I.52 BNP-andele



Figur I.53 Vækstbidrag i 2014



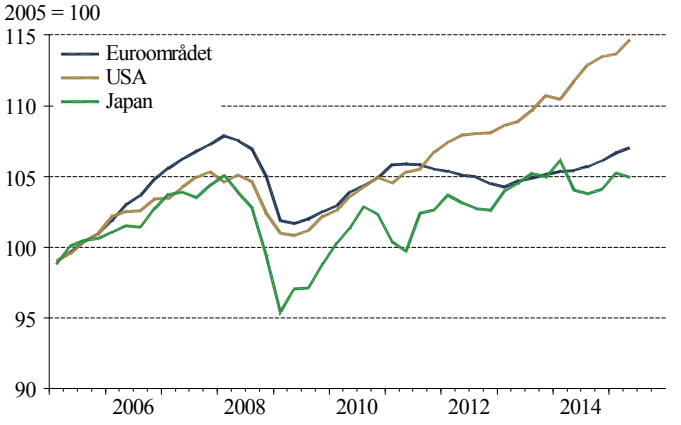
Anm.: Venstre figur viser økonomiernes andele af globalt BNP. Højre figur viser vækstbidrag til globalt BNP. Vækstbidragene i figuren summerer til den samlede vækst i globalt BNP.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 97* og Macrobond.

Stabil vækst i de avancerede økonomier

I de avancerede økonomier fortsatte væksten i første halvår i omtrent det hidtidige tempo, jf. figur I.54. Særligt for euroområdet er væksten ikke prangende, men udviklingen indebærer en fortsat bedring af konjunktursituationen. Nogle af de økonomiske indikatorer er svækkede på det seneste, og opbremsningen i flere af vækstøkonomierne vil formentlig dæmpe væksten lidt i de avancerede økonomier. Vækstudsigterne er dog fortsat positive og understøttes af den lave oliepris, de lave renter og ophøret af de seneste års vækstdæmpende finanspolitik. En voksende indenlandsk efterspørgsel i såvel USA som Europa ventes at trække et moderat opsving i de avancerede økonomier.

Figur I.54 BNP



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2015.
Kilde: Macrobond.

Råvarepriser og finansielle markeder

Faldende råvarepriser

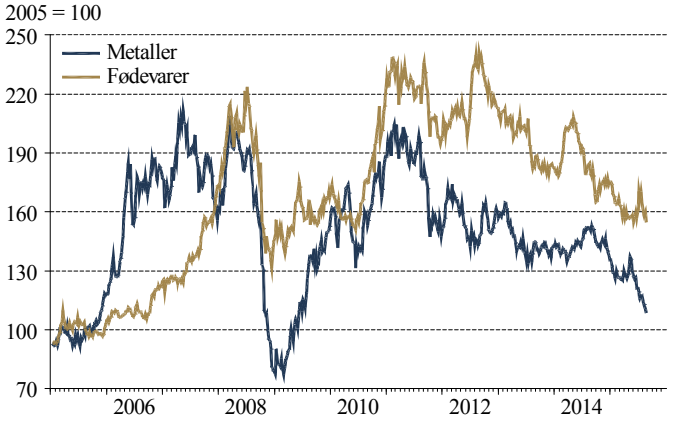
Råvarepriserne har været aftagende siden sommeren 2014 og er faldet særlig kraftigt de seneste måneder, jf. figur I.55. Et rigeligt udbud af mange råvarer lægger et nedadgående pres på priserne, jf. Verdensbanken.[3] Den seneste tids fald i råvarepriserne afspejler formentlig også en afdæmpet global efterspørgsel. Det gælder ikke mindst faldet i prisen på metaller. Kina forbruger knap halvdelen af verdens metaller, så det seneste prisfald kan meget vel være relateret til en mere afdæmpet udvikling i dele af den kinesiske økonomi.

Omtrent halvering af olieprisen

Olieprisen blev halveret fra sommeren 2014 til foråret 2015 efter i en årrække at have svinget mellem 100 og 120 dollar pr. tønde. I foråret steg olieprisen lidt, men den er siden faldet tilbage og lå medio september på knap 50 dollar, jf. figur I.56. Oliemarkedet er præget af store udsving og betydelig usikkerhed om den fremtidige prisudvikling.

3) *Commodity Markets Outlook*, World Bank, 2015.

Figur I.55 Råvarepriser



Anm.: Figuren viser The Economists prisindeks for verdensmarkedspriserne på henholdsvis fødevarer og metaller. Seneste observation er medio september 2015.

Kilde: Macrobond.

Figur I.56 Olieprisen

Anm.: Figuren viser prisen på Brent-råolie. Seneste observation er medio september 2015.

Kilde: Macrobond.

Olieprisen påvirket af stort udbud …

Olieprisen er faldet mere end råvarepriserne generelt. Det tyder på, at olieprisfaldet i særlig grad er drevet af branchespecifikke forhold. Nye producenter, ikke mindst skifergasindustrien i Nordamerika, er indtrådt på energimarkedet, og OPEC-landene har øget udbuddet.

… og atomaftale med Iran

Olieprisfaldet afspejler formentlig også en forventning om stigende fremtidigt udbud som følge af atomaftalen mellem Iran og FN's sikkerhedsråd fra juli 2015. Aftalen indebærer, at sanktionerne mod import af iransk olie ophæves, hvis Iran overholder aftalens bestemmelser. Det Internationale Atomagentur (IAEA) skal i december første gang vurdere, om dette er tilfældet. Da Iran har en stor olieproduktion og store olieforekomster, kan atomaftalen medføre en betydelig forøgelse af det fremtidige udbud af olie på verdensmarkedet.

Olieprisfald er gavnligt for væksten

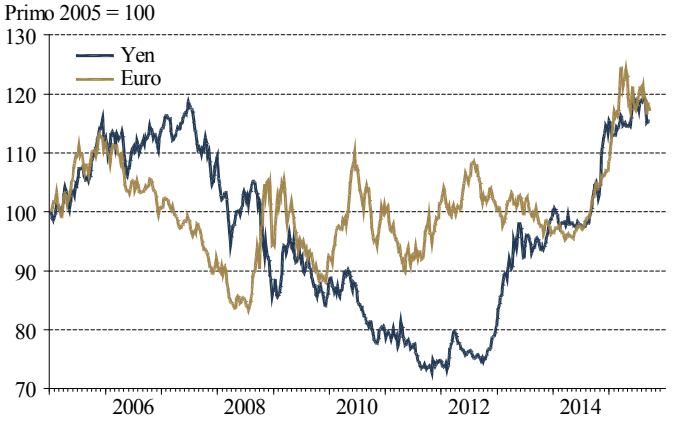
Olieprisfaldet bidrager til at løfte væksten i international økonomi. Olieprisfaldet indebærer en omfordeling af midler fra olieeksportører til olieimportører. Det vil øge den samlede efterspørgsel, da olieimportørerne generelt har en større forbrugstilbøjelighed.[4] Olieprisfaldet vil desuden reducere produktionsomkostningerne i andre sektorer og dermed stimulere deres udbud. OECD vurderede i juni, at olieprisfaldet vil øge væksten i såvel 2015 som 2016 med ca. ¼ pct.point i euroområdet og med knap ½ pct.point i USA.

Svækkelse af hovedvalutaer overfor dollar …

Over det seneste års tid er flere af verdens hovedvalutaer svækket betragteligt overfor dollaren. Det gælder særligt for euro og japanske yen, jf. figur I.57. Valutakurserne er præget af betydelige udsving, men den underliggende tendens til svækkelse af euro og yen overfor dollar kan i høj grad forklares med forskelle i pengepolitikken. Den amerikanske centralbank har påbegyndt normaliseringen af pengepolitikken ved at indstille de senere års ekstraordinære opkøbsprogrammer. I euroområdet og Japan har normaliseringen af pengepolitikken længere udsigter.

4) *Global Implications of lower oil prices*, IMF 2015.

Figur I.57 Valutakurser



Anm.: Figuren viser kursen på euro og yen overfor dollar. En stigning i valutakursen svarer til en svækkelse af valutaen. Seneste observation er medio september 2015.

Kilde: Macrobond.

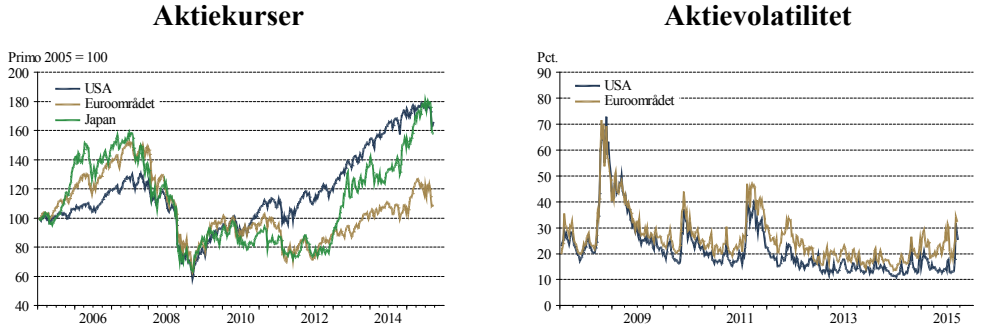
… dæmper væksten i USA og øger den i euroområdet og Japan

Styrkelsen af dollaren svækker den amerikanske konkurrenceevne betragteligt. Med udgangspunkt i styrkelsen af dollaren vurderede OECD i juni, at nettoeksporten vil yde et negativt bidrag til USA's samlede vækst i perioden 2015-16 på ca. 1¼ pct.point. I euroområdet og Japan vurderes nettoeksporten modsat at bidrage positivt til væksten i størrelsesordenen ½ pct.point. Styrkelsen af dollaren indebærer således, at væksten i international økonomi skubbes fra USA mod blandt andet Europa og Japan.

Ustabilitet på aktiemarkederne

Aktiemarkederne har været præget af stor ustabilitet de seneste måneder. I både euroområdet, USA og Japan blev en længere periode med store kursstigninger brudt i foråret, og i august faldt kurserne brat. I euroområdet og USA er der desuden sket en stigning i aktievolatiliteten de seneste måneder, jf. figur I.58. Aktievolatiliteten udtrykker investorernes forventninger til størrelsen af de fremtidige kursudsving. Ustabiliteten på aktiemarkedet kan i nogen grad henføres til de negative signaler om kinesisk økonomi og usikkerheden vedrørende den forestående stramning af den amerikanske pengepolitik.

Figur I.58 Aktiemarkeder



Anm.: Højre figur viser for USA VIX-indekset og for euroområdet VSTOXX-indekset. Disse indeks er baseret på den implicitte kursvolatilitet, der er indregnet i optioner på aktier i henholdsvis S&P 500 og STOXX 50. Seneste observation er medio september 2015.

Kilde: Macrobond.

Prognosen for international økonomi

Nedjustering af vækstprognosen siden foråret

Overordnet set er prognosen for væksten i international økonomi i 2015 nedjusteret en smule i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2015*. For årene 2016-17 er vækstskønnene i store træk som i foråret. Nedjusteringen i 2015 afspejler svækkelsen i vækstøkonomierne, men også at vækstudsigterne er forringet lidt for de avancerede økonomier. International økonomi ventes at blive understøttet af den lave oliepris og ophøret af de senere års vækstdæmpende finanspolitik i USA og euroområdet. Pengepolitikken i euroområdet forventes at forblive lempelig i en længere periode, mens den amerikanske pengepolitik forventes gradvist strammet fra det nuværende meget lempelige niveau. Hovedtræk af prognosen for international økonomi fremgår af boks I.8. Skønnene for væksten i international økonomi er i store træk på linje med de seneste vækstskøn fra de internationale prognosemagere som OECD og IMF.

Boks I.8 Den internationale konjunkturprognose

Denne boks præsenterer hovedtræk af den internationale konjunkturprognose. Yderligere information om prognosen findes i *Bilag til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, efterår 2015*. Vækstskønnene for udvalgte, store økonomier er vist herunder.

Tabel A Vækstskøn

	2014	2015	2016	2017	2025[a)]
Euroområdet	0,9	1,4	1,8	2,4	1,9
USA	2,4	2,5	3,0	3,3	2,6
Japan	-0,1	0,5	0,8	0,8	1,1
Kina	7,5	6,5	6,3	6,0	5,0

a) "2025-søjlen" viser den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2017 til 2025.

Pengepolitiske forudsætninger

Prognosen bygger på en forudsætning om, at Den Europæiske Centralbank (ECB) som annonceret vil foretage ekstraordinære opkøb af primært statsobligationer for ca. 60 mia. euro månedligt frem til september 2016. Den pengepolitiske rente forudsættes at blive fastholdt på det nuværende niveau på 0,05 pct. i samme periode. Herefter forudsættes ECB at hæve den pengepolitiske rente, så den er ¼ pct. ved udgangen af 2016 og ¾ pct. ved udgangen af 2017. I USA har den pengepolitiske rente befundet sig på 0,25 pct. siden december 2008. Den amerikanske centralbank (FED) ventes at påbegynde normaliseringen af renten i løbet af andet halvår 2015, så den ved udgangen af året ligger på ½ pct. Den pengepolitiske rente skønnes at være ca. 1¾ pct. ved udgangen af 2016 og ca. 3 pct. ved udgangen af 2017.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken forudsættes at være omtrent neutral for væksten i både USA og euroområdet i 2015 og i 2016. I juni skønnede OECD, at den strukturelle primære saldo i euroområdet vil blive forværret med 0,1 pct. af strukturelt BNP i 2015 og være uforandret i 2016. For USA skønnede OECD en forbedring af den strukturelle primære saldo på henholdsvis 0,3 og 0,1 pct. af strukturelt BNP i 2015-16. De skønnede ændringer er små set i forhold til størrelsen af de opstramninger, som er foretaget i både USA og euroområdet de seneste år. Der er således udsigt til, at de senere års vækstdæmpende impulser fra finanspolitikken ophører.

Boks I.8 Den internationale konjunkturprognose, fortsat

Øvrige forudsætninger

Olieprisen skønnes kun at stige svagt fra sit nuværende niveau på knap 50 dollar pr. tønde over de næstkommende år. For 2015 skønnes et årsniveau på 56 dollar pr. tønde, mens der for 2016-17 skønnes årsniveauer på 59 og 63 dollar pr. tønde. For fremskrivningen af olieprisen frem til 2025 er Verdensbankens prognose fra juli 2015 lagt til grund.

Nyt langsigtsniveau for olieprisen

Forholdene på oliemarkedet er ændret markant med tilkomsten af skifergasindustrien i Nordamerika, den iranske atomaftale og det store udbud fra OPEC-landene. De ændrede markedsforhold trækker alle i retning af en lavere oliepris også på længere sigt. De ændrede forhold på oliemarkedet er ikke indarbejdet i den seneste fremskrivning fra Det Internationale Energiagentur (IEA). Derfor tager olieprisprognosen denne gang udgangspunkt i Verdensbankens fremskrivning fra juli, hvor der er taget højde for disse forhold. I prognosen antages derfor nu et markant lavere langsigtsniveau for olieprisen end i *Dansk Økonomi, forår 2015*.

Risiko for hård opbremsning i global økonomi

Prognosen bygger på en forventning om, at svækkelsen i flere af vækstøkonomierne er moderat, relativ kortvarig og ikke får betydelige konsekvenser for de avancerede økonomier. Der er imidlertid en risiko for, at svækkelsen ikke mindst i Kina bliver værre end lagt til grund og spreder sig gennem både samhandel og de finansielle markeder. Det kan i så fald føre til en hård opbremsning i verdensøkonomien. En intensivering af konflikten mellem Rusland og Vesten omkring situationen i Ukraine har også potentiale til at svække international økonomi. Ligeledes kan en pludselig græsk udtræden af euroen også få negative følger for særligt euroområdet. Selvom den forventede udvikling kun er nedjusteret en smule, er risikobilledet således forværret siden foråret.

Vækstøkonomier

Fortsat vækst-afdæmpning i Kina

Væksten i kinesisk økonomi har været meget høj i en længere årrække, men har haft en moderat aftagende tendens siden midten af 00'erne. Tendensen fortsatte i første halvår med vækstrater på henholdsvis 6,8 og 6,6 pct. (å/å) i første og andet kvartal, jf. figur I.59.

Figur I.59 BNP-vækst i Kina

Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2015.
Kilde: Macrobond.

Forventning om vækst lidt under officiel målsætning

På baggrund af den seneste tids negative signaler om kinesisk økonomi vurderes væksten i kinesisk økonomi at nå ca. 6½ pct. i år, hvilket er lidt under regeringens målsætning om en vækst på ca. 7 pct. Væksten ventes at falde yderligere til ca. 6¼ pct. i 2016 og ca. 6 pct. i 2017.

Omstillingsfase i Kina indebærer lavere strukturel vækst

Kinesisk økonomi befinder sig i en omstillingsfase, hvor behovet for yderligere investeringer i infrastruktur og ejendomssektoren bliver mindre, og væksten fremover i højere grad skal drives af en udbygning af servicesektoren og stigende privat forbrug, jf. IMF.[5] Det er forventeligt, at den kinesiske BNP-vækst i forbindelse med denne omstilling

5) *People's republic of China, 2015 Article IV Consultation*, IMF.

gradvist falder til et niveau, som minder mere om væksten i de avancerede økonomier. Den aftagende vækst er således grundlæggende drevet af aftagende strukturel vækst, men der kan også i et vist omfang været tale om et konjunkturelt betinget fald i væksten i disse år.

Kreditvækst kan indebære finansielle risici

Flere internationale observatører har bemærket, at de senere års høje investeringsaktivitet er modsvaret af en voldsom kreditvækst, der kan have opbygget risici i Kinas finansielle system. Der er mange historiske eksempler på finansielle kriser i kølvandet på episoder med høj kreditvækst. Derfor er det efter al sandsynlighed en positiv udvikling, at den kinesiske kreditvækst er nedbragt fra 35 pct. (å/å) ved udgangen af 2009 til 12 pct. (å/å) i juni 2015. Ifølge IMF er nedbringelsen af kreditvæksten drevet af en strammere finansiel regulering, der samtidig har bidraget til at flytte finansiel aktivitet fra uregulerede aktører (såkaldte skyggebanker) til den konventionelle banksektor.

Stærkt negativ udvikling i russisk økonomi

Russisk økonomi har været ramt af tilbagegang siden efteråret 2014. Tilbagegangen tiltog i første halvår, hvor BNP skrumpede med 1,6 pct. og 2 pct. (k/k) i henholdsvis første og andet kvartal, jf. figur I.60. Den meget negative udvikling skyldes, at landet er hårdt ramt fra flere sider. Rusland lider både under den lave oliepris, idet landet er storeksportør af råolie, og under de gensidige sanktioner mod Vesten som følge af konflikten i Ukraine.

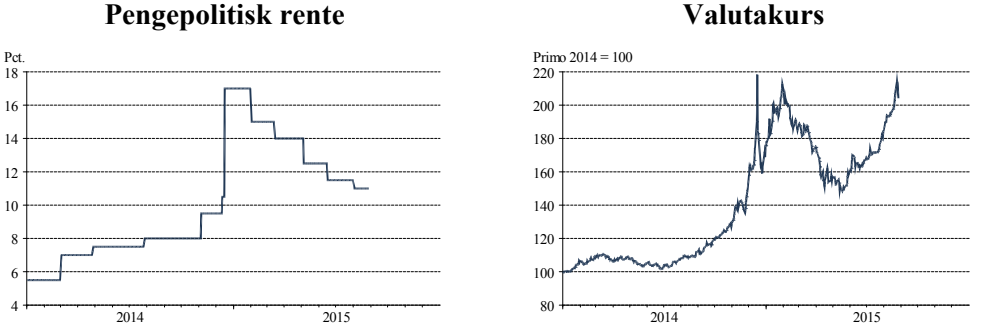
Massive udsving i russiske renter og valutakurs

I forbindelse med den negative udvikling i russisk økonomi er der opstået finansiel uro. Rublen blev svækket kraftigt i vinters i forbindelse med olieprisfaldet og den usikre geopolitiske situation. For at modvirke svækkelsen af rublen hævede den russiske centralbank den pengepolitiske rente til 17 pct. i december. Efterfølgende er renten gradvist sænket til 11 pct., men valutaen er svækket på ny, jf. figur I.61. De store udsving i renten og valutaen indebærer en stor økonomisk usikkerhed, der er skadelig for økonomien.

Figur I.60 BNP i Rusland

Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2015.
Kilde: Macrobond.

Figur I.61 Pengepolitik og valutakurs i Rusland



Anm.: Venstre figur viser den primære pengepolitiske rente, og højre figur viser kursen mellem rubel og dollar. En stigning i kursen svarer til en svækkelse af rublen. Seneste observation er medio september 2015.
Kilde: Macrobond.

Forventning om kraftig tilbagegang i Rusland i 2015

Det vurderes, at russisk BNP vil falde med ca. 4 pct. i år. Vækstudsigterne for de kommende år afhænger i høj grad af olieprisen, og om sanktionerne mellem Rusland og Vesten bliver opretholdt. Modelberegninger fra IMF tyder på, at sanktionerne reducerer BNP med 1-1½ pct. på kort sigt og med op til 9 pct. på mellemlang sigt, hvis de opretholdes.[6] Den betydelige effekt på mellemlang sigt skal ses i sammenhæng med, at importrestriktionerne hæmmer Ruslands adgang til ekstern finansiering af investeringer i ny teknologi. Der er dog betydelig usikkerhed om størrelsesordenen af denne effekt.

Euroområdet

Fortsættelse af moderat fremgang i euroområdet

I euroområdet voksede BNP med henholdsvis 0,5 og 0,4 pct. (k/k) i første og andet kvartal. Det er i store træk en fortsættelse af den moderate fremgang, som har stået på siden foråret 2013, jf. figur I.62. Selvom væksten ikke har været prangende, har den været lidt højere end den strukturelle vækst, så der er sket en beskeden forbedring af konjunktursituationen. Dette fremgår også af, at beskæftigelsen har været stigende gennem 2014. Beskæftigelsesstigningen har bidraget til et fald i ledighedsprocenten fra 12,1 pct. medio 2013 til 10,9 pct. i juli 2015, jf. figur I.63.

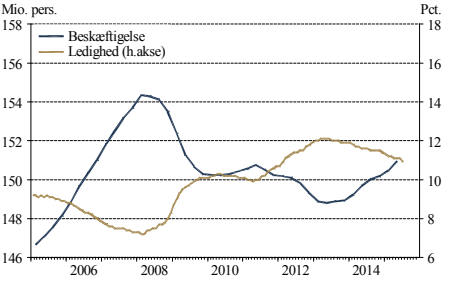
Tydeligt billede af moderat opsving

De seneste år har der været et vist grundlag for en bekymring om, at euroområdet skulle befinde sig i den indledende fase af en langvarig stagnationsperiode. Den vedvarende fremgang i BNP og forbedringen på arbejdsmarkedet tegner imidlertid et tydeligt billede af, at euroområdet befinder sig i et moderat opsving, der er stærkt nok til at øge beskæftigelsen og reducere ledigheden. Fremgangen i første halvår har styrket dette indtryk.

6) *Russian Federation, 2015 Article IV Consultation*, IMF.

Figur I.62 BNP i euroområdet

Figur I.63 Beskæftigelse og ledighed i euroområdet



Anm.: Ledigheden er opgjort i procent af arbejdsstyrken. Seneste observation for BNP er 2. kvartal 2015. Seneste observation for beskæftigelsen er 1. kvartal 2015, og seneste observation for ledigheden er juli 2015.

Kilde: Macrobond.

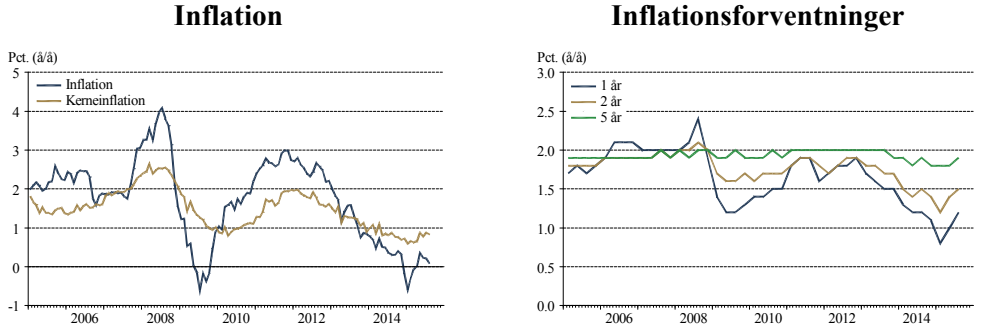
Stigning i kerneinflation og inflationsforventninger

Bekymringen for langvarig stagnation i euroområdet tiltog i efteråret og vinteren, da euroområdet blev ramt af deflation og vigende inflationsforventninger, som modvirker effekten af ECB's lempelige pengepolitik. I foråret lempede ECB pengepolitikken yderligere med et omfangsrigt opkøbsprogram for statsobligationer for at understøtte de mellemsigtede inflationsudsigter. Det har formentlig bidraget til, at kerneinflationen har været stigende gennem året, og at prognosemagerne har opjusteret deres inflationsforventninger, jf. figur I.64. Der er også tegn på, at aktørerne på de finansielle markeder har opjusteret deres forventninger til den langsigtede inflation og vækst i euroområdet, jf. afsnit I.4.

Risiko for deflation i andet halvår

De faldende råvarepriser har dog lagt et betydeligt nedadgående pres på inflationen, og det kan ikke udelukkes, at euroområdet igen oplever deflation i andet halvår. En lav inflation eller decideret deflation er ikke sig i selv et problem, da den trækker i retning af højere reale indkomster. Det afgørende er, at den ikke indlejres i inflationsforventningerne og derigennem modvirker effekterne af den lempelige pengepolitik. Denne risiko kan ikke helt udelukkes, men forekommer ikke sandsynlig i betragtning af den vedvarende realøkonomiske fremgang, den stigende kerneinflation og signalerne fra ECB om, at centralbanken i givet fald vil reagere med nye lempelser af pengepolitikken.

Figur I.64 Inflation og inflationsforventninger i euroområdet



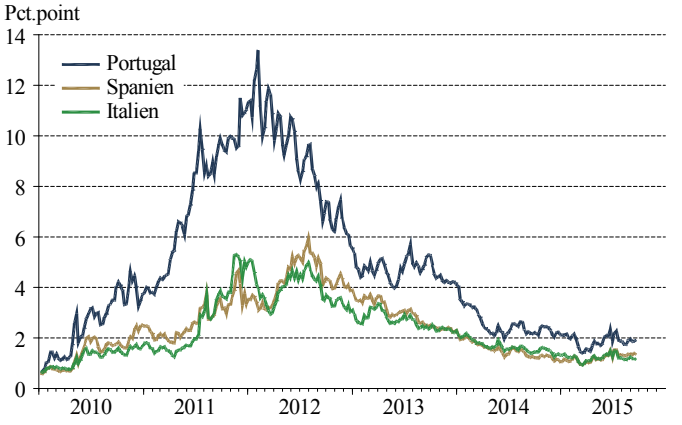
Anm.: Kerneinflationen er inflationen eksklusive bidrag fra energi- og uforarbejdede fødevarer. Inflationsforventningerne er fra ECB's *Survey of Professional Forecasters*. Seneste observation for inflationen og kerneinflationen er august 2015, og seneste observation for inflationsforventningerne er 3. kvartal 2015.

Kilde: Macrobond.

Beskedne effekter af krisen i Grækenland

Forløbet omkring forlængelsen af det græske låneprogram med EU og IMF indikerer, at de senere års reformer og tilpasninger i de enkelte lande har gjort euroområdet mere robust overfor negative begivenheder. I sommermånederne gik forhandlingerne om låneprogrammets forlængelse flere gange i stå, og risikoen for en græsk statsbankerot og udtræden af euroen steg betydeligt. Modsat tidligere år havde de negative nyheder kun beskedne afsmittende virkninger på de andre eurolande. Der skete således kun en lille udvidelse af rentespændene på italienske, spanske og portugisiske statsobligationer overfor tyske statsobligationer, jf. figur I.65. Udgangen på forhandlingerne blev en ny græsk lånepakke på 86 mia. euro.

Figur I.65 Rentespænd



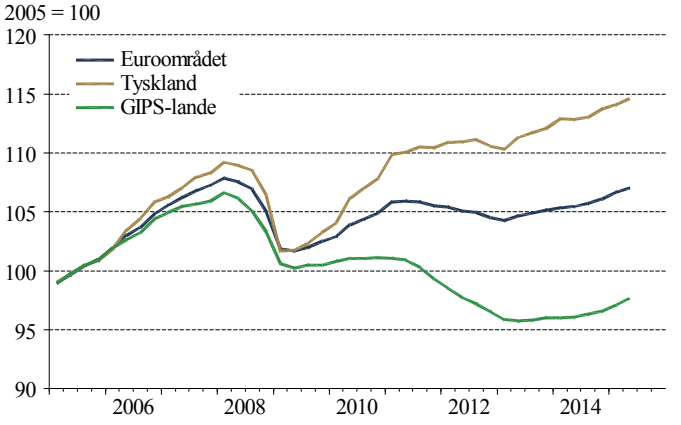
Anm.: Figuren viser rentespænd på tiårige statsobligationer overfor tyske statsobligationer. Seneste observation er medio september 2015.

Kilde: Macrobond.

Begyndende indsnævring af forskelle mellem eurolande

Der er fortsat stor heterogenitet mellem eurolandene, hvor kernelande som Tyskland er præget af soliditet og stabil fremgang, mens flere af landene i euroområdets periferi er hårdt mærkede af de senere års krise. Forskellene mellem landene blev dog indsnævret en anelse i første halvår. For første gang siden 2008-9 var væksten i GIPS-landene (Grækenland, Italien, Portugal og Spanien) højere end i euroområdet generelt – endda lidt højere end væksten i Tyskland, jf. figur I.66. Alle GIPS-lande oplevede fremgang i første halvår, men det var i særlig grad Spanien, der trak væksten op. Opsvinget er dermed også begyndt i flere af de lande, som har været hårdest ramt af de senere års krise.

Figur I.66 BNP i eurolande

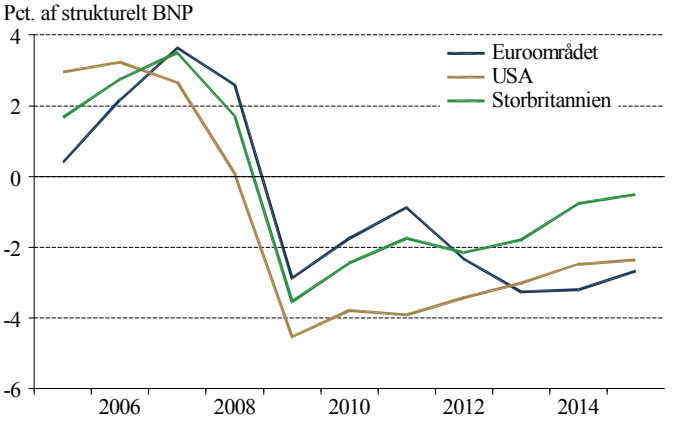


Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2015.
Kilde: Macrobond.

Svag genopretning i euroområdet

Det igangværende opsving i euroområdet er dog markant svagere end opsvinget i flere andre avancerede økonomier, jf. figur I.67. Kontrasten til konjunkturudviklingen i britisk økonomi er særlig tydelig. Storbritannien blev ramt hårdt af det internationale tilbageslag i 2008-9, men har i de efterfølgende år oplevet en solid fremgang, der har bragt BNP tæt på det strukturelle niveau. I modsætning hertil blev konjunktursituationen i euroområdet forværret under statsgældskrisen i 2010-13, og den efterfølgende genopretning er relativ svag.

Figur I.67 Output gap



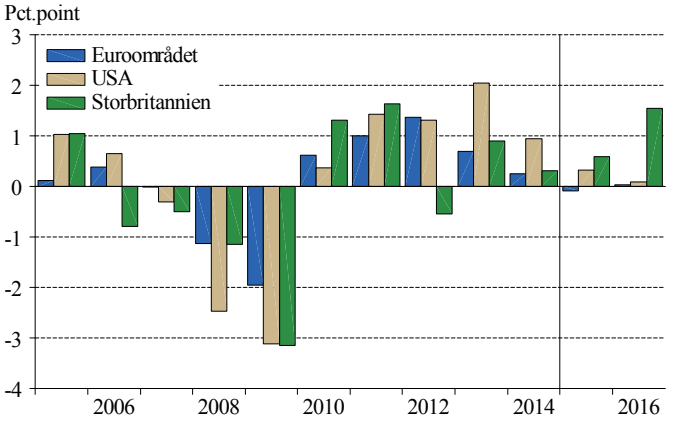
Anm.: Output gap er forskellen mellem faktisk BNP og strukturelt BNP udtrykt i procent af strukturelt BNP. Tallene for 2015 er OECD's prognose fra juni 2015.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 97*.

Finanspolitiske opstramninger på niveau med USA og Storbritannien

Den svage konjunkturudvikling i euroområdet hænger sammen med konsolideringsbehovet i både den offentlige og private sektor. Efter at have lempet finanspolitikken for at afbøde virkningerne af tilbageslaget i 2008-9 strammede eurolandene finanspolitikken betragteligt i årene 2010-14. Opstramningerne svækkede den offentlige efterspørgsel gennem mindsket offentligt forbrug og offentlige investeringer og den private efterspørgsel gennem skatte- og afgiftsstigninger. Størrelsen af opstramningerne i euroområdet henover perioden 2010-14 er på niveau med opstramningerne i USA og Storbritannien, jf. figur I.68. Fra 2015 er der udsigt til, at finanspolitikken i euroområdet ophører med at være vækstdæmpende.

Figur I.68 Finanspolitiske opstramninger



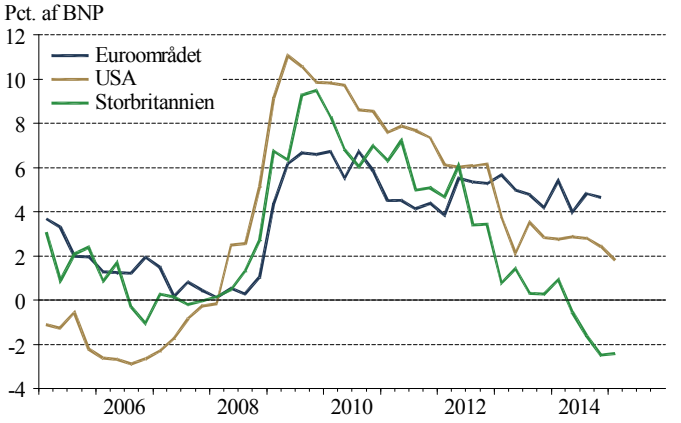
Anm.: Figuren viser ændringen i den strukturelle primære offentlige saldo i pct. af strukturelt BNP i det enkelte år opgjort af OECD. Denne ændring er en indikator for størrelsen af den diskretionære ændring af finanspolitikken. Et positivt tal svarer til en stramning af finanspolitikken. Tallene for 2015 og 2016 er OECD's prognose fra juni 2015.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 97*.

Fortsat høj privat nettofordrings-erhvervelse i euroområdet …

Euroområdets private sektor øgede sin nettofordringserhvervelse markant i forbindelse med tilbageslaget i 2008-9. Siden da har nettofordringserhvervelsen haft en svagt aftagende tendens, men lå fortsat relativt højt på over 4 pct. af BNP ved udgangen af 2014. Udviklingen i euroområdets private nettofordringserhvervelse står i skarp kontrast til udviklingen i USA og navnlig Storbritannien. Her steg den private nettofordringserhvervelse mere end i euroområdet i 2009, men er til gengæld nedbragt betydeligt siden, jf. figur I.69.

Figur I.69 Nettofordringserhvervelse i privat sektor



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2015 for USA og Storbritannien og 4. kvartal 2014 for euroområdet.
Kilde: Macrobond.

… afspejler fortsat bestræbelse på konsolidering i privat sektor

Stigningen i nettofordringserhvervelsen er modstykket til en svag udvikling i det private forbrug og investeringerne i forhold til udviklingen i den disponible indkomst og indtjeningen i virksomhederne. Stigningen afspejler således en bestræbelse blandt husholdninger og virksomheder på at konsolidere sig ovenpå tabene under finanskrisen og de forværrede økonomiske udsigter. Udviklingen i nettofordringserhvervelserne indikerer således, at konsolideringsfasen i den private sektor er mere fremskreden i USA og Storbritannien end i euroområdet.

Godt grundlag for vækst i euroområdet …

Den efterhånden lange periode med ekstraordinær høj nettofordringserhvervelse i euroområdet gør det dog mere og mere sandsynligt, at konsolideringsbehovet i den private sektor snart aftager. Det aftagende konsolideringsbehov danner sammen med ophøret af de senere års vækstdæmpende finanspolitik grundlag for en solid økonomisk fremgang. Vækstudsigterne understøttes desuden af den lave oliepris, ECB's lempelige pengepolitik og den svage euro.

… men forventning om moderat vækst i år

Det er imidlertid sandsynligt, at det dramatiske forløb omkring forlængelsen af det græske låneprogram og opbremsningen i flere af vækstøkonomierne tager toppen af væksten i euroområdet i andet halvår. På denne baggrund skønnes euroområdet at vokse moderat med ca. 1½ pct. i år. De kommende år forventes såvel en bedring af den indenlandske efterspørgsel som højere vækst i international økonomi at øge væksten i euroområdet til ca. 1¾ pct. i 2016 og knap 2½ pct. i 2017.

USA

Fortsat fremgang i første halvår

Amerikansk økonomi voksede med 0,2 og 0,9 pct. (k/k) i henholdsvis første og andet kvartal. Det er moderate vækstrater set i forhold til økonomiens potentiale. Væksten i første kvartal var påvirket af midlertidige forhold som den usædvanligt hårde vinter og strejker ved havnene på den amerikanske vestkyst. Samlet set indebærer fremgangen i første halvår omtrent en fortsættelse af de senere års tendens til vækst lidt over niveauet for den strukturelle vækst.

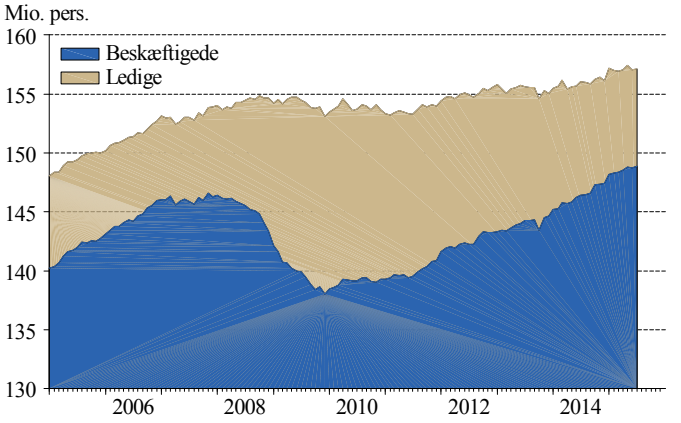
Fremgang på arbejdsmarkedet …

Væksten i første halvår bidrog til en fortsættelse af bedringen på arbejdsmarkedet i form af vedvarende stigninger i beskæftigelsen og fald i ledigheden. Den amerikanske arbejdsstyrke er vokset, så stigningen i beskæftigelsen har været større end faldet i ledigheden, jf. figur I.70. Målt i procent af arbejdsstyrken er ledigheden faldet til 5,1 pct. i august. Det er meget tæt på såvel OECD's som den amerikanske centralbanks (FED) skøn for den strukturelle ledighedsprocent.

… men ingen tendens til stigende lønvækst

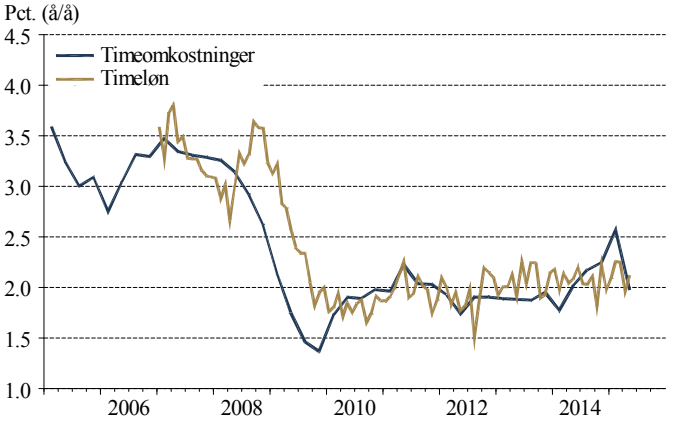
Når ledighedsprocenten nærmer sig det strukturelle niveau, er det forventeligt, at den begyndende knaphed på arbejdskraft giver sig udslag i stigende lønvækst. Der kan imidlertid endnu ikke spores nogen stigende tendens i lønvæksten i den private sektor. Væksten i de samlede lønomkostninger tiltog ganske vist i første kvartal, men faldt tilbage i andet kvartal, jf. figur I.71.

Figur I.70 Beskæftigelse og ledighed i USA



Anm.: Seneste observation er juli 2015.
Kilde: Macrobond.

Figur I.71 Lønvækst i USA

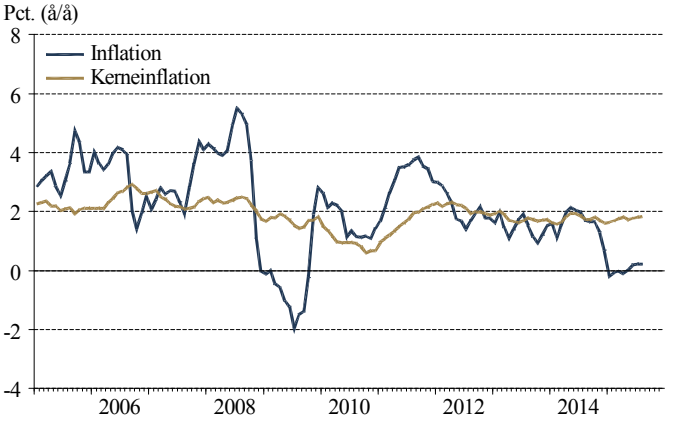


Anm.: Figuren viser timelønsvæksten i den private sektor og de samlede timeomkostninger for hele økonomien. Seneste observation for timelønnen er august 2015, og seneste observation for timelønsomkostningerne er 2. kvartal 2015.
Kilde: Macrobond.

Lav inflation i USA

Den moderate vækst i timelønningerne skal dog også ses i sammenhæng med, at inflationen har været behersket gennem længere tid og faldt brat over vinteren. Kerneinflationen, dvs. inflationen eksklusive bidrag fra energi- og fødevarer, har været omtrent stabil, jf. figur I.72. Dermed er det amerikanske inflationsfald i høj grad relateret til prisfaldene på olie og andre råvarer. Dertil kommer, at den markante styrkelse af dollaren overfor andre hovedvalutaer bidrager med et nedadgående inflationspres, da styrkelsen trækker i retning af lavere dollarpriser på importvarer.

Figur I.72 Inflation i USA



Anm.: Kerneinflationen er inflationen eksklusive bidrag fra energi- og uforarbejdede fødevarer. Seneste observation er august 2015.
Kilde: Macrobond.

Udsigt til første renteforhøjelse senere på året

De seneste måneder har de finansielle markeder haft fokus på, hvornår FED foretager den første forhøjelse af den pengepolitiske rente. På mødet i september valgte centralbanken at fastholde renten på 0,25 pct., hvor den har befundet sig siden december 2008. Genopretningen af amerikansk økonomi ovenpå tilbageslaget i 2008-9 er så fremskreden, at det er sandsynligt, at centralbanken vil foretage den første renteforhøjelse senere på året.

Forventning om behersket vækst i år

Vækstudsigterne for amerikansk økonomi er forværret lidt de seneste måneder som følge af styrkelsen af dollaren, opbremsningen i vækstøkonomierne og en negativ tendens i flere af de økonomiske indikatorer for amerikansk økonomi. Den lave oliepris bidrager dog med en væsentlig vækstimpuls til økonomien. På den baggrund skønnes amerikansk økonomi at vokse med ca. 2½ pct. i år. I 2016 og 2017 ventes væksten at stige til henholdsvis ca. 3 og ca. 3¼ pct.

I.6 Aktuel økonomisk politik

Bekymring for lavere global vækst

Den seneste tid har verdensøkonomien været præget af forøget usikkerhed og udsving på de finansielle markeder. Dette skyldes blandt andet bekymringen for en lavere global vækst i lyset af en mulig vækstnedgang i Kina og den forestående stramning af pengepolitikken i USA. Det vurderes, at den aktuelle uro på de finansielle markeder er af forbigående karakter, og at de senere års fremgang på de danske eksportmarkeder vil fortsætte de kommende år. Fremgangen ventes blandt andet at blive understøttet af ophøret af de senere års finanspolitiske stramninger. Udviklingen siden foråret betyder dog, at der nu må anses at være større risiko for en nedgang i den internationale vækst end hidtil vurderet.

Fremgang i dansk økonomi …

Dansk økonomi er vokset støt de seneste to år, og beskæftigelsen er steget med ca. 50.000 personer. Produktionen vurderes i 2015 at være ca. 3¾ pct. under sit naturlige niveau, men forskellen ventes at blive væsentligt indsnævret de kommende år. Ifølge nærværende konjunkturprognose reduceres output gap således med knap 1 pct.point i 2016, ca. ¾ pct.point i 2017 og godt ½ pct.point i 2018. En gradvis normalisering af forbrugs- og investeringsadfærden forventes ligesom fremgangen på de danske eksportmarkeder at bidrage til dette.

… men vigtigt at være opmærksom på flaskehalse

Med udsigten til fremgang i dansk økonomi de kommende år kan der opstå kapacitetspres og mangel på arbejdskraft, såkaldte flaskehalsproblemer. Dette kan medføre accelererende lønvækst og en udhuling af konkurrenceevnen. Med et i udgangspunktet relativt stort, negativt output gap er der imidlertid ikke udsigt til, at kapacitetsbegrænsninger er nært

forestående for økonomien som helhed. Det udelukker ikke, at der i særlige sektorer kan opstå mangel på specialiseret arbejdskraft. Det seneste års tid er lønvæksten taget til i særligt bygge- og anlægssektoren, der også har oplevet stigende mangel på arbejdskraft. Udviklingen kan ikke på nuværende tidspunkt betegnes som bekymrende, men det er vigtigt at være opmærksom på udviklingen i løn- og kapacitetspres de kommende år, særligt i denne sektor.

Udsigt til forbedring af den offentlige saldo …

Med den forventede fremgang i dansk økonomi de kommende år, kan der ventes en gradvis forbedring af den offentlige saldo. I 2020 er der udsigt til et lille underskud på den offentlige saldo, og i 2025 forventes et overskud på ca. ¾ pct. af BNP. Forventningen om en forbedret offentlig saldo skyldes ikke kun den ventede konjunkturfremgang, men også planlagte finanspolitiske stramninger, herunder en lav vækst i det offentlige forbrug. Finanspolitikken lagt til grund for nærværende prognose vurderes således at dæmpe aktivitetsfremgangen de kommende år og reducere den årlige BNP-vækst med mellem knap ¼ og ½ pct.point, jf. kapitel II.

… men risiko for underskud lidt over 3 pct. i 2015-16

Prognosen indebærer imidlertid, at underskuddet på den offentlige saldo i 2015 og 2016 ligger lidt over 3 pct. af BNP. Dermed er der en risiko for, at underskuddet vil komme til at bryde med 3 pct.-grænsen for det faktiske underskud, hvilket er medbestemmende for, om Danmark kommer i EU's procedure for uforholdsmæssigt store underskud. I så fald vil den danske regering få en henstilling om at stramme finanspolitikken, som det også var tilfældet i 2010. Nærværende prognose indeholder ikke den reduktion i de offentlige forbrugsudgifter på 3 mia. kr. i 2016, som Økonomisk Redegørelse fra august lægger op til, da den ikke er vedtaget eller aftalt i Folketinget.

Offentlige finanser er sundere end i 2010

Den underliggende stilling på de offentlige finanser er væsentligt bedre i dag, end det var tilfældet i 2010. Med den nærværende konjunkturprognose vurderes den strukturelle saldo, beregnet med budgetlovens metode, at udvise et overskud på godt ¼ pct. af BNP i 2015 voksende til ca. ½ pct. i 2020 og ¾ pct. i 2025. Den seneste langsigtede frem-

skrivning af dansk økonomi peger desuden på, at finanspolitikken er holdbar, jf. *Dansk Økonomi, forår 2015*.

Aktuelle underskud ikke foruroligende

Når den underliggende stilling på de offentlige finanser i dag er sundere end i 2010, skyldes det i høj grad finanspolitiske stramninger samt reformerne af blandt andet tilbagetrænings- og dagpengesystemet. Udsigten til to år med underskud lige over tre procent bør derfor ikke vække større bekymring og vil formentlig ikke resultere i, at Danmark kommer i EU's procedure for uforholdsmæssigt store underskud.

Regeringen bør snarligt præsentere en 2025-plan

Det er imidlertid vigtigt for den fortsatte troværdighed omkring de offentlige finanser, at den økonomiske politik bevarer sit fokus på den mellem- og langfristede udvikling. Derfor bør regeringen snarligt præsentere en 2025-plan for udviklingen i de offentlige finanser. Det er også vigtigt for finanspolitikkens troværdighed, at Folketinget i efteråret tiltræder den forhøjelse af aldersgrænserne for efterløn og folkepension i 2027 henholdsvis 2030, som velfærdsaftalen fra 2006 og tilbagetrækningsaftalen fra 2011 lægger op til.

Neutral finanspolitik vil medføre markant forværring af den strukturelle saldo

Opstramningen af finanspolitikken de kommende år er afgørende for, at det offentlige underskud ikke kommer yderligere i konflikt med EU's underskudgrænser. Hvis finanspolitikken ikke strammes, men i stedet holdes neutral de kommende år, er der udsigt til en forværring af de offentlige finanser. Den faktiske saldo vil i så fald i højere grad bryde med 3 pct.-grænsen i 2016, mens den strukturelle saldo vil blive forværret markant. Et strukturelt overskud på ½ pct. af BNP i 2018 med den finanspolitik, der er lagt til grund for prognosen, vil således med neutral finanspolitik blive vendt til et underskud, der overstiger underskudsgrænsen på ½ pct. af BNP. Samtidig vil et sådant forløb betyde, at konjunktursituationen hurtigere normaliseres, og at output gap reduceres med ca. 1 pct.point om året i 2016-18. En sådan hastigere lukning kan forøge risikoen for, at der opstår mangel på arbejdskraft i dele af økonomien, og at lønudviklingen kan tage ekstra til som følge heraf.

Finanspolitisk stramning vurderes at være passende

Med udgangspunkt i udviklingen i såvel faktisk som strukturel saldo samt output gap i konjunkturprognosen og i forløbet med neutral finanspolitik vurderes den finanspolitiske stramning, der er lagt til grund for nærværende prognose, at være passende. Denne stramning indebærer som tidligere nævnt, at finanspolitikken årligt vil reducere væksten i BNP med mellem knap ¼ og ½ pct.point de kommende år. Dette vurderes at være rimeligt afstemt med den forventede konjunkturbedring og udviklingen i de offentlige finanser.

Økonomisk Redegørelse fra august lægger op til besparelse i 2016

I forhold til de finanspolitiske forudsætninger, der er lagt til grund for nærværende konjunkturprognose, lægger Økonomisk Redegørelse fra august som nævnt op til en offentlig forbrugsbesparelse på 3 mia. kr. i 2016. Med Finansministeriets og regeringens forudsætninger om konjunkturudviklingen og størrelsen af den strukturelle beskæftigelse mv. er besparelsen nødvendig for at overholde budgetlovens underskudsgrænse for den strukturelle saldo på ½ pct. af BNP. Med vurderingen af konjunktursituationen og økonomiens strukturelle niveauer i nærværende prognose er reduktionen i det offentlige forbrug imidlertid ikke nødvendig for at overholde grænsen for den strukturelle saldo. Besparelsen vurderes heller ikke at være nødvendig ud fra stabiliseringspolitiske hensyn. Den har dog en så beskeden størrelse, at den vil have en begrænset effekt på aktivitet og beskæftigelse.

BoligJobordning genindføres …

Den nye regering har sammen med Dansk Folkeparti, Alternativet, SF og De Konservative vedtaget at genindføre BoligJobordning, der oprindeligt gjaldt i 2011-14. Ordningen betyder, at ejere, lejere og andelshavere i 2015 kan opnå et skattefradrag på op til 15.000 kr. pr. voksen for lønudgifter relateret til forbedringer af bolig og servicearbejde i husholdningerne. For 2016 og 2017 er der indgået en politisk aftale om at fortsætte ordningen, men med sigte på, at ordningen her skal understøtte en grøn omstilling, klimatilpasning og bæredygtighed.

… men svær at begrunde ud fra konjunkturerne …

Ordningen er tidligere blevet begrundet ud fra blandt andet konjunkturmæssige hensyn, men det er vanskeligt at se, at konjunktursituationen skulle begrunde særlige skattemæssige begunstigelser af boligforbedringer og servicearbejde i husholdninger frem til 2017. De tiltagende lønstigninger i

bygge- og anlægssektoren peger snarere på, at der indenfor et par år kan opstå flaskehalsproblemer i netop denne sektor.

… eller andre forhold

Et andet argument for ordningen har været, at den ville bidrage til at reducere sort arbejde. En undersøgelse foretaget af Damvad for Skatteministeriet i maj 2015 peger imidlertid på, at ordningen kun har haft begrænsede effekter på sort arbejde.[7] Ligeledes peger et studie fra Rockwool Fondens Forskningsenhed fra 2014 på, at ordningen ikke har haft nogen nævneværdig effekt på forekomsten af sort arbejde.[8] Et tredje argument har været, at ordningen mindsker gør-det-selv-arbejde og styrker arbejdsudbuddet. Som det blev konkluderet i *Dansk Økonomi, forår 2011,* er der imidlertid ikke nok viden om størrelsesordenen af de relevante effekter til, at dette kan bekræftes. Samlet er det svært at se gode samfundsøkonomiske argumenter for BoligJobordning og den selektive erhvervsstøtte, der ligger i at favorisere specifikke sektorer i økonomien.

Regeringen lægger op til genindførsel af skattestop

I regeringsgrundlaget fra juni lægger regeringen op til at indføre et skatte- og byrdestop, således at ingen skatter eller afgifter kan hæves i indeværende valgperiode. En provenuneutral omlægning af bilafgifterne er dog undtaget herfra. Ligeledes vil det være muligt at foretage provenuneutrale skatteomlægninger i tilfælde af, at der er uoverensstemmelser med EU-regler. Regeringsgrundlaget begrunder skatte- og byrdestoppet med, at det vil skabe tryghed for befolkningen. Under den tidligere VK-regering gjaldt ligeledes et skattestop, der fastfrøs skatter og afgifter, enten i form af skattesatser eller for punktafgifter i kroner og øre.

Skattestop er uhensigtsmæssigt

Det er på nuværende tidspunkt ikke nærmere specificeret, hvordan skatte- og byrdestoppet præcist skal indrettes, men det, der lægges op til i regeringsgrundlaget, er uhensigtsmæssigt, da det kan hindre samfundsgavnlige skatteomlægninger. Der findes forskellige måder, hvorpå usikkerheden

7) *Analyse af effekter af BoligJobordningen*, udarbejdet af Damvad for Skatteministeriet maj 2015.

8) *Does the Marginal Tax Rate Affect Activity in the Informal Sector*, Søren Leth-Petersen og Peer Ebbesen Skov, Rockwool Fondens Forskningsenhed maj 2014.

omkring fremtidige skatteforhold kan mindskes i fravær af et skattestop. Eksempelvis kan permanente skatteændringer varsles år i forvejen. Den offentlige sektors størrelse, herunder størrelsen af skattetrykket, er naturligvis et politisk valg, men det er uklogt at afskære sig fra omlægninger, der ikke påvirker det samlede skattetryk. Med et skattestop vil det desuden være umuligt at hæve skatterne i en situation, hvor der er behov for varigt at forbedre de offentlige finanser, som det eksempelvis blev gjort med genopretningsaftalen i 2010. Det er naturligvis en legitim politisk prioritering, men det er vigtigt at være opmærksom på, at det finanspolitiske manøvrerum hermed reduceres.

Skattestop betyder, at justeringer må ske på udgiftssiden

Dertil kommer, at det i konjunktursituationer, hvor det er hensigtsmæssigt midlertidigt at stramme finanspolitikken, udelukkende kan ske via en reduktion i de offentlige udgifter. Det er vanskeligt at se argumenter for, hvorfor pludselige tilpasninger til en ny situation alene skal ske via de offentlige udgifter. Dette kan skabe utryghed for modtagere af offentlig service, leverandører til den offentlige sektor og offentligt ansatte, ligeså vel som ændringer i skatterne kan påvirke borgernes tryghed.

Udgiftsdisciplin er ikke et godt argument for et skattestop

Et andet argument for skattestoppet under den tidligere VK-regering var ideen om, at det ville bidrage til udgiftsdisciplin i den offentlige sektor. Nu findes imidlertid et mere direkte styringsinstrument i relation til udviklingen i de offentlige udgifter i form af budgetlovens udgiftslofter. Dertil kommer, at udviklingen gennem 00'erne stiller spørgsmål ved, i hvor høj grad skattestoppet rent faktisk bidrog til øget udgiftsdisciplin. I 00'erne lå niveauet for de realiserede offentlige forbrugsudgifter systematisk over det planlagte.

Uhensigtsmæssigt med manglende indeksering af afgifter og ejendomsværdiskat

Med indførelsen af skatte- og byrdestoppet cementeres fastfrysningen af visse afgifter i kroner og øre, eksempelvis nogle miljøafgifter og afgifter på øl, tobak og spiritus, ligesom ejendomsværdiskatterne er fastfrosset nominelt. Det er uhensigtsmæssigt, at skatter og afgifter fastfryses nominelt og dermed løbende udhules af inflationen. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatterne betyder desuden, at en vigtig stabilisator i forhold til udviklingen i boligpriserne er sat ud af

kraft. I de kommende år, hvor der forventes et opsving og stigende boligpriser, ville en indeksering af ejendomsværdiskatterne betyde stigende ejendomsværdiskatter. Dette ville reducere boligefterspørgslen og dermed lægge en dæmper på udviklingen i boligpriserne. For en række andre afgifter, blandt andet giftskatter, gælder, at disse indekseres frem mod 2020. En kommende 2025-plan bør specificere, at disse afgifter indekseres også efter 2020.

Eventuelt loft over skatteprovenu bør være fleksibelt og realt defineret

De fagøkonomiske argumenter imod skattestoppet og nominalprincippet er således mange. Hvis man ud fra andre årsager alligevel ønsker et formaliseret loft over skatteprovenuet, bør man tillade den fleksibilitet, der ligger i at kunne foretage hensigtsmæssige provenuneutrale omlægninger af skattesystemet, og hverken punktafgifter eller ejendomsværdiskatter bør fremover fastfryses i nominelle termer.

Regeringsgrundlag lægger op til udflytning af statslige arbejdspladser

Regeringsgrundlaget indeholder også en tilkendegivelse af, at regeringen inden Folketingets åbning primo oktober vil fremlægge en strategi for udflytning af statslige arbejdspladser. Udflytning af statslige arbejdspladser blev netop nævnt af formandskabet som et af de mulige instrumenter i relation til at ændre på den geografiske fordeling af befolkning og økonomisk aktivitet i *Dansk Økonomi, forår 2015*. Her blev det dog også betonet, at der ikke generelt er stærke effektivitetsargumenter for at flytte aktivitet til yderområderne. En beslutning om udflytning af statslige arbejdspladser bør under alle omstændigheder bero på en vurdering af det konkrete tilfælde i forhold til, om det er hensigtsmæssigt ud fra et hensyn til omkostningseffektivitet, og om der følger betydelige rekrutteringsvanskeligheder herved.

PSO-afgiften bør omlægges

Det danske PSO-system, hvorved støtte til vedvarende energi finansieres via elregningen, er blevet underkendt af Europa-Kommissionen for at være konkurrenceforvridende. Kommissionen har vurderet, at ordningen diskriminerer udenlandske producenter på det danske el-marked. Systemet skal derfor omlægges. Det vil i den anledning være naturligt at genoverveje indretningen af systemet. Formandskabet har tidligere foreslået at omlægge PSO-afgiften til en indkomstskat, jf. *Økonomi og Miljø 2014*. Ved at lægge afgiften over på en bredere skattebase, kan den generelle produktivitet

forøges, hvormed de samfundsøkonomiske omkostninger ved støtte til vedvarende energi mindskes.

Pensionsreform i foråret 2016 med fokus på restgruppen …

Regeringen ønsker at forhandle en pensionsreform på plads til foråret. Reformen skal have fokus på den såkaldte restgruppe, der består af personer uden væsentlig pensionsopsparing. Gruppen består overvejende af pensionister, der i en stor del af deres arbejdsdygtige år har modtaget overførselsindkomst samt af selvstændige erhvervsdrivende og personer, der har været ansat uden en overenskomst.

… og på tilskyndelsen til at spare op til egen pension

Udover dette fokus på restgruppen ønsker regeringen generelt at gøre det mere attraktivt at spare op til egen pension. For nogle grupper på arbejdsmarkedet er det forbundet med høje sammensatte marginale skattesatser at forøge deres pensionsopsparing. Det er særligt udtalt for personer uden mulighed for at fradrage pensionsindbetalingen i topskatten, og som er forholdsvis tæt på pensionsalderen. Problemet er, at disse personer risikerer at blive modregnet i ældrecheck, pensionstillæg og andre ydelser, når de forøger deres pensionsopsparing.

Ændrede regler for modregning af pensionstillæg og ældrecheck kan styrke tilskyndelsen til at spare op

Formandskabet har to gange de seneste år beskæftiget sig med disse problematikker. I *Dansk Økonomi, forår 2013* blev det foreslået at ændre modregningsreglerne for pensionstillæg og ældrecheck mv., så beregningsgrundlaget af disse ikke afhænger af pensionsindbetalinger foretaget de sidste fem år før folkepensionsalderen. Dette vil styrke tilskyndelsen til at spare op til pension og til at foretage en senere tilbagetrækning. Det trækker i retning af, at udgifterne til pensionstillæg og ældrecheck forøges. Hvis der foretages en finansiering af den mekaniske udgiftsforøgelse ved at skærpe modregningen af pensionstillægget og ældrechecken, vil incitamenterne til at udskyde tilbagetrækningen stadig være styrket i et omfang, der vurderes at øge beskæftigelsen med op imod 7.000 personer. Dette svarer omtrentligt til en forbedring af de offentlige finanser på 1½ mia. kr.

Obligatorisk opsparing reelt eneste mulighed for at sikre privat pensionsopsparing til alle …

Ændrede modregningsregler er imidlertid ikke effektive i forhold til at sikre et indkomstgrundlag for gruppen af personer, der har tilbragt størsteparten af deres arbejdsdygtige år på overførselsindkomster. I *Dansk Økonomi, forår 2008* blev det foreslået at indføre en obligatorisk opsparing for selvstændige, lønmodtagere uden arbejdsmarkedspension og modtagere af offentlige overførselsindkomster. Opsparingen skulle finde sted på en pensionsordning med livsvarig udbetaling, og staten skulle finansiere hovedparten af opsparingen for overførselsmodtagerne.

… og bør kombineres med ændringer i pensionstillægget

Opsparingen skulle antage et niveau, der sikrer en livsvarig pensionsudbetaling på niveau med folkepensionstillægget. mv., der til gengæld gradvist skulle afskaffes. Man kan dog også vælge en model, hvor man bevarer pensionstillægget. I så fald ville det være logisk at stramme modregningsreglerne, så ingen med en opsparing på niveau med det obligatoriske element kan opnå tillægget.

Forslaget er effektivt målrettet restgruppen

En obligatorisk opsparing vil effektivt reducere restgruppen, men i det tilfælde, at staten ikke betaler hele opsparingen for overførselsmodtagerne, vil denne gruppe set over et livsperspektiv tabe ved omlægningen, ligesom det vil reducere livsindkomsten hos grupper, der med de nuværende regler modtager ældrecheck og pensionstillæg, og som ikke kan forvente dette i fremtiden. En sådan omlægning bør naturligt forudsætte grundige analyser af fordelings- og arbejdsudbudskonsekvenserne.

Regeringsgrundlag lægger op til forhandlinger om dagpengereform

Den forrige regering nedsatte i 2014 en Dagpengekommission, der blandet andet skal undersøge, hvordan dagpengesystemet kan gøres mere tidssvarende. Kommissionen offentliggør sine analyser og anbefalinger den 19. oktober 2015. Den nye regering har i regeringsgrundlaget bekendtgjort, at den efter kommissionens offentliggørelse vil indlede forhandlinger i Folketinget med henblik på at sikre et mere robust dagpengesystem. Formandskabet tog senest det danske dagpengesystem op til behandling i *Dansk Økonomi, efterår 2014*. Her blev det betonet, at dagpengesystemets primære funktion er at forsikre beskæftigede i relation til ledighed, ved at indkomsttabet herved begrænses.

"Elitebilistordning" kan styrke forsikringselementet

Igennem en længere periode er dagpengeniveauet faldet i forhold til lønnen, og dagpengesystemets forsikringsfunktion er dermed blevet svækket. Der er udsigt til en yderligere svækkelse frem mod 2023 som følge af mindreregulering af indkomstoverførsler som led i finansieringen af skattereformen fra 2012. I *Dansk Økonomi, efterår 2014* anviste formandskabet en model for, hvordan dagpengesystemets forsikringsfunktion kan styrkes væsentligt, uden at dagpengesystemet samtidig gøres ret meget dyrere. Modellen består eksempelvis i, at ledige i de tre første måneder får forøget det maksimale ydelsesniveau med 25 pct., såfremt de har været i beskæftigelse i 33 ud af de seneste 36 måneder. Denne såkaldte "elitebilistordning" indebærer en væsentlig styrket forsikringsdækning for det store flertal af beskæftigede, der kun sjældent rammes af ledighed. Samtidig indebærer modellen kun en relativt beskeden forøgelse af dagpengeudgifterne og vurderes ikke i betydelig grad at svække incitamentet til at forblive i beskæftigelse eller for ledige til at komme i beskæftigelse.

Konjunkturafhængigt dagpengesystem kan forbedre forsikringselementet

En anden mulighed for at forbedre dagpengesystemets forsikringsfunktion relaterer sig til dagpengeperiodens længde og risikoen for, at en dagpengemodtager når at opbruge dagpengeretten. Formandskabet pegede i *Dansk Økonomi, efterår 2014* på, at dagpengesystemets forsikringsegenskab kan forbedres ved at gøre dagpengelængden afhængig af konjunktursituationen, hvorved dækningen styrkes og antallet af ledige, der opbruger dagpengeretten, reduceres i de perioder, hvor jobusikkerheden for den enkelte er størst. Et konjunkturafhængigt dagpengesystem kan designes, så det er neutralt for de offentlige finanser.

Særreglen for genoptjening af dagpengeretten frarådes

Et andet tiltag, der har været diskuteret intensivt den senere tid, er en mulig lempelse af genoptjeningskravet. I *Dansk Økonomi, efterår 2014* frarådede formandskabet at genindføre den særregel, der var i kraft inden dagpengereformen, såfremt genoptjeningskravet lempes. Denne særregel indebar, at det krævede et års beskæftigelse (indenfor en periode på op til tre år) for ledige undervejs i et dagpengeforløb at få nulstillet dagpengeperioden, mens det for de ledige, der havde opbrugt dagpengeretten, kun krævede et halvt års beskæftigelse at genoptjene dagpengeretten. Særreglen in-

debar dermed en vilkårlig forskelsbehandling af forskellige ledige og uheldige incitamenter som følge heraf. Hvis genoptjeningskravet lempes, bør det således ske i form af en generel lempelse, og ikke i form af en genindførelse af særreglen.