

Baggrundsnotat til
Konjunkturvurdering,
Dansk Økonomi, efterår
2017

Oktober 2017

Indholdsfortegnelse

1	Indledning	1
2	International økonomi	2
2.1	Den internationale konjunkturvurdering.....	2
2.2	Europa.....	4
2.3	USA.....	9
2.4	Usikkerhedsfaktorer i kinesisk økonomi.....	11
3	Finansielle forhold	13
3.1	Pengepolitik.....	13
3.2	Kapitalmarkeder.....	14
3.3	Udlånsrenter og kreditgivning.....	17
4	Indenlandsk efterspørgsel	22
4.1	Indenlandsk efterspørgsel.....	22
4.2	Husholdningerne.....	23
4.3	Virksomhederne.....	25
5	Boligmarkedet	28
6	Udenrigshandel og betalingsbalance	32
6.1	Udenrigshandel.....	32
6.2	Betalingsbalancen.....	34
7	Produktion og arbejdsmarked	38
7.1	Produktion og arbejdsmarked.....	38
7.2	Beskæftigelse.....	40
7.3	Pres på arbejdsmarkedet.....	45
8	Løn og priser	48
8.1	Løn og Priser.....	48
9	Tabelbilag	53

1 Indledning

Dette baggrundsnotat dokumenterer talgrundlaget til konjunkturvurderingen i afsnit I.2 og I.3 i *Dansk Økonomi, efterår 2017*. Talgrundlaget til afsnit I.4 er dokumenteret i *Baggrundsnotat til offentlige finanser, efterår 2017*.

Afsnit 2 gennemgår den internationale prognose, som primært tager udgangspunkt i skønnene i IMF's *World Economic Outlook* fra juli 2017. Prognosen for væksten i den internationale økonomi gennemgås først, hvorefter udviklingen i euroområdet og USA beskrives mere i detaljer, derudover er der et kort afsnit om Kina.

Afsnit 3 redegør for de pengepolitiske og markedsmæssige forudsætninger bag skønnene i renteprognosen. Herefter gennemgås de vigtigste elementer i forhold til penge- og realkreditinstitutternes udlån til virksomheder og husholdninger.

Afsnit 4 beskriver grundlaget for skønnene for den indenlandske efterspørgsel frem til 2025. Først gennemgås husholdningerne og den skønnede udvikling i forbrugskvoten, hvorefter virksomhederne og den forventede investeringsudvikling beskrives.

Afsnit 5 beskriver boligmarkedet. Her fokuseres på den regionale udvikling i priserne på ejerlejligheder og enfamiliehuse. Ydermere beskrives den forventede udvikling i boliginvesteringer og -kapital samt fremskrivningen af den reale huspris frem mod 2025.

Afsnit 6 dokumenterer prognosen for udenrigshandel og betalingsbalancen. Først præsenteres forudsætningerne bag prognosen for eksport og import. Herefter fokuseres på det store overskud på betalingsbalancens løbende poster, og den forventede udvikling frem mod 2025.

Afsnit 7 dokumenterer prognosen for produktion og arbejdsmarked, herunder output gap og udvikling i beskæftigelse, gennemsnitlig arbejdstid og produktivitet. Herefter beskrives kapaciteten på arbejdsmarkedet, og presset herpå vurderes.

Afsnit 8 gennemgår skønnene for løn og priser. Først fokuseres der på lønudviklingen, og udviklingen i lønkvoten. Sidst beskrives udviklingen i den private forbrugsdeflator.

Bagerst forefindes et tabelbilag.

2 International økonomi

Hovedbudskaber

I 2017 ventes en sammenvejet vækst på 2½ pct. for Danmarks vigtigste samhandelslande, mens den i 2018 ventes at blive godt 2 pct. For 2017 er det lidt højere end skønnet i Dansk Økonomi, maj 2017, hvilket skyldes en opjustering af væksten i flere europæiske lande, mens væksten i USA er nedjusteret. Der er store forskelle mellem output gap i landene i Europa. OECD vurderer, at output gap i Tyskland aktuelt udgør 1,8 pct., og at det vil øges yderligere i 2018; samtidig er output gap negativt i flere sydeuropæiske lande. Inflationen og inflationsforventningerne er stadig relativt beskedne i euroområdet under et. Væsentlige usikkerhedsfaktorer i verdensøkonomien er konsekvenserne af Storbritanniens udmeldelse af EU, risiko for protektionisme og den kraftige kreditvækst i Kina.

2.1 Den internationale konjunkturvurdering

Der forventes for Danmarks vigtigste eksportmarkeder en sammenvejet vækst på 2 ½ pct. i 2017 og godt 2 pct. i 2018. Den lidt lavere vækst i 2018 i forhold til 2017 skyldes hovedsageligt en forventning om en lidt lavere vækst i Europa til næste år, jf. boks 2.1. Den sammenvejede vækst er beregnet som et vægtet gennemsnit af væksten i Danmarks 14 vigtigste samhandelslande, hvor de enkelte landes vækst er vægtet i forhold til andelen af den danske industrieksport, der går til det pågældende land.

Boks 2.1 Den internationale konjunkturprognose

Prognosen for væksten i international økonomi tager udgangspunkt i IMF's *World Economic Outlook Update* fra juli 2017, men vækstskønnene er justeret i det omfang, nye oplysninger har givet anledning hertil. For årene efter 2018 tilpasses væksten, så BNP afspejler OECD's skøn for det strukturelle niveau senest i 2025¹. Vækstskønnene for udvalgte økonomier er angivet i tabel A.

Tabel A Vækstskøn

	2016	2017	2018	2019	2025 ^{a)}
Euroområdet	1,7	2,0	1,7	1,8	1,7
USA	1,5	2,1	2,1	2,6	2,4
Storbritannien	1,8	1,6	1,5	1,8	2,6
Tyskland	1,9	2,0	1,7	1,4	0,5
Sverige	3,0	3,2	2,4	2,4	2,4
Kina	6,5	6,5	6,2	6,0	4,4

a) "2025"-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2019 til 2025.

Pengepolitiske forudsætninger

Den Europæiske Centralbank (ECB) ventes at fastholde renten på det nuværende lave niveau igennem 2017 og 2018, hvorefter der forudsættes gradvise rentestigninger. I USA ventes centralbanken (FED) at fortsætte kursen siden 2015 med gradvise rentestigninger. Pengepolitikken er nærmere beskrevet i afsnit 3.

Finanspolitiske forudsætninger

I både 2017 og 2018 forudsættes en omtrent neutral finanspolitik i USA, da der ikke længere er forventning om, at der gennemføres en skattereform med større skattelettelser i disse år. Af eurolandenes stabilitetsprogrammer fremgår det, at en del lande planlægger at forbedre den strukturelle saldo de kommende år, og stabilitetsprogrammerne giver generelt indtryk af faldende eller omtrent stabile gældskvoter, hvilket skal ses i lyset af, at flere europæiske lande i 2017 og 2018 vurderes at have positive og voksende output gap.

Forudsætninger om olieprisen

Olieprisen er steget henover sommeren fra ca. 45 dollar pr. tønde i slutningen af juni til ca. 55 dollar pr. tønde i midten af september. Derved er olieprisen tilbage på niveauet fra årets begyndelse. Der ventes et gennemsnitligt årsniveau på hhv. 50, 57 og 66 dollar pr. tønde i 2017-19. I årene efter fremskrives olieprisen mod niveauerne i IEA's New Policy scenarie fra 2016, hvilket indebærer, at den nominelle oliepris forventes at ramme 109 dollar i 2025.

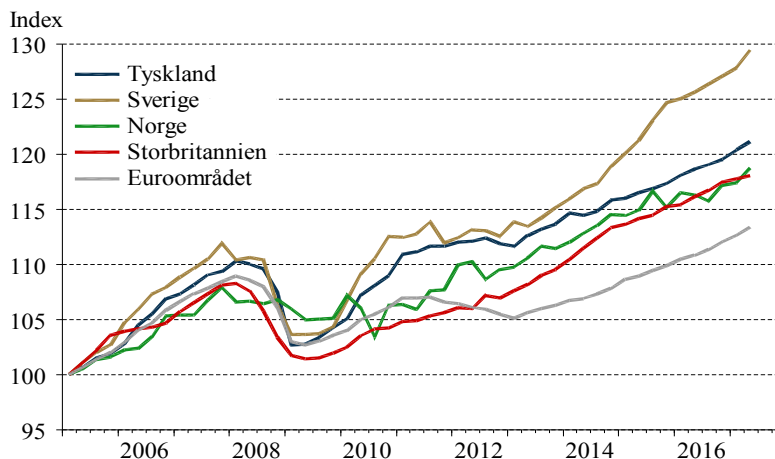
Der henvises til bilagstabel 9.2-9.4 for yderligere tal for den internationale konjunkturvurdering og væksten i Danmarks aftagerlande.

¹ For Storbritannien er der foretaget en nedjustering af den langsigtede vækst som følge af de forventede negative konsekvenser af udmeldingen af EU.

2.2 Europa

Euroområdet har siden 2013 oplevet moderat fremgang i BNP, jf. figur 2.1. I 2016 var væksten 1,7 pct., og det forventes, at væksten fortsætter på samme eller lidt højere niveau de kommende år. Med udgangspunkt i IMF's *World Economic Outlook Update* fra juli 2017 ventes en vækst på ca. 2 pct. i 2017 og knap 1¾ pct. i 2018, jf. tabel A i boks 2.1. Dette er lidt højere, end vurderet i *Dansk Økonomi, forår 2017*, hvilket blandt andet skyldes en opjustering af væksten i Tyskland, Spanien og Frankrig. Væksten har været bredt funderet i mange europæiske lande, men generelt har væksten været højere i Danmarks vigtigste samhandelslande end for euroområdet samlet set. Der forventes i de kommende år fortsat pæn vækst i Tyskland og Sverige med en gennemsnitlig vækst for 2017-18 på hhv. ca. 2 pct. og knap 1¾ pct. for Tyskland og godt 3 pct. og ca. 2½ pct. for Sverige. Af bilagstabel 9.3 fremgår væksts-kønnene for Danmarks vigtigste aftagerlande.

Figur 2.1 BNP i udvalgte lande og euroområdet

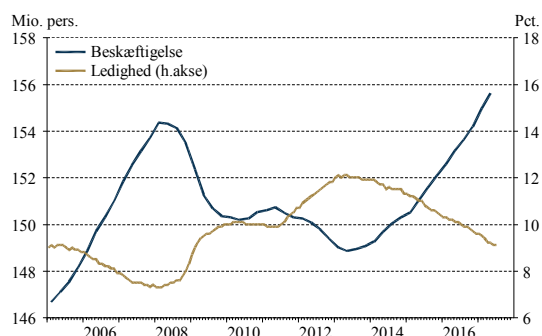


Anm: BNP er sæsonkorrigeret real-BNP. Seneste observation er 2. kvartal 2017.

Kilde: Macrobond.

Siden starten af 2013 har den økonomiske fremgang bidraget til stigende beskæftigelse og faldende ledighed i euroområdet. Således er ledigheden i euroområdet faldet fra ca. 12 pct. i midten af 2013 til 9,1 pct. i juli 2017, jf. figur 2.2. Dette skal ses i sammenhæng med, at beskæftigelsen i samme periode er steget med ca. 6,6 mio. personer, så beskæftigelsen i euroområdet ved udgangen af 2. kvartal 2017 udgjorde knap 156 mio. personer.

Figur 2.2 Beskæftigelse og ledighed i euroområdet



Figur 2.3 Lønvækst i euroområdet

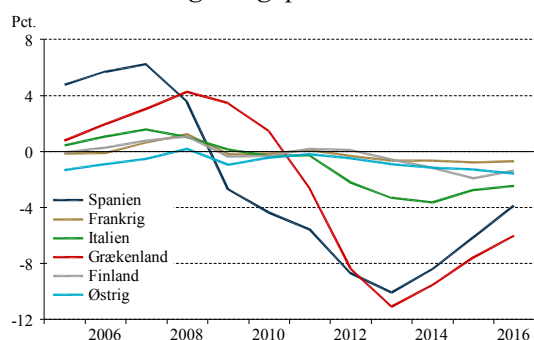


Anm: Ledigheden er opgjort i procent af arbejdsstyrken. Seneste observation for beskæftigelsen er 2. kvartal 2017. Seneste observation for ledigheden er juli 2017. Lønvæksten er den årlige vækstrate i timelønninger i industrien. Seneste observation for lønvæksten er 1. kvartal 2017.

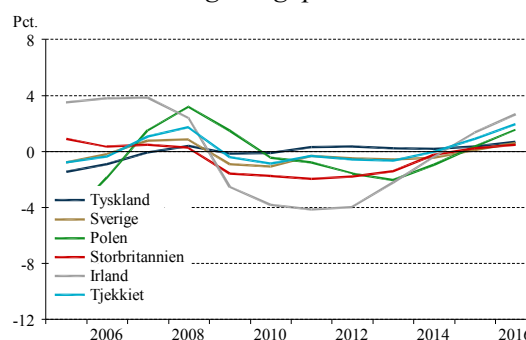
Kilde: Macrobond.

På trods af den økonomiske fremgang i euroområdet siden 2013 er lønstigningerne fortsat relativt begrænsede med en årlig vækst på 1,4 pct. i 1. kvartal 2017, jf. figur 2.3. Dette kan bl.a. skyldes, at der fortsat er ledig kapacitet på flere europæiske arbejdsmarkeder i og med, at mange europæiske lande fortsat har et negativt ledighedsgap, jf. figur 2.4. Der er dog stor forskel på de europæiske lande, i forhold til hvor pressede deres arbejdsmarkeder er. Der er således også flere lande, hvor der er et stigende kapacitetspres på arbejdsmarkedet, med positive ledighedsgap, jf. figur 2.5. I de kommende år forventes flere europæiske lande, at opleve et stigende kapacitetspres på arbejdsmarkedet.

Figur 2.4 Udvalgte lande med negativt ledighedsgap i 2016



Figur 2.5 Udvalgte lande med positivt ledighedsgap i 2016



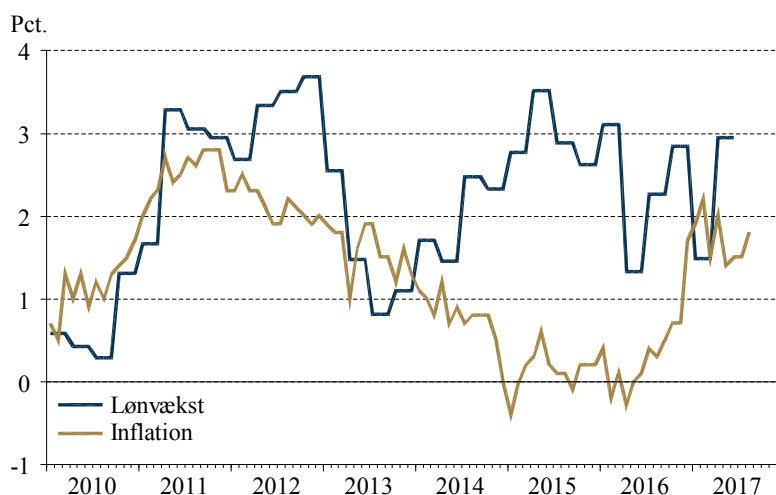
Anm: Ledighedsgap er opgjort som forskellen mellem den faktiske ledighed og OECD's beregnede NAIRU ledighed.

Kilde: OECD.

Der er tegn på, at Tyskland nærmer sig et niveau, hvor et stigende kapacitetspres kan medføre stigende lønninger og inflation. Det seneste år har den gennemsnitlige lønvækst i Tyskland således været knap 2,4 pct. og inflationen har efter en markant stigning i 2. halvår af 2016 stort set ligget mellem 1½-2 pct. i 2017, jf. figur 2.6. Hvis

væksten i Tyskland bliver højere end forventet vil det øge den danske eksport, mens højere end forventet inflation kan betyde, at Den Europæiske Centralbank (ECB) hæver renten hurtigere end forventet, hvilket vil smitte af på de danske renter.

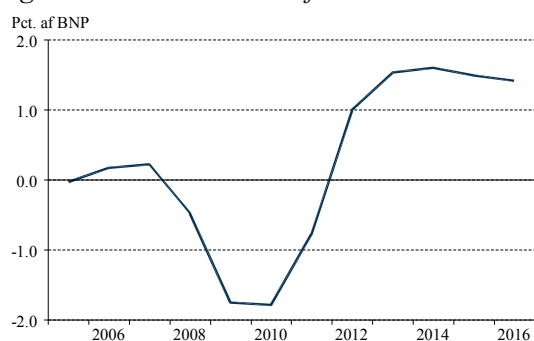
Figur 2.6 Lønvækst og inflation i Tyskland



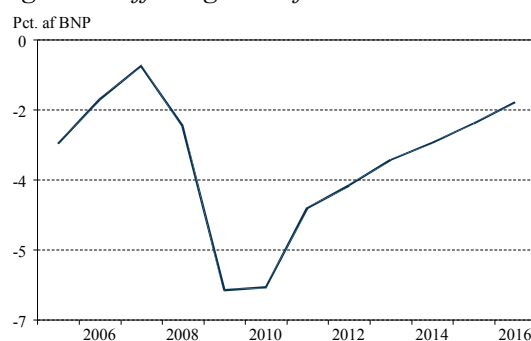
Anm: Lønvæksten er den sæsonkorrigerede årlige vækst i timelønningerne for industri og service. Seneste observation for lønvæksten er 2. kvartal 2017. Seneste observation for inflationen er august 2017.
Kilde: Macrobond.

Siden finanskrisen er finanspolitikken generelt blevet strammet markant i eurolandene. Således var den strukturelle primære saldo 1,2 pct. i 2016 mod -1,8 pct. i 2010, når man ser samlet på euroområdet, jf. figur 2.7. Opstramningen i finanspolitikken har også medvirket til, at underskudsgrænsen for den faktiske saldo på 3 pct. af BNP ikke længere overskrides, når man ser på euroområdet under ét, jf. figur 2.8.

Figur 2.7 Strukturel saldo for euroområdet



Figur 2.8 Offentlig saldo for euroområdet



Anm: Figuren til venstre viser den strukturelle primære offentlige saldo, og figuren til højre viser den faktiske offentlige saldo for euroområdet.

Kilde: OECD, Economic Outlook 101.

Af eurolandenes stabilitetsprogrammer fremgår det, at mange lande planlægger at forbedre den strukturelle saldo yderligere de kommende år, jf. tabel 2.1. Derudover

forventer flere lande, heriblandt Tyskland, at nedbringe deres gæld som andel af BNP markant de kommende år.

Tabel 2.1 Offentlig gæld og saldo i udvalgte eurolande

	2016	2017	2018	2019
	----- Pct. af BNP -----			
Tyskland				
Gæld	68,3	66,3	64,0	61,8
Offentlig saldo	0,8	0,5	0,3	0,3
Strukturel saldo	0,8	0,5	0,3	0,3
Output gap	0,9	1,8	2,8	-
Frankrig				
Gæld	96,0	96,0	95,9	94,7
Offentlig saldo	-3,4	-2,8	-2,3	-1,3
Strukturel saldo	-1,5	-1,0	-0,5	0,0
Output gap	-2,3	-2,2	-2,0	-
Spanien				
Gæld	99,4	98,8	97,6	95,4
Offentlig saldo	-4,5	-3,1	-2,2	-1,3
Strukturel saldo	-2,5	-2,0	-2,0	-1,9
Output gap	-4,9	-2,9	-1,4	-
Italien				
Gæld	128,5	129,1	129,3	128,2
Offentlig saldo	-2,4	-2,1	-1,2	-0,2
Strukturel saldo	-1,2	-1,5	-0,7	0,1
Output gap	-3,4	-2,4	-1,7	-
Portugal				
Gæld	130,4	127,9	123,2	120,0
Offentlig saldo	-2,0	-1,5	1,0	-0,3
Strukturel saldo	-1,9	-1,7	-1,1	-0,5
Output gap	-2,9	-1,0	0,3	-
Irland				
Gæld	75,4	72,9	71,3	69,5
Offentlig saldo	-0,5	-0,4	-0,1	0,1
Strukturel saldo	-1,3	-1,2	-0,5	-0,2
Output gap	1,3	1,7	2,2	-
Grækenland				
Gæld	179,0	178,8	174,6	-
Offentlig saldo	0,7	-1,2	0,6	-
Strukturel saldo	5,5	2,5	3,1	-
Output gap	-11,8	-10,5	-8,3	-
Euroområdet				
Gæld	91,7	90,4	88,9	-
Offentlig saldo	-1,6	-1,2	-0,9	-
Strukturel saldo	-0,5	-0,6	-0,8	-
Output gap	-1,8	-0,9	-0,0	-

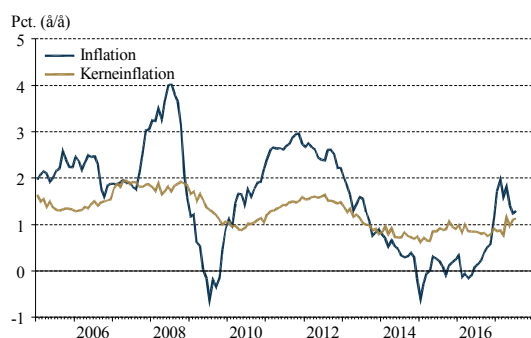
Anm.: Tal for output gap er fra OECD. De øvrige tal er fra de enkelte landes stabilitetsprogrammer med undtagelse af Grækenland, hvor tallene er fra EU-Kommissionens *European Economic Forecast Spring 2017*. Strukturel saldo er i pct. af strukturelt BNP. “-” angiver, at data ikke er tilgængelig. For euroområdet samlet er alle tal fra OECD.

Kilde: Landenes stabilitetsprogrammer, EU-Kommissionens *European Economic Forecast Spring 2017* og OECD.

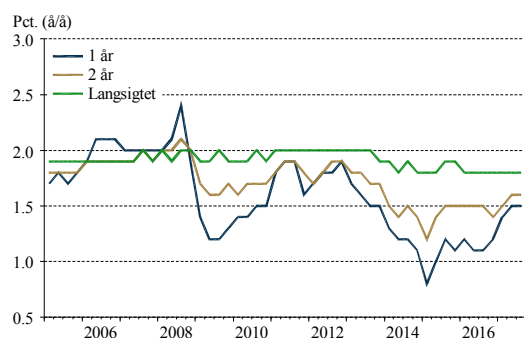
Inflationen i euroområdet er faldet de seneste måneder efter at være steget markant i 2. halvår af 2016, og inflationen er aktuelt 1,5 pct., jf. figur 2.9. Stigningen i inflationen

var i høj grad drevet af udviklingen i olieprisen og andre råvarepriser. Således var kerneinflationen stort set uændret i 2. halvår 2016. Efter en mindre stigning i starten af 2017 har kerneinflationen ligget relativt stabilt på godt 1 pct. de seneste måneder. De kortsigtede inflationsforventninger har været omtrent uændrede på omkring 1½ pct. i 2017, mens de langsigtede forventninger ligger på 1,8 pct. jf. figur 2.10, hvilket er i overensstemmelse med ECB's langsigtede målsætning om en inflation tæt på men under 2 pct.

Figur 2.9 Inflation, euroområdet



Figur 2.10 Inflationsforventninger, euroområdet



Anm: Kerneinflation er inflationen ekskl. bidrag fra energi- og uforarbejdede fødevarer. Inflationsforventningerne er fra ECB's *Survey of Professional Forecasters*, hvor "1 år" angiver forventningen til den gennemsnitlige inflation et år ud i fremtiden osv. Seneste observation for inflation og kerneinflation er august 2017. Seneste observation for inflationsforventninger er 3. kvartal 2017.

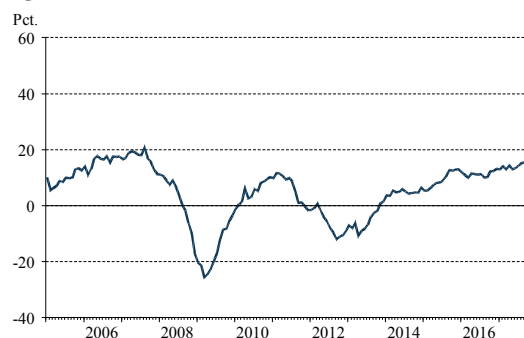
Kilde: Macrobond.

Forbrugertilliden i euroområdet har generelt været stigende siden sommeren 2016, og ligger nu på samme niveau som inden finanskrisen, jf. figur 2.11. Erhvervstilliden i servicebranchen har været svagt stigende igennem 2017 og ligger ligeledes tæt på niveauet fra før finanskrisen, jf. figur 2.12. Samlet set peger de to tillidsindikatorer på, at der for euroområdet samlet set er kommet mere gang i økonomien.

Figur 2.11 Forbrugertillid i euroområdet



Figur 2.12 Erhvervstillid i euroområdet



Anm: Forbruger- og erhvervstilliden er fra EU-Kommissionen (DG ECFIN). Erhvervstilliden er for servicebranchen. Seneste observation for forbrugertillid og erhvervstillid er august 2017.

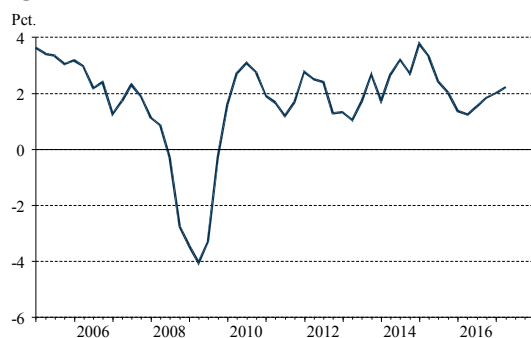
Kilde: Macrobond.

2.3 USA

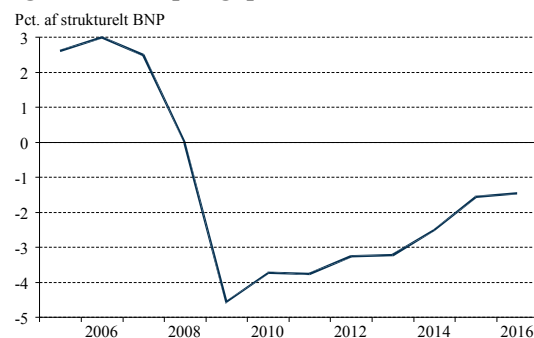
Den annualiserede BNP-vækst i USA var i 1.halvår 2017 lidt over 2 pct., og er dermed steget efter en relativ svag vækst i 2016 på 1,6 pct., jf. figur 2.13. I både 2017 og 2018 forventes fremgangen i den amerikanske økonomi at fortsætte med vækstrater på godt 2 pct. I forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2017* er forventningerne til væksten i USA i 2017 og 2018 nedjusteret med hhv. 0,2 pct.point og 0,4 pct.point. I foråret var forventningen, at der ville blive vedtaget en større skattereform i løbet af efteråret, der ville medføre, at finanspolitikken i 2017 og særligt i 2018 ville blive lempet betydeligt. Dette vurderes ikke længere som sandsynligt, hvilket er den primære grund til nedjusteringen af væksten for 2017 og 2018.

Den amerikanske økonomi nærmer sig sit strukturelle niveau, således er det vurderede negative output gap mindsket fra -3,2 pct. i 2013 til -1,5 pct. i 2016, jf. figur 2.14. Den forventede vækst i 2017-18 er højere end den vurderede strukturelle vækst, og det forventes på den baggrund, at det negative output gap bliver lukket i 2018.

Figur 2.13 BNP-vækst i USA



Figur 2.14 Output gap i USA

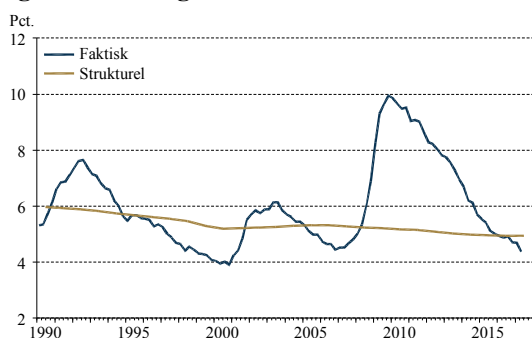


Anm: Vækstraten i BNP er den kvartalsvise annualiserede vækst. Seneste observation for BNP er 2. kvartal 2017. Output gap er forskellen mellem faktisk og strukturelt BNP i procent af strukturelt BNP.

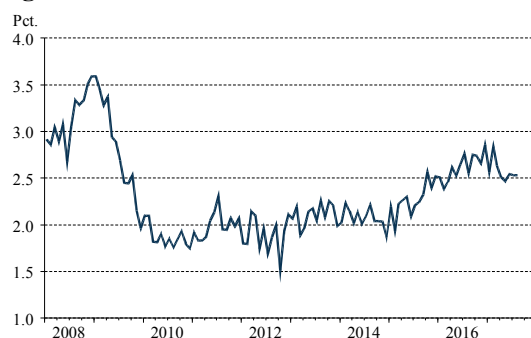
Kilde: Macrobond og OECD, *Economic Outlook 101*.

Mens forventningen er, at det negative output gap bliver lukket i 2018, er den faktiske ledighed allerede lavere end OECDs vurdering af den strukturelle ledighed, jf. figur 2.15. Dette kunne indikere, at der kan komme et kapacitetspres på den amerikanske økonomi i de kommende år. Lønvæksten har været stigende igennem 2015 og 2016 i takt med, at den faktiske ledighed har bevæget sig under den strukturelle, men der har de seneste måneder været en tendens til en stabil lønvækst på omkring 2,5 pct., jf. figur 2.16.

Figur 2.15 Ledighed i USA



Figur 2.16 Lønvækst i USA

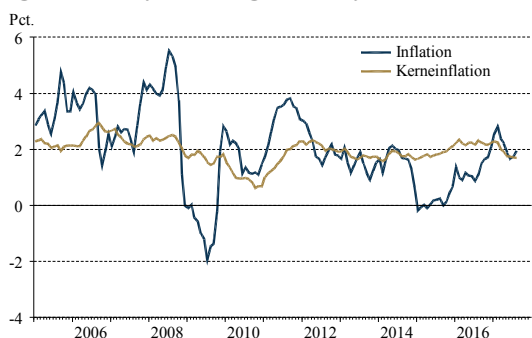


Anm: Lønvæksten er opgjort som timelønvæksten i den private sektor, og seneste observation er august 2017. Figur 1.15 viser OECD's strukturelle ledighed (NAIRU). Seneste observation for den faktiske ledighed er august 2017.

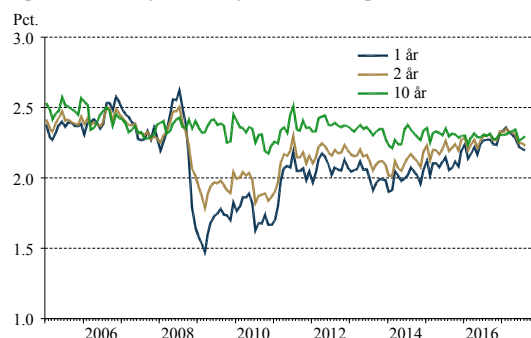
Kilde: OECD, *Economic Outlook 101* og Macrobond.

Inflationen i USA har overordnet været faldende siden februar, men efter en svag stigning de sidste to måneder ligger den i august på ca. 1,9 pct., jf. figur 2.17. Faldet i inflationen det seneste halve år skyldes til dels, at priserne på flere råvarer herunder olie er faldet, men også en faldende inflation for mange varegrupper udover energi og uforarbejdede fødevarer. Således er kerneinflationen også faldet fra 2,2 pct. i februar til 1,7 pct. i august. Faldet i inflationen afspejles dog ikke i særlig høj grad i forventningerne til den fremtidige inflation, hvor de korte inflationsforventninger kun er faldet relativt begrænset, mens de lange inflationsforventninger har ligget stabilt hele 2017, jf. figur 2.18.

Figur 2.17 Inflation og kerneinflation, USA



Figur 2.18 Inflationsforventninger, USA



Anm: Kerneinflation er inflationen ekskl. bidrag fra energi- og uforarbejdede fødevarer. Seneste observation for inflation og kerneinflation er august 2017. Inflationsforventningerne er fra FED Philadelphias *Aruoba Term Structure of Inflation Expectations*, hvor "1 år" angiver forventningen til den gennemsnitlige inflation et år frem osv. Seneste observation for inflationsforventninger er august 2017.

Kilde: Macrobond.

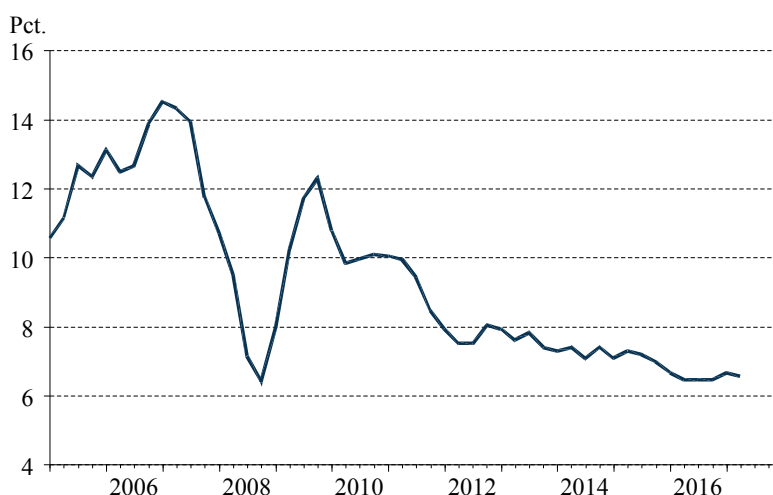
Selvom USA nærmer sig en situation med normal kapacitetsudnyttelse, tyder de seneste tal for lønvækst og inflation ikke på et stigende inflationært pres. Hvorvidt inflationen

og lønvæksten forbliver på de nuværende niveauer eller stiger markant, må forventes at have betydning for hvor hurtigt Den Amerikanske Centralbank (FED) hæver renterne, hvilket også vil påvirke renterne udenfor USA.

2.4 Usikkerhedsfaktorer i kinesisk økonomi

Efter en lang periode med høje vækstrater, særligt i midten af 00'erne, er væksten i Kina aftaget en smule de senere år. Væksten i Kina var i 2016 således på ca. 6,5 pct., jf. figur 2.19. Den kinesiske økonomi er i gang med at omstille sig fra, at være en økonomi hvor væksten primært er drevet af investeringer og eksport over mod i højere grad, at være drevet af servicesektoren og et højere privat forbrug. Denne omstilling er både en naturlig proces i takt med urbaniseringen og den stigende levestandard, men samtidig er det også en udvikling, som de kinesiske myndigheder aktivt understøtter. Dette skyldes, at de kinesiske myndigheder vurderer, at væksten bliver mere robust i takt med denne omstilling, da Kina i mindre grad bliver afhængig af efterspørgslen fra verdensmarkedet. Det forventes, at denne omstilling vil medføre lavere vækstrater fremadrettet, som på sigt vil minde mere om vækstraterne i de avancerede økonomier. For 2017 og 2018 forventes en vækst på hhv. ca. 6½ pct. og knap 6¼ pct. mens der forventes en gennemsnitlig årlig vækst i perioden 2019-25 på knap 4½ pct.

Figur 2.19 BNP-vækst i Kina



Anm: BNP-væksten er år til år vækstraten. Seneste observation er 2. kvartal 2017.
Kilde: Macrobond.

Usikkerheden i forhold til væksten i den kinesiske økonomi vurderes at være størst i nedadgående retning. Dette skyldes blandt andet, at en markant voksende låntagning i den ikke-finansielle sektor kan øge risikoen for lavkonjunktur eller finansielle kriser. Udlånene til den ikke-finansielle sektor er vokset kraftigt siden 2008 og også markant hurtigere end den generelle økonomi. Ifølge IMF er udlån til den ikke-finansielle sektor

vokset fra 134 pct. af BNP i 2008 til 234 pct. af BNP i 2016, og de forventer at udlånene stiger til knap 300 pct. af BNP i 2022 uden yderligere tiltag².

IMF har undersøgt hvorvidt de hastigt stigende udlån kan blive et problem for den kinesiske økonomi. De undersøger 43 tilfælde, hvor udlånene som andel af BNP er vokset mere end 30 pct.point på 5 år, og konkluderer, at det i langt de fleste tilfælde er endt med enten en periode med lavere vækst eller en finansiel krise. Derudover finder de, at i alle tilfælde hvor udlånene inden stigningen var over 100 pct. af BNP, som det er tilfældet i Kina, er det endt med lav vækst eller en finansiel krise. IMF estimerer derudover at væksten i Kina ville have været 1½-2 pct.point lavere i perioden 2012-16 uden den kraftige kreditvækst.

² Se IMF Selected Issues paper on the People's Republic of China, country report NO. 17/248

3 Finansielle forhold

Hovedbudskaber:

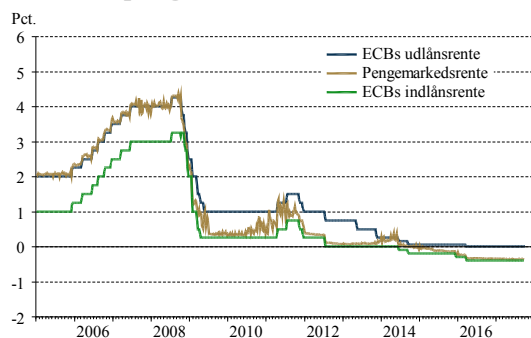
Pengepolitikken i Europa og Danmark er fortsat meget lempelig med negative indlånsrenter på hhv. -0,4 pct. og -0,65 pct. I prognosen er det lagt til grund, at Den europæiske centralbank (ECB) først hæver renten i starten af 2019. Det forventes, at renterne på de danske og tyske tiårige statsobligationsrenter er hhv. knap $\frac{3}{4}$ pct. og godt $\frac{1}{2}$ pct. ved udgangen af 2017, mens den 30 årige realkreditrente forventes at være godt $2\frac{1}{4}$ pct. Realkreditens bidragsatser er steget de seneste år. Det gælder særligt i forhold til lån med variabel rente til husholdninger.

3.1 Pengepolitik

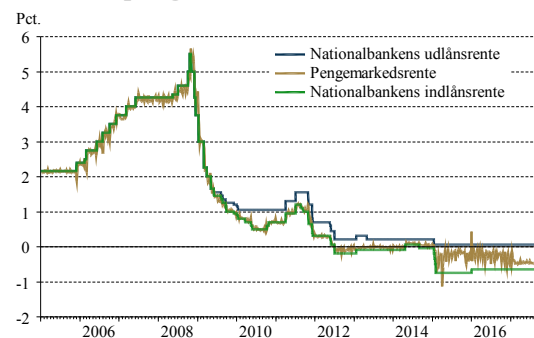
Den Europæiske Centralbank (ECB) har fastholdt indlånsrenten på rekordlave -0,4 pct. siden marts 2016, jf. figur 3.1. ECB's opkøb af obligationer har siden april 2017 været på 60 mia. euro om måneden, og ECB har annonceret, at dette niveau vil blive fastholdt resten af 2017. I fremskrivningen er det lagt til grund, at ECB vil fortsætte opkøbsprogrammet i 1. halvår 2018, dog på et lavere niveau. Det forventes, at ECB fastholder det nuværende lave renteniveau igennem 2017-18, og første rentestigning vurderes at komme i starten af 2019. Herefter ventes en gradvis rentestigning i takt med, at inflationen forventes at komme tættere på ECB's målsætning om en inflation tæt på men under 2 pct. På den baggrund ventes ECB's pengepolitiske rente at være $2\frac{1}{2}$ pct. i 2025, hvilket er 0,5 pct.point lavere end i *Dansk Økonomi*, forår 2017.

Nationalbankens indlånsrente har ligget uændret på -0,65 pct. siden januar 2016, og den har været lavere end ECB's siden starten af 2015, jf. figur 3.2.

Figur 3.1 Pengepolitiske renter og pengemarkedsrenter, Euroområdet



Figur 3.2 Pengepolitiske renter og pengemarkedsrenter, Danmark

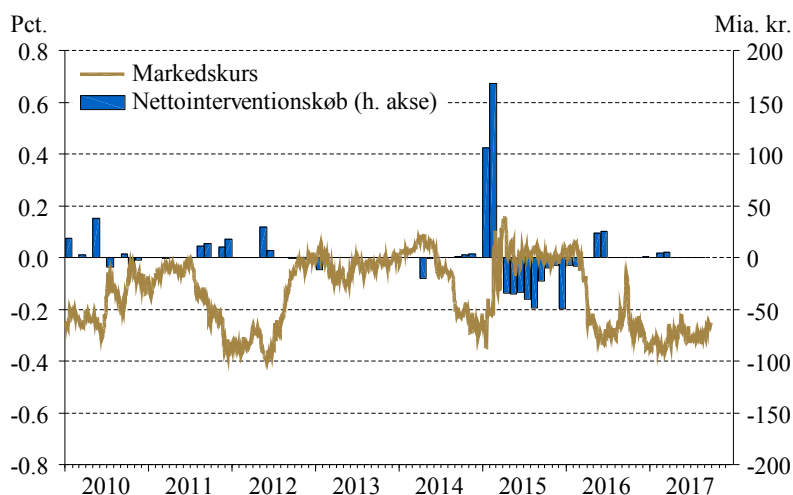


Anm: ECB's udlånsrente er renten på de løbende likviditetstildelinger (Main Refinancing Operations, MRO), mens den for Danmark er Nationalbankens udlånsrente. Indlånsrenterne er renten på indskudsbeviser, mens pengemarkedsrente er dag-til-dag pengemarkedsrenten. Seneste observation er august 2017.

Kilde: Macrobond.

Kronekursen overfor euroen har siden maj været meget stabil i intervallet 7,435-7,440, hvilket er ca. 0,3 pct. under den politisk fastsatte centralkurs på 7,46 kr. pr. euro, jf. figur 3.3. Kronekursen overfor euro ligger således sikkert indenfor udsvingsbåndene på 2,25 pct. på hver side af centralkursen. Kronekursen har ligget stabilt uden, at Nationalbanken har været nødt til, at ændre de pengepolitiske renter eller intervenere i valutamarkedet. Således har nationalbanken ikke intervenseret siden marts 2017. Så længe kronekursen ligger under centralkursen, er der grundlag til at tro, at de danske pengepolitiske renter fortsat vil være lavere end de europæiske.

Figur 3.3 Kronekurs og interventionskøb



Anm: Markedskursen er den procentvise afvigelse fra politisk fastsatte centralkurs på 7,46 kr. pr. euro. Kursen holdes inden for et udsvingsbånd på +/-2,25 pct. af centralkursen. Seneste observation for kronekursen er september 2017. Positivt nettointerventionskøb svarer til køb af euro mod salg af kroner. Seneste observation for interventionskøb er august 2017.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

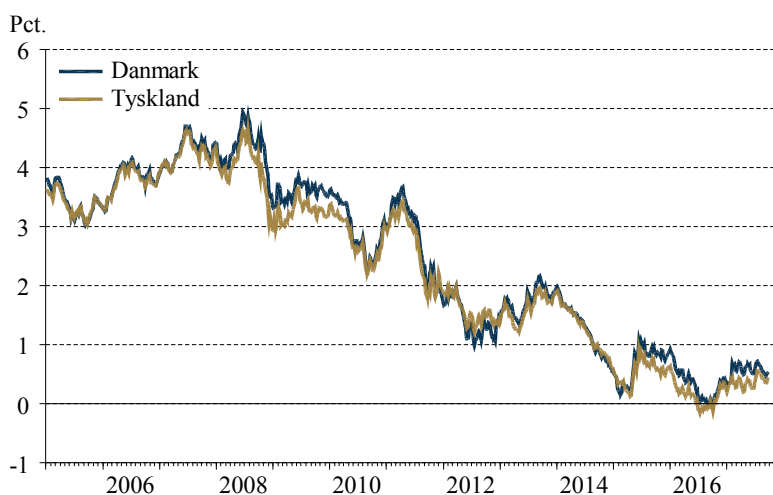
3.2 Kapitalmarkeder

Renterne på både de danske og tyske tiårige statsobligationer var svagt stigende til og med første halvdel af juli. Herefter er renterne på de tiårige statsobligationer faldet tilbage de seneste måneder og ligger i slutningen af september på godt 0,5 pct. og godt 0,4 pct. for de danske henholdsvis de tyske statsobligationer, jf. figur 3.4. Spændet mellem de danske og tyske statsobligationer er henover sommeren faldet fra et niveau omkring 0,25 pct.point til de nuværende godt 0,1 pct.point, jf. figur 3.4.

I prognosen antages en gradvis stigning i statsobligationsrenterne, og det lægges til grund, at spændet mellem de danske og de tyske statsobligationsrenter stiger svagt resten af 2017 og igennem 2018 således, at spændet ved udgangen af 2018 er ca. ¼ pct. point, jf. tabel 3.1. Den tyske tiårige statsobligation skønnes i gennemsnit at ligge på ca.

0,4 pct. i 2017 stigende til ca. 0,7 pct. i 2018, mens den danske ventes at være ca. 0,6 pct. i 2017 stigende til ca. 0,8 pct. i 2018. Frem mod 2025 ventes renterne på de tyske og danske statsobligationer at stige til hhv. $3\frac{1}{4}$ pct. og $3\frac{1}{2}$ pct., hvilket er $\frac{1}{2}$ pct.point lavere end forudsat i *Dansk Økonomi, forår 2017*.

Figur 3.4 Tiårige statsobligationsrenter



Anm: Figuren viser renteniveauet på danske og tyske 10-årige statsobligationer. Seneste observation er september 2017.

Kilde: Macrobond.

Nedjusteringen af renterne skal blandt andet ses i lyset af, at pengepolitikken i Europa ventes at være lempelig i en længere periode. Samtidig kan der være flere grunde til, at renterne frem mod 2025 vil stige mindre end hidtil antaget, herunder at den demografiske udvikling kun langsomt forventes at trække i retning af højere langsigtede renter, jf. afsnit I.4. Renteskønnet for tyske statsobligationer ligger i tråd med vurderingen fra andre internationale prognosemagere.

Tabel 3.1 Hovedtræk af renteprognosen

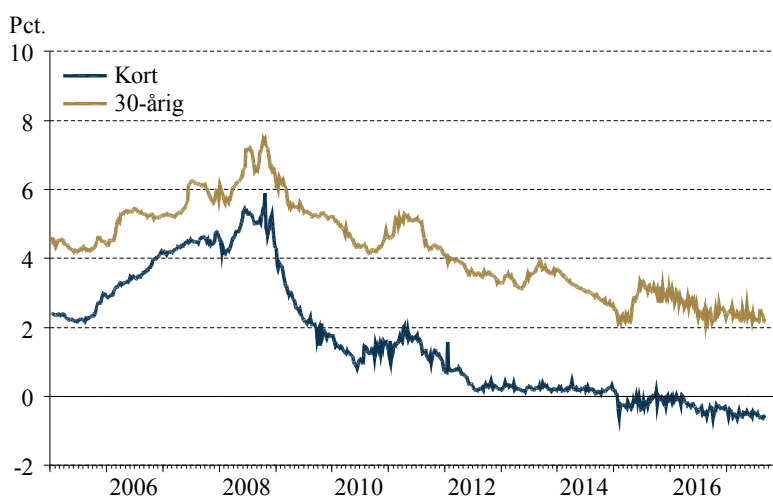
	2016	2017	2018	2019	2025
	----- Årsgennemsnit -----				
ECB	0,0	0,0	0,0	0,3	2,5
Dansk statsobligation	0,3	0,6	0,8	1,3	3,5
Tysk statsobligation	0,1	0,4	0,7	1,0	3,3
Dansk realkreditrente	2,6	2,3	2,4	2,7	4,8
	----- Ultimo året -----				
ECB	0,0	0,0	0,0	0,5	2,5
Dansk statsobligation	0,4	0,7	1,0	1,5	3,5
Tysk statsobligation	0,3	0,6	0,7	1,3	3,3
Dansk realkreditrente	2,4	2,3	2,5	2,9	4,8

Anm.: Tabellen viser årsgennemsnittet for renterne. Statsobligationsrenterne er på 10-årige obligationer. Realkreditrenten er på 30-årige obligationer. For ECB vises udlånsrenten ved de primære markedsoperationer (*Main Refinancing Operations*, MRO's).

Kilde: Macrobond, Danmark Statistik, ADAM's databank og egne skøn.

Renterne på 30-årige realkreditobligationer har været omtrent stabile siden årsskiftet i spændet 2¼-2½ pct., ligeledes har den korte realkreditrente været omtrent stabil omkring -0,5 pct. Den korte realkredit rente har været negativ i stort set hele perioden siden februar 2015, jf. figur 3.5. Årsniveauet for renten på den 30-årige realkreditobligation ventes at være godt 2¼ pct. i 2017 stigende til ca. 2½ pct. i 2018. Frem mod 2025 forudsættes den 30-årige realkreditobligation at stige gradvist til et niveau på 4¾ pct., hvilket ligeledes er 0,5 pct. lavere end forudsat i *Dansk Økonomi, forår 2017*.

Figur 3.5 Realkreditobligationsrenter

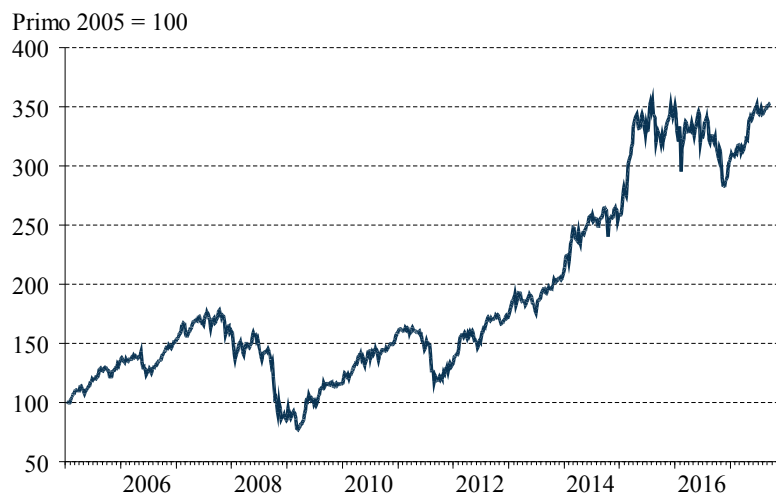


Anm: Den korte realkreditrente er en sammenejning af renter på realkreditobligationer med en løbetid på mellem et og to år. Seneste observation er september 2017.

Kilde: Realkreditrådet

Det danske aktiemarked har ligget relativt fladt henover sommeren med beskedne kursudsving, jf. figur 3.6. OMXC20 indekset, som består af de 20 mest omsatte aktier på Københavns fondsbørs, ligger dog i midten af september knap 9 pct. højere end på samme tid sidste år.

Figur 3.6 Danske aktier



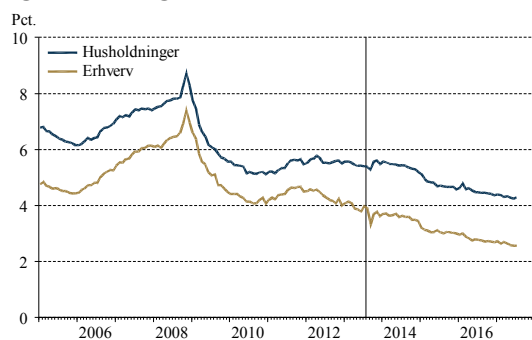
Anm: Det viste aktieindeks er OMXC20, der er et indeks over de 20 mest omsatte aktier på Københavns Fondsbørs. Indekset er præget af udviklingen i enkelte aktier, der vægter tungt i indekset. Seneste observation er september 2017.

Kilde: Macrobond

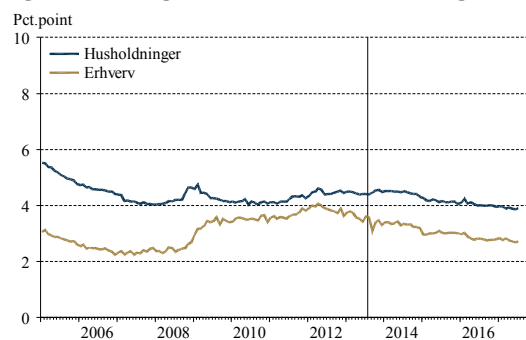
3.3 Udlånsrenter og kreditgivning

Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlånsrenter har i 2017 fortsat de senere års faldende tendens, og de ligger i dag på et meget lavt niveau for både erhverv og husholdninger, jf. figur 3.7. Dermed afspejles den meget lempelige pengepolitik fortsat i pengeinstitutternes udlånsrenter. Pengeinstitutternes rentemarginal overfor erhvervslivet har været svagt faldende siden marts, mens den har været omtrent uændret for husholdningerne, jf. figur 3.8.

Figur 3.7 Pengeinstitutternes udlånsrenter



Figur 3.8 Pengeinstitutternes rentemarginaler

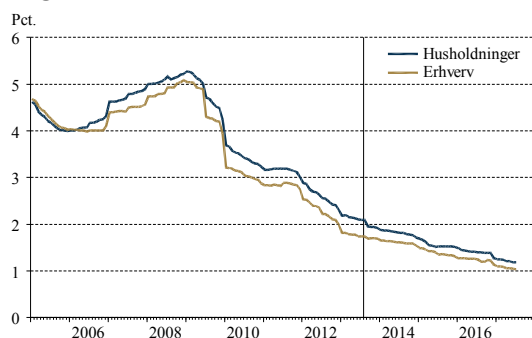


Anm: Figurene viser gennemsnitlige udlånsrenter og rentemarginaler for pengeinstitutternes indenlandske udlån. Rentemarginalen er forskellen mellem de gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter. Seneste observation er juli 2017.

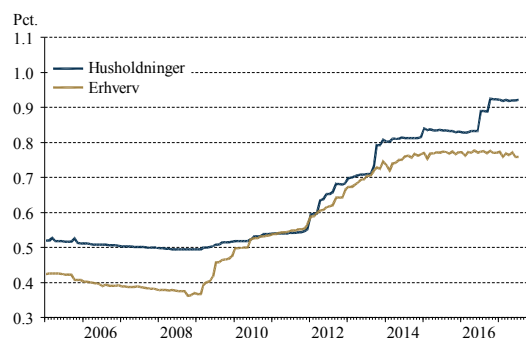
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Ligesom for pengeinstitutterne har også realkreditinstitutternes gennemsnitlige udlånsrenter været faldende de seneste år, og ligger nu godt 4 pct.point lavere end niveauet primo 2009, jf. figur 3.9. Modsat har de gennemsnitlige bidragssatser for både husholdninger og erhverv udvist markante stigninger siden 2009, jf. figur 3.10. De gennemsnitlige bidragssatser har dog været omtrent uændrede igennem 2017. Set under ét er renten og bidragssatserne faldet markant siden 2009, og også i 2017 er den samlede udgift faldet med ca. 0,25 pct. point for både husholdninger og erhverv.

Figur 3.9 Realkreditinstitutternes obligationsrenter



Figur 3.10 Bidragssatser, realkredit

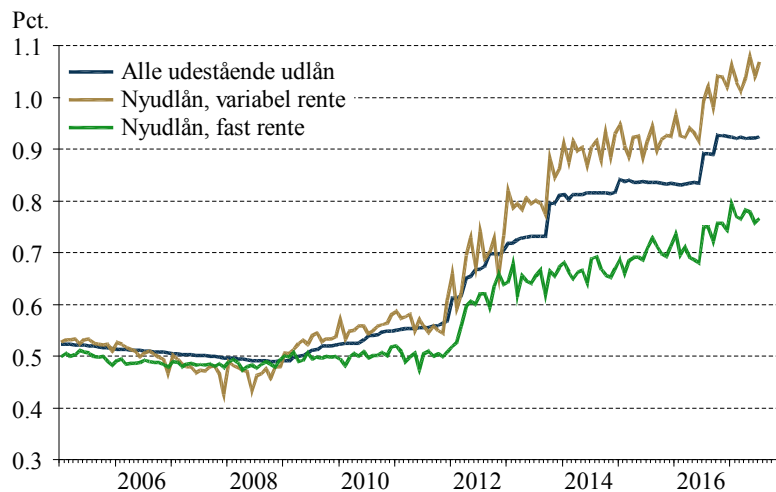


Anm: Figurene viser gennemsnitlige effektive obligationsrenter og bidragssatser for realkreditinstitutternes indenlandske udlån. Udlånsrenterne er eksklusive bidragssatser. Den lodrette streg angiver databrud. Seneste observation er juli 2017.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

For husholdningerne er bidragssatserne på nyudstedte lån steget på både variabelt og fastforrentede lån siden 2009, men stigningerne har været markant større for variabelt forrentede lån, jf. figur 3.11. Det seneste år er forskellen forøget således, at bidragssatserne på nyudstedte lån med variabel rente nu er 0,3 pct.point højere end for fastforrentede lån.

Figur 3.11 Bidragssatser for husholdningerne

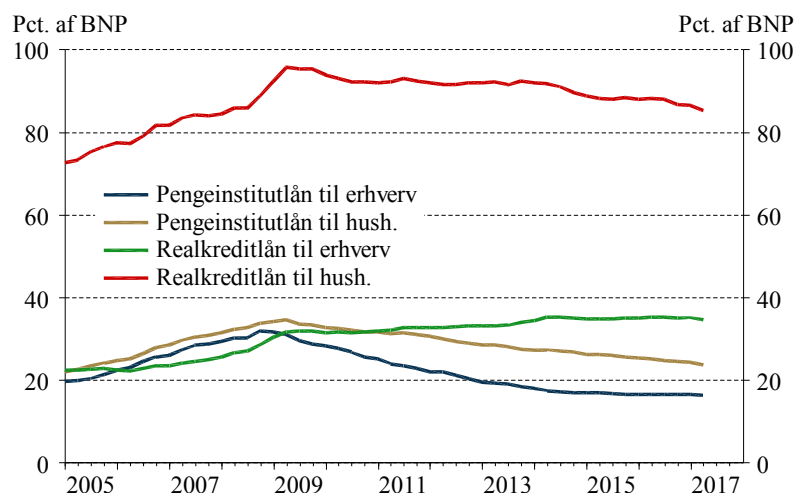


Anm: Bidragssatser for husholdningerne er opdelt på udestående lån, nyudlån med variabel rente og med fast rente. Variabel rente dækker over lån med rentefiksering op til 10 år, mens fast rente er lån med en rentefiksering på over 10 år. Seneste observation er juli 2017.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Siden 2014 har udlånene til erhverv udgjort en omtrent konstant andel af BNP for både penge- og realkreditinstitutter. Derimod er udlånene til husholdningerne fra både penge- og realkreditinstitutter fortsat tendensen mod at udgøre en faldende andel af BNP, jf. figur 3.12. Denne udvikling hænger muligvis sammen med et ønske i husholdningerne om at konsolidere sig efter finanskrisen.

Figur 3.12 Udlån fra penge- og realkreditinstitutter



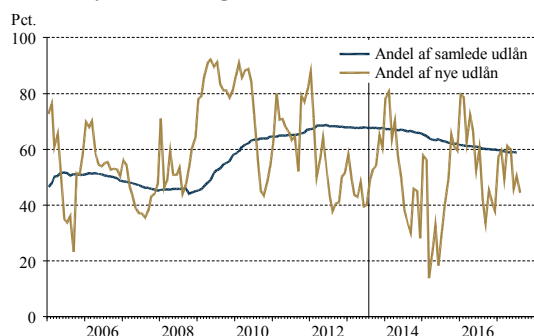
Anm: Figuren viser det samlede udlån til indenlandske husholdninger og erhverv fra henholdsvis penge- og realkreditinstitutterne i pct. af annualiseret kvartalsvist BNP. Seneste observation er 2. kvartal 2017. Egen sæsonkorrektion.

Kilde: Danmarks Nationalbank

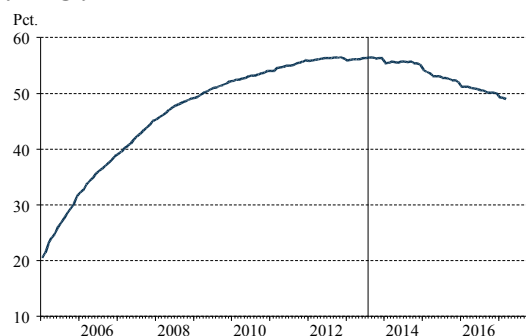
Andelen af nyudstedte realkreditudlån til ejerboliger og fritidshuse, der er med variabel rente, er faldet de seneste måneder og var godt 44 pct. i juli 2017, jf. figur 3.13. Den øgede forskel på bidragssatserne mellem variabelt forrentede og fast forrentede lån har mindsket den månedlige besparelse ved de variabelt forrentede lån relativt til de fastforrentede, og kan have medvirket til denne udvikling. I forhold til det samlede udlån har variabelt forrentede lån udvist en faldende tendens siden midten af 2012. Hvor de i 2012 udgjorde over 68 pct. af det samlede udlån fra realkreditinstitutter udgjorde de i juli under 59 pct. af det samlede udlån. Den faldende andel af variabelt forrentede lån betyder alt andet lige, at husholdningerne er mindre eksponerede overfor rentestigninger end tidligere.

Siden årsskiftet har andelen af realkreditlån med afdragsfrihed udgjort under 50 pct. af det samlede udlån, jf. figur 3.14. I juli udgjorde lån med afdragsfrihed således knap 49 pct. af det samlede udlån, hvilket man skal tilbage til slutningen af 2008 for at finde tilsvarende. Isoleret set vil en lavere andel af lån med afdragsfrihed øge robustheden i det finansielle system, fordi det over tid vil trække i retning af en lavere belåningsgrad for den enkelte husholdning.

Figur 3.13 Realkreditudlån, andel med variabel forrentning



Figur 3.14 Realkreditudlån, andel med afdragsfrihed



Anm: Figuren viser procentdelen af det samlede realkreditudlån til ejerboliger og fritidshuse, der er med henholdsvis variabel rente og afdragsfrihed. For variabel forrentning vises andelen også for nyudlån. Seneste observation for både variabelt forrentede lån og lån med afdragsfrihed er juli 2017.

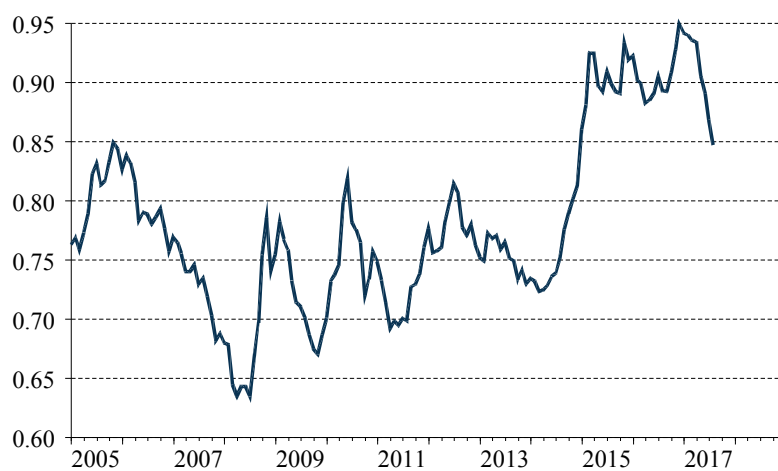
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Euroen er igennem 2017 blevet styrket markant overfor dollar, og prisen på en dollar er således faldet fra 0,95 euro i december 2016 til 0,84 euro i september 2017, jf. figur 3.15. Da den danske krone er bundet tæt til euroen grundet fastkurs politikken, betyder dette, at også kronen er styrket overfor dollar.³ En general styrkelse af euroen vil dermed alt andet lige påvirke den danske nettoeksport negativt, da danske varer derved bliver dyrere i lande, der ikke benytter euro. En stærkere euro vil på samme måde

³ Den effektive kronekurs er siden årsskiftet steget ca. 2¾ pct.

påvirke euroområdet samlede eksport og derigennem væksten i euroområdet. Hvis en stærkere euro dæmper væksten i euroområdet, kan det have betydning for, hvor hurtigt ECB udfaser obligationsopkøbs programmet, samt tidspunktet hvor de begynder at hæve renten.

Figur 3.15 Euro/Dollar



Anm: Figuren viser prisen på 1 US dollar opgjort i euro. Seneste observation er september 2017.

Kilde: Macrobond.

4 Indenlandsk efterspørgsel

Hovedbudskaber

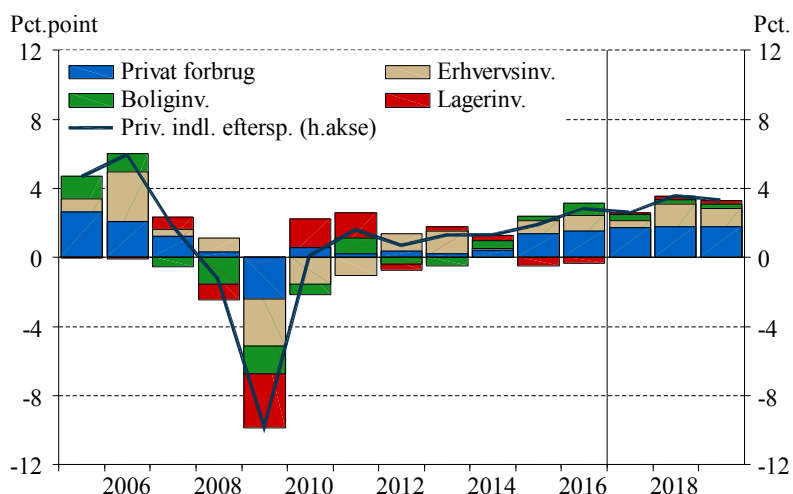
Den private efterspørgsel ventes i perioden 2017-19 at stige med 2½-3½ pct., hvor det private forbrug ventes at give det største bidrag. De seneste år har det private forbrug ligget lavt i forhold til den disponible indkomst, og det har medført en betydelig formueopbygning. Det ventes, at den øgede formue gradvist vil øge det private forbrug som andel af disponibel indkomst.

Beskæftigelsen er steget kraftigt de senere år, og da virksomhederne kun har investeret i begrænset omfang de senere år, er kapitalapparatet i forhold til beskæftigelsen lavt sammenlignet med den historiske trend. På den baggrund ventes investeringerne at stige markant de kommende år.

4.1 Indenlandsk efterspørgsel

Væksten i den private indenlandske efterspørgsel var i 2016 på 2,8 pct. I 2017 ventes en lidt svagere vækst på godt 2½ pct., hvilket særligt skyldes mere afdæmpet vækst i bolig- og erhvervsinvesteringerne, jf. figur 4.1. Erhvervsinvesteringerne forventes dog at yde betydelige bidrag igen i 2018 og 2019, hvilket ventes at øge væksten i den private efterspørgsel til omkring 3½ pct. Det private forbrug ventes at give det største bidrag gennem alle årene, mens der kun ventes mindre bidrag fra boliginvesteringerne.

Figur 4.1 Privat indenlandsk efterspørgsel



Anm: Søjlerne angiver vækstbidrag til privat indenlandsk efterspørgsel. Den lodrette streg angiver overgang til prognose.

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

4.2 Husholdningerne

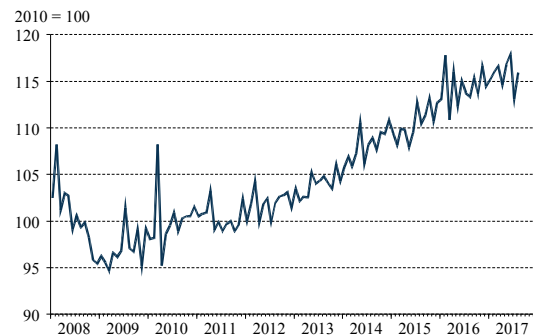
Det private forbrug ventes at stige med godt 2¼ pct. i 2017. Væksten i det private forbrug ventes dermed at tiltage i 2017 bl.a. som følge af stigende beskæftigelse og indkomster. Der ventes også de kommende år fremgang i beskæftigelsen, og samtidig ventes lønstigningerne at tiltage. Samtidig har husholdningerne opbygget en betydelig opsparing de senere år, som gradvist ventes omsat til forbrug. Samtidig vil der de kommende år være engangsudbetalinger i form af tilbagebetaling af efterlønsbidrag i 2018 og tilbagebetaling af for meget opkrævede boligskatte i 2019-20. Det private forbrug ventes de kommende år at vokse i omtrent samme tempo.

Der har i starten af 2017 været stor fremgang i det private forbrug, som dog var præget af et stort forbrug af energi. I 2. kvartal faldt energiforbruget tilbage, så nulvækst i det samlede private forbrug dækker over en ganske pæn udvikling fraregnet energi. For 3. kvartal peger detailomsætningen fortsat på en afdæmpet udvikling, jf. figur 4.2. Internethandel er de senere år blevet mere udbredt, men kun internethandel i danske butikker indgår i detailomsætningsindekset. Samtidig er forbruget de senere år flyttet over mod tjenester. Dankortomsætningen har derimod været stigende i 2017, og har siden 2012 ligget på omtrent samme trend, jf. figur 4.3. Den stigende dankortomsætning afspejler dog i nogen grad, at dankortet stadig vinder indpas som betalingsmiddel.

Figur 4.2 Real detailomsætning



Figur 4.3 Real dankortomsætning



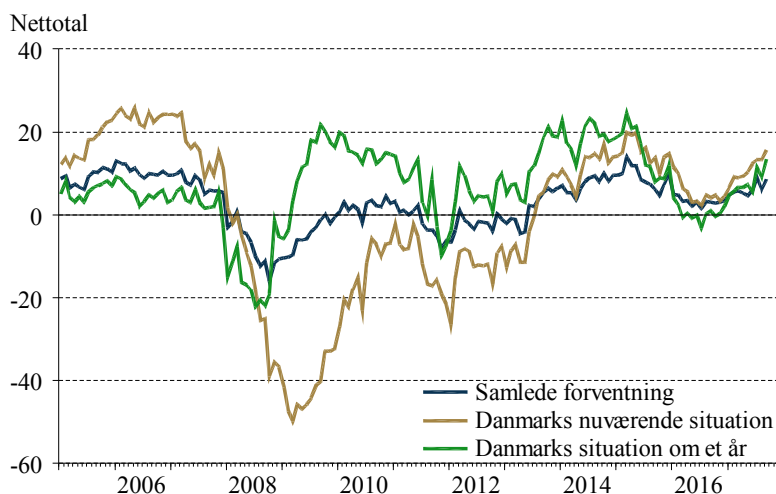
Anm: Dankort- og detailomsætning er mængdeindeks. Egen sæsonkorrektion.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Macrobond og egne beregninger.

Det private forbrug har i 1. halvår 2017 også været trukket op af anskaffelser af køretøjer, der i forhold til 1. halvår 2016 er steget med knap 4½ pct. Der er i september indgået *Aftale om omlægning af bilafgifterne*. Usikkerhed om registreringsafgifterne har i august medført et betydeligt fald i bilsalget, som ligeledes ventes at have medført et lavt bilsalg i september. Det formodes, at der i høj grad er tale om en udskydelse af husholdningernes købsbeslutninger, hvilket ventes at føre til en betydelig genopretning af bilsalget de kommende måneder. *Aftale om omlægning af bilafgifterne* er ikke nået indarbejdet i *Dansk Økonomi, efterår 2017*, men må formodes at føre til et øget bilsalg fremadrettet. Nærværende prognose indeholder en stigning i bilsalget på knap 4 pct.

Forbrugerforventningerne er steget siden foråret, hvilket gælder både forventninger om den nuværende situation og den forventede situation om et år, jf. figur 4.4. Det understøtter, at der stadig er godt gang i det private forbrug fremadrettet, da en stigende forbrugertillid kan indikere, at husholdningerne bliver mere tilbøjelige til at bruge deres indkomst på forbrug.

Figur 4.4 Forbrugertillid



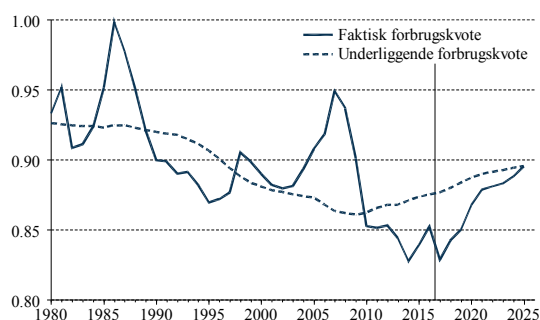
Anm: Netttotal er et udtryk for tendensen i forbrugernes tillid. Egen sæsonkorrektion.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

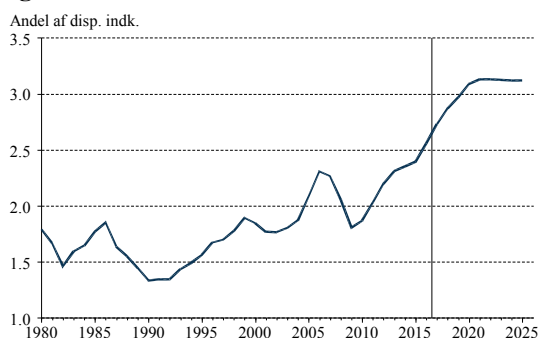
Forbrugskvoten måler i nogen grad dette og har siden 2010 ligget på et lavt niveau betydeligt under det historiske gennemsnit. Ligeledes ligger forbrugskvoten lavere, end man kunne forvente givet den demografiske sammensætning og husholdningernes formue, jf. figur 4.5. Den lave forbrugskvotep har samtidig været medvirkende til, at husholdningerne har haft en stor opsparing de seneste år, hvilket har udbygget formuen betydeligt, jf. figur 4.6. Dertil kommer at boligpriserne har været stigende de senere år, og formuekvoten lå som andel af den disponible indkomst således på et historisk højt niveau i 2016.

Til trods for den forventede høje vækst i det private forbrug fremover ventes forbrugskvoten de førstkomende år fortsat at være lavere, end udviklingen i formuen og de demografiske ændringer tilsiger. Det ventes dog, at formuen efterhånden slår igennem på forbrugstilbøjeligheden, og spændet antages gradvist at blive lukket frem mod 2025.

Figur 4.5: Forbrugskvot



Figur 4.6: Formuekvot



Anm: Forbrugskvoten er defineret som forholdet mellem det private forbrug og den langsigtede disponible indkomst i SMEC. Den modelberegnete, underliggende forbrugskvot afhænger af formuekvoten (udglattet) og demografi. Formuekvoten er beregnet som andel af disponibel indkomst.

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

4.3 Virksomhederne

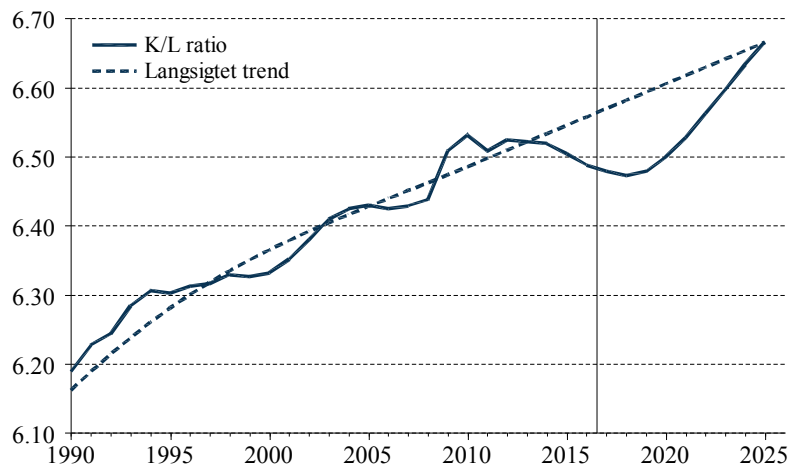
En svag start på året betyder, at væksten i erhvervsinvesteringerne ventes at aftage til godt 2 pct. i 2017. Det er væsentlig svagere end forudsat i *Dansk Økonomi, forår 2017*, og nedjusteringen kommer bl.a. på baggrund af en svag start på året for såvel maskin- som bygningsinvesteringer. Det forudsættes, at væksten tiltager resten af året, og denne stigning ventes at fortsætte de kommende to år med vækstrater på hhv. 7 pct. og knap 5½ pct. i 2018 og 2019.

Den stærke vækst de kommende år skal ses i forhold til, at der de seneste år er opbygget et betydeligt behov for investeringer fremadrettet, jf. figur 4.7. Lave investeringerne har sammen med en kraftig vækst i beskæftigelsen siden 2013 medført, at K/L-forholdet er faldet, og i 2016 lå betydeligt under det vurderede trendmæssige niveau.

Normalt i en konjunkturcyklus ses det typisk, at K/L-forholdet stiger kraftigt i lavkonjunkturer, mens det flader ud i højkonjunkturer. Det skal ses i sammenhæng med, at det er nemmere at reducere overflødig arbejdskraft end overflødig kapital. Allerede fra 2010, mens den europæiske gældskrise var under opbygning fladede K/L-forholdet ud, og er de senere år tilmed faldet, hvilket er hidtil uset. Det unormale konjunkturforløb skal ses i sammenhæng med, at også beskæftigelsen har haft et unormalt forløb med store stigninger tidligt i konjunkturbedringen, som beskrives nærmere i afsnit 0.

På trods af vækstrater i investeringerne på over 5 pct. ventes det, at de kommende års kraftige beskæftigelsesfremgang vil bidrage til at udvide forskellen mellem faktisk og trendmæssigt K/L-forhold. Efterspørgslen har siden 2008 ligget underdrejet, hvilket kan have fået virksomhederne til at holde igen med investeringerne.

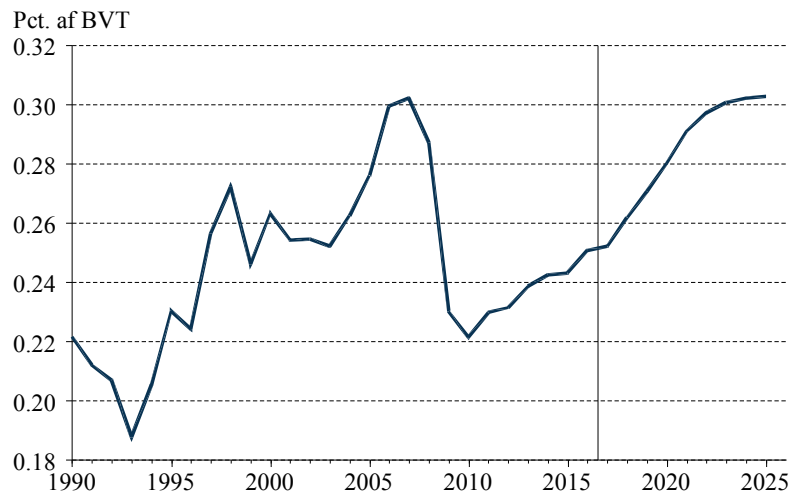
Figur 4.7 K/L-forhold



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

Afvigelsen mellem det faktiske og det trendmæssige K/L-forhold vidner om, at der i virksomhederne er et behov for at øge kapitalapparatet og dermed investeringerne. I fremskrivningen forudsættes investeringerne at stige betydeligt som andel af BNP i takt med, at beskæftigelsen øges, og virksomhederne tilpasser kapitalapparatets størrelse, jf. figur 4.8. I 2025 forudsættes K/L-forholdet at ramme sit trendmæssige niveau, hvilket indebærer, at investeringerne skal stige med ca. 5¼ pct. i årene 2020-25. Det bemærkes, at der er betydelig usikkerhed forbundet med fremskrivningen af kapitalapparatet for hele økonomien. Der er derfor risiko for, at investeringerne ikke bliver lige så høje, og at økonomien ender med et lavere kapitalapparat end ventet. Dette vil medføre, at produktiviteten også vil blive lavere. Investeringerne kan også stige mere end skønnet, hvormed K/L-forholdet genoprettes hurtigere, hvilket vil have den modsatte effekt på produktiviteten. De seneste år har væksten i investeringerne generelt ligget under de på forhånd skønnede vækstrater.

Figur 4.8 Investeringskvote i den private sektor



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

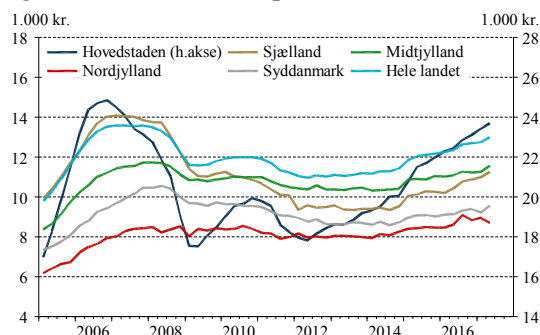
5 Boligmarkedet

Hovedbudskaber

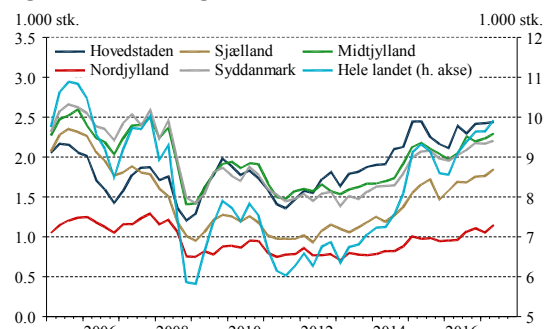
Priserne på både ejerlejligheder og enfamiliehuse er steget de seneste fire-fem år. Stigningen har været kraftigst på ejerlejligheder, som er koncentreret omkring de store byer. Prøsvæksten på enfamiliehuse har også været størst i Hovedstadsområdet. Det vurderes, at landsgennemsnittet for realprisen på enfamiliehuse ligger over den langsigtede trend. De kommende år ventes der yderligere prisstigninger, så dette spænd udvides, som følge af det lave renteniveau og fortsat fremgang i økonomien. Disse faktorer ventes ligeledes at medføre stigende boliginvesteringer. Frem mod 2025 ventes renterne at stige, og det ventes at lægge en dæmper på såvel boligpriser som boliginvesteringer.

I 2017 har priserne på enfamiliehuse fortsat tendensen fra de senere år, hvor priserne har været stigende siden midten af 2013. Stigningerne har været størst i Hovedstadsområdet, om end der har været stigninger i de fleste af landets regioner, jf. figur 5.1. Salget er ligeledes steget, men i mere uens tempo på tværs af regioner, jf. figur 5.2.

Figur 5.1 Kvadratmeterpriser



Figur 5.2 Hussalg



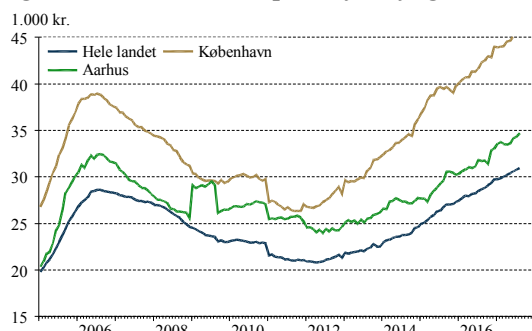
Anm: Seneste observation er 2. kvartal 2017.

Kilde: FinansDanmark

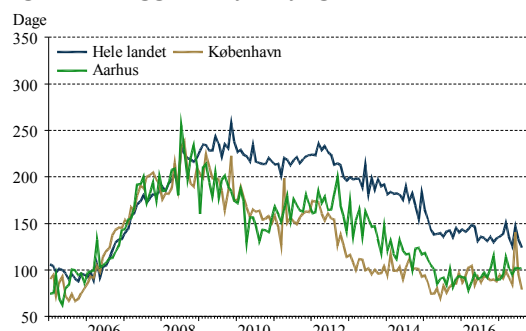
Priserne på ejerlejligheder har også fulgt tendensen fra de senere år med store stigninger i priserne, jf. figur 5.3. Prisstigningerne skal ses i lyset af, at ejerlejlighederne er koncentreret i de større byer, hvor blandt andet befolkningstilvæksten og et begrænset boligudbud har presset boligpriserne mest op. Liggetiden for ejerlejligheder i både København og Aarhus har været omtrent uændret de senere år, og er fortsat relativt kort på ca. 100 dage, jf. figur 5.4. Priserne og liggetiderne vidner om, at der fortsat er høj aktivitet på markedet for ejerlejligheder, men at presset er mindsket en anelse den seneste tid. Der er i april 2017 indgået *aftale om tryghed om boligbeskatningen*, der blandt andet indeholder en ophævelse af nominalprincippet på ejendomsværdiskatten.

Aftalen vurderes af blandt andre Nationalbanken⁴ at stabilisere boligmarkedet, herunder ejerlejligheder i de større byer, der har været særligt begunstiget af nominalprincippet.

Figur 5.3 Kvadratmeterpris, ejerlejligheder



Figur 5.4 Liggetid, ejerlejligheder



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 sæsonkorrektur. Seneste observation er august 2017.

Kilde: FinansDanmark

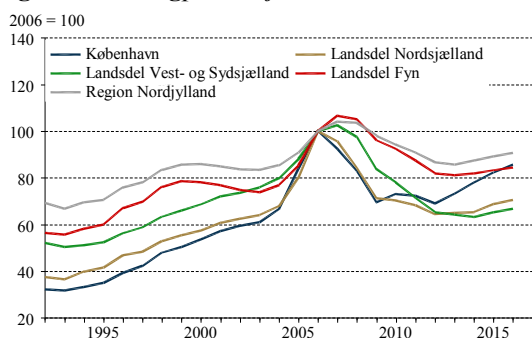
Prisstigningerne på boligmarkedet skal blandt andet ses i lyset af det lave renteniveau og indkomstfremgangen de seneste år. I forhold til indkomsterne har der de seneste 25 år været en markant stigning i priserne på både enfamiliehuse og ejerlejligheder på tværs af landet, jf. figur 5.5 og figur 5.6.

Prisniveauet har de senere år været omtrent uændret i forhold til indkomsterne for både enfamiliehuse og ejerlejligheder i de fleste regioner. Niveauet er lavere end da boligboblen var på sit højeste, men er dog stadig højt. I København er priserne derimod steget markant mere end indkomsterne siden 2012, og for lejligheder er forholdet ved at nærme sig samme niveau som i 2006. Prisstigningerne har de seneste år dog været noget langsommere end op til toppen i 2006.

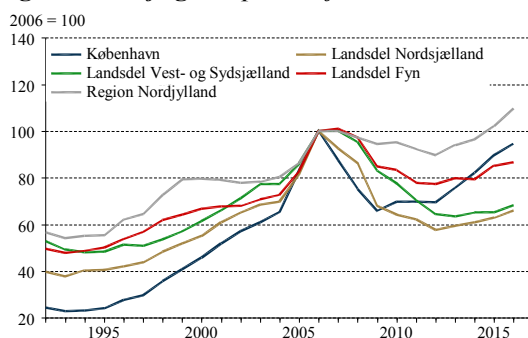
Det stigende forhold mellem priser og indkomst skal dog ses i forhold til renteniveauet, der generelt har været faldende i samme periode, og aktuelt ligger på et meget lavt niveau. Det reducerer ydelsen på boliglån, og muliggør, at højere priser kan finansieres for samme ydelse.

⁴ Aftale om boligskat stabiliserer boligpriser, Nationalbanken, Analyse – September 2017 – nr. 14

Figur 5.5: Boligpriser ift. indkomst



Figur 5.6: Lejlighedspriser ift. indkomst



Anm: Figurene viser udviklingen i regionalfordelt personindkomst i forhold til prisen på hhv. enfamiliehuse og ejerlejligheder.

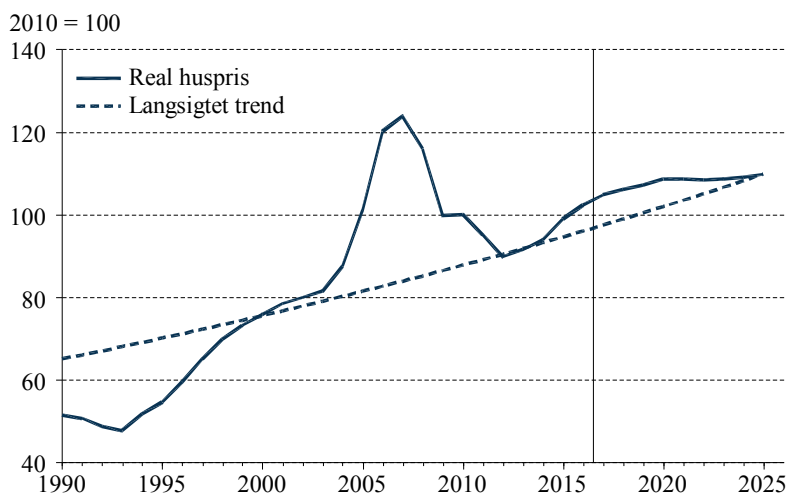
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

På landsplan vurderes en stor del af husprisstigningerne også at kunne forklares ud fra den underliggende økonomiske udvikling i form af lave renter, begrænsede boliginvesteringer samt beskæftigelsesfremgang og en forøgelse af husholdningernes disponible indkomst. Denne vurdering bygger på, at SMEC's ligninger, på baggrund af udviklingen i disse underliggende faktorer, ville tilsige endnu højere realprisivækst i boligpriserne i perioden 2014-2016, end der faktisk har været. De reale prisstigninger har i 2014-16 været mellem 2 og 4 pct. lavere, end det SMEC's ligninger tilsiger⁵.

Boligprisstigningerne og den lave inflation har dog betydet, at boligpriserne er kommet betydeligt over den historiske trend, jf. figur 5.7. Da der fortsat ventes lave renter og fremgang i dansk økonomi, skønnes priserne på boliger at stige knap 3½ pct. i 2017 og 2018, og de reale boligpriser ventes dermed fortsat at stige mere end den langsigtede trend. I takt med at renteniveauet gradvist normaliseres, ventes prisstigningerne at afdæmpes, og den reale kontantpris at normaliseres i forhold til den langsigtede trend.

⁵ SMEC's boligpriser er estimeret over perioden 1972-2015, og bygger på en sammenhæng mellem renteniveau, inflationsforventninger, forholdet mellem bolig- og forbrugerpriser, forholdet mellem boligkapital og disponibel indkomst samt beskæftigelse.

Figur 5.7 Real huspris

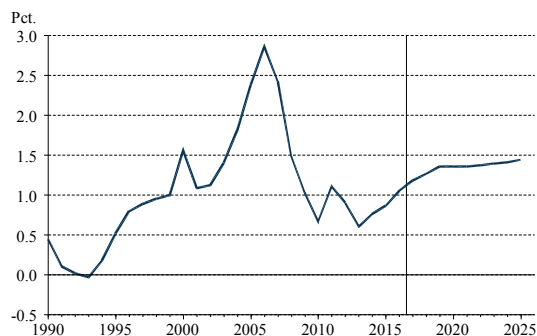


Anm: Den reale huspris er defineret som kontantprisen på enfamiliehuse deflateret med deflatoren for det private forbrug. Den langsigtede trend er estimeret over perioden 1955-2016, dog ekskl. årene 2006-2007.

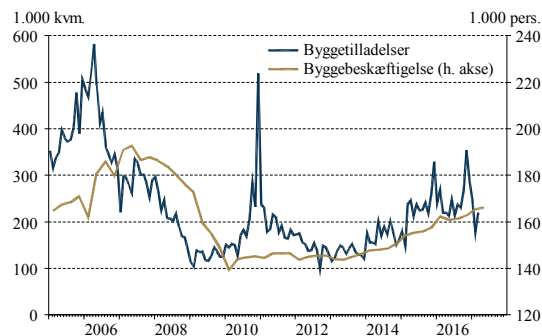
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Boliginvesteringerne har i perioden 2010-15 ligget på et relativt lavt niveau, hvorfor boligkapitalen i gennemsnit blot steg med ca. 0,8 pct. årligt, jf. figur 5.8. I 2016 steg boliginvesteringerne kraftigt med en årsvækst på knap 11 pct., hvilket forøgede boligkapitalen med 1,1 pct. Det var især drevet af høj investeringsvækst i 1. halvår 2016. Investeringsvæksten var en smule negativ i 2. halvår, men tiltog igen i 1. halvår 2017. Antallet af byggetilladelser afspejler også denne udvikling, da der i slutningen af 2015 og 2016 blev givet et stort antal byggetilladelse. Siden er antallet af byggetilladelser dog faldet tilbage, jf. figur 5.9. Byggebeskæftigelsen er ligeledes steget pænt i starten af året. På den baggrund ventes væksten i boliginvesteringerne at være ca. 5 pct. i 2017, hvilket implicerer en mere afdæmpet udvikling resten af året end i 1. halvår 2017. Boliginvesteringerne ventes at vokse knap 4 pct. i 2018 og 2019 på baggrund af det lave renteniveau og stor efterspørgsel efter boliger i især de større byer.

Figur 5.8 Ændring i boligkapital



Figur 5.9 Byggetilladelser og beskæftigelse



Anm: Seneste observation i højre figur er 2.kvartal 2017.

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

6 Udenrigshandel og betalingsbalance

Hovedbudskaber:

Årsvæksten i 2017 for import og eksport ventes at blive forholdsvis høj. De kommende år ventes yderligere stigninger i udenrigshandlen i takt med at det globale opsving fortsætter. Frem mod 2025 ventes stigende samhandel og fremgang i den indenlandske efterspørgsel at øge importkvoten. Den danske konkurrenceevne ventes at fortsætte på et højt niveau, så også eksporten ventes at stige betydeligt som andel af BNP frem mod 2025.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster udgjorde i 2016 næsten 8 pct. af BNP. Opsparingen udgjorde 28 pct. af BNP, mens investeringerne udgjorde 20 pct. af BNP. Som følge af fortsatte stigninger i husholdningernes indkomst ventes opsparingen frem mod 2025 at forblive på et højt niveau omkring 28 pct. på trods af relativ høj vækst i det private forbrug. Betalingsbalanceoverskuddet ventes dog gradvist at blive reduceret til ca. 4½ pct. af BNP i 2025 som følge af stigende vækst i investeringerne.

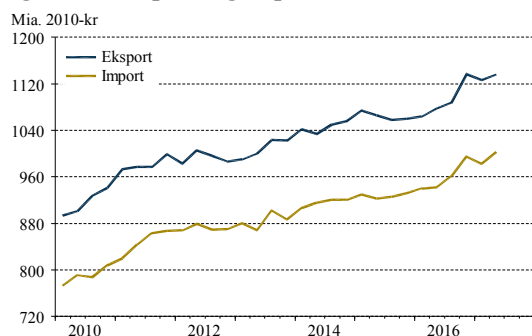
6.1 Udenrigshandel

Efter kraftige stigninger i både importen og eksporten i 2. halvår 2016, har udviklingen været mere afdæmpet i 2017 på linje med forventningen i *Dansk Økonomi, forår 2017*, jf. figur 6.1. Trods de mere afdæmpede vækstrater i 2017 ventes store stigninger i både import og eksport. Det skal ses i sammenhæng med, at den stærke afslutning på 2016 har givet et godt afsæt til årsvæksten i 2017. Dermed vil selv relativt beherskede vækstrater resultere i høje årsvækstrater i 2017. I 2017 ventes således en vækst på ca. 4 pct. og godt 4¼ pct. i hhv. importen og eksporten.

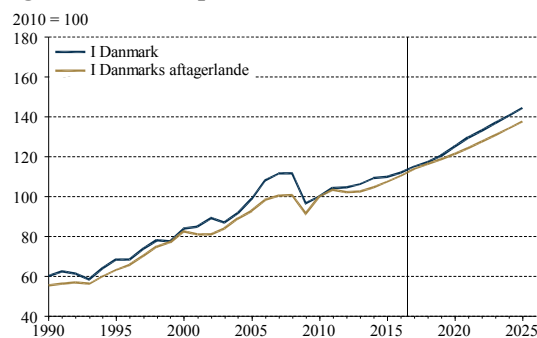
Prognosen indebærer som nævnt en relativ høj vækst i investeringerne og det private forbrug, der typisk har et stort importindhold. Det ventes derfor, at importen vil stige som andel af BNP, så vareimportkvoten er stigende i prognoseperioden, jf. figur 6.2. Det er en fortsættelse af den historiske tendens i både Danmark og Danmarks aftagerlande, hvor øget samhandel med verden giver større importkvoter. Dette indebærer, at vareimportkvoten ventes at være knap 50 pct. større i 2025 i forhold til 2010.

De kommende år ventes importen at vokse i omtrent samme takt som i 2017 med stigninger på ca. 4¼ pct. i 2018 og ca. 5 pct. i 2019. Der ventes en lidt svagere vækst i eksporten på omkring 3½ pct. i begge år. Frem mod 2025 ventes det fortsat, at importen udvikler sig stærkere end eksporten. Således ventes den gennemsnitlige vækst i perioden 2020-25 at være godt 5¼ pct. for importen og godt 4½ pct. for eksporten.

Figur 6.1 Eksport og import



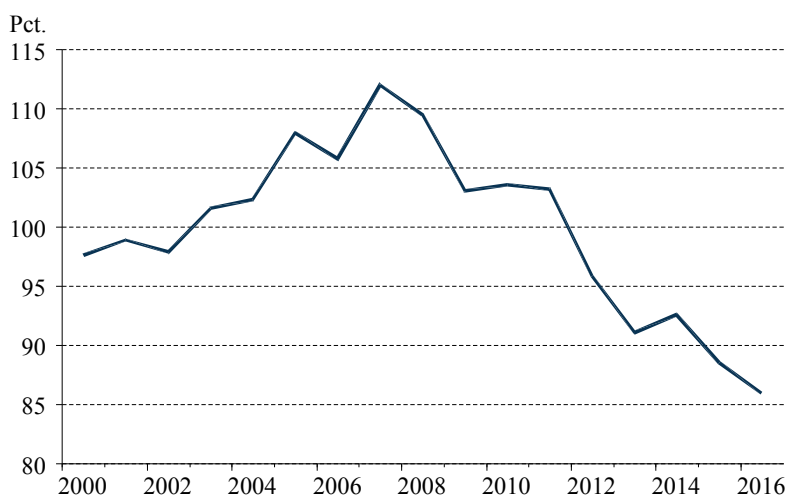
Figur 6.2 Vareimportkvote



Anm: Danmarks aftagerlande er et vægtet gennemsnit af 14 aftagerlandes vareimportkvote i faste priser. Seneste observation for eksport og import er 2. kvartal 2017.
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Den danske lønkonkurrenceevne, målt ved den relative lønkvote, er blevet kraftigt forbedret i perioden 2007-16. Den relative lønkvote ligger nu mere end ti pct. under gennemsnittet for de seneste 15 år, jf. figur 6.3. Den stærke danske lønkonkurrenceevne skyldes en kombination af stærk produktivitetsvækst og bytteforholdsgevinster. Sidstnævnte afspejler, at danske virksomheder har været godt positioneret i forhold til at opnå en mere gunstig prisudvikling på deres eksportprodukter end på deres importprodukter.

Figur 6.3: Relative lønkvoter



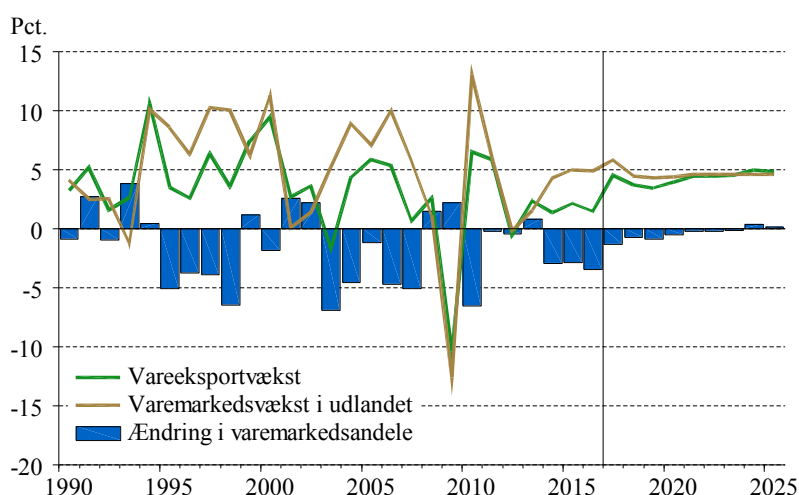
Anm: Den relative lønkvote måler lønkvoten i industrien i Danmark i procent af en sammenvæjning af lønkvoten i Danmarks ti vigtigste konkurrentlande. Sammenvæjningen er foretaget med Nationalbankens kronekursvægte. Der er endnu ikke data for Belgien, Norge, USA og Japan. Det er antaget, at lønkvoten i disse lande er konstant fra 2015 til 2016.

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

Lønkonkurrenceevnen ventes at svækkes en smule de kommende år, hvilket bl.a. skal ses i forhold til, at der ventes pæne lønstigninger i fremskrivningsperioden. Samtidig er den effektive kronekurs styrket i løbet af 2017, jf. afsnit 3. Der forudsættes dog en ganske pæn produktivitetsvækst, hvorfor den danske konkurrenceevne fortsat ventes at være stærk.

Det medfører, at danske virksomheder i prognosen kun i de første fremskrivningsår taber markedsandele, jf. figur 6.4. De seneste 25 år har Danmark generelt tabt markedsandele på eksportmarkederne, hvilket blandt andet skal ses i lyset af at flere lande deltager i verdenshandlen. I prognosen er der dog kun tale om et moderat tab af markedsandele i historisk sammenhæng, og på mellemlang sigt ventes de danske virksomheder omtrent at opretholde deres markedsandel i forhold til 14 aftagerlandes vareimport. De uændrede markedsandele vidner således om, at den danske konkurrenceevne fortsat ventes at være stærk de kommende år.

Figur 6.4 Varemarkedsandele



Anm: Markedsandele er beregnet ved at sætte væksten i den danske vareeksport i forhold til væksten i et vægtet gennemsnit af 14 aftagerlandes vareimport.

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

6.2 Betalingsbalancen

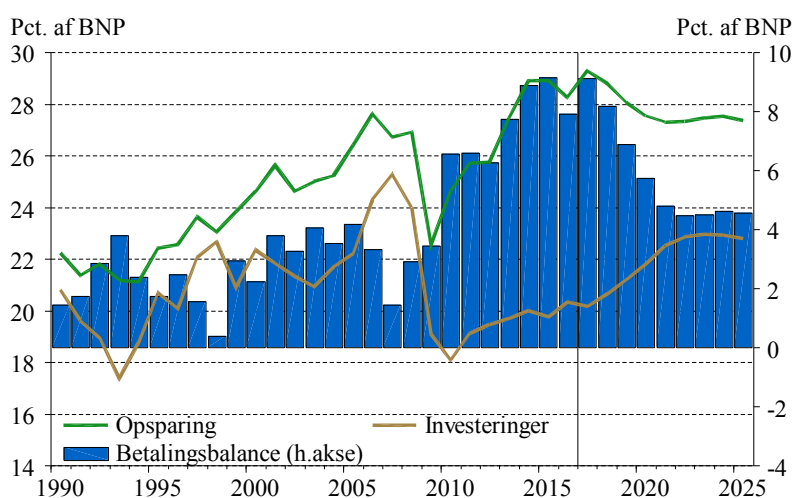
De seneste år er der opbygget nogle meget store overskud på betalingsbalancens løbende poster. I 2016 var overskuddet knap 8 pct. af BNP, jf. figur 6.5. Overskuddet ventes gradvist reduceret til omkring 4½ pct. af BNP i 2025 i fremskrivningen.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er definatorisk lig den indenlandske opsparing fratrukket de indenlandske investeringer. Det store overskud i 2016 skyldes,

at opsparingen udgør godt 28 pct. af BNP, hvor investeringerne kun udgør 20 pct. af BNP.

Opsparingen ventes at falde svagt i prognoseperioden, og samtidig forudsættes en stærk vækst i investeringerne. Som følge af dette ventes overskuddet på betalingsbalancen at falde fra det historisk høje niveau. Overskuddet på betalingsbalancen ventes dog fortsat at være stort og skyldes, at opsparingen på trods af et lille fald også frem mod 2025 ventes at udgøre en høj andel af BNP.

Figur 6.5 *Betalingsbalance, opsparing og investeringer*

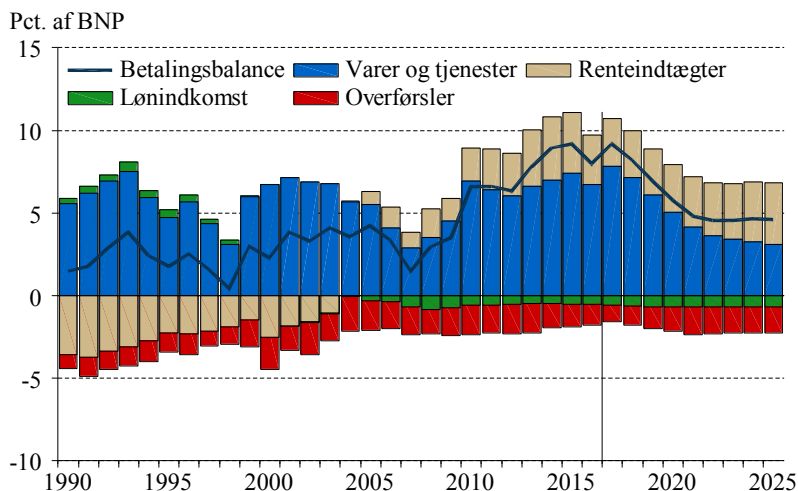


Anm: Figuren viser betalingsbalancens løbende poster.

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

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster kan også defineres som overskuddet på vare- og tjenestebalancen tillagt en række særlige poster (som f.eks. løn- og formueindkomst fra udlandet, netto). Frem til og med 2004 skyldtes overskuddet på betalingsbalancens løbende poster næsten udelukkende overskuddet på vare- og tjenestebalancen, men siden 2005 har nettorenteindtægterne også bidraget positivt til overskuddet, jf. figur 6.6.

Figur 6.6 Betalingsbalancen, dekomponeret

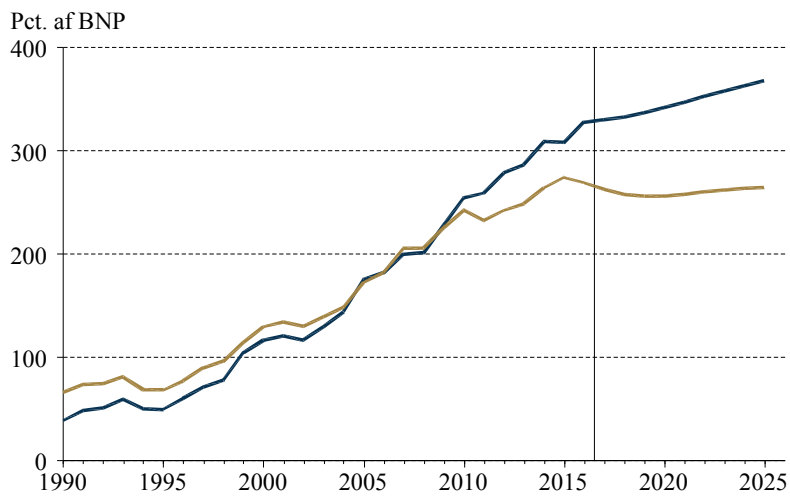


Anm: Figuren viser betalingsbalancens løbende poster.

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

I fremskrivningen udgør overskuddet på vare- og tjenestebalancen en stadig mindre andel af overskuddet på betalingsbalancen, mens nettorenteindtægter ventes at stige yderligere. De stigende nettorenteindtægter skyldes to ting. For det første er forrentningen af udenlandske aktiver i dansk besiddelse højere end forrentningen af danske aktiver i udenlandsk besiddelse. Dette skal blandt andet ses i sammenhæng med at danske aktiver generelt anses for sikre investeringer. Dermed kræves der mindre risikopræmier, som giver lavere renter, hvilket bl.a. ses af de lave danske statsobligationsrenter. For det andet er den danske formue i udlandet større end den udenlandske formue i Danmark (den danske udlandsgæld), jf. figur 6.7. Begge disse forhold ventes at være gældende i hele prognoseperioden, hvormed reduktionen i overskuddet på betalingsbalancens løbende poster skyldes et fald i overskuddet på vare- og tjenestebalancen. Faldet i overskuddet på varer og tjenester skal primært ses i lyset af, at er store bidrag til efterspørgslen fra såvel det private forbrug som investeringer, der for en stor dels vedkommende bliver dækket af import.

Figur 6.7 Aktiver og passiver i forhold til udlandet



Anm: Figuren viser hhv. den finansielle bruttoformue og bruttogæld i udlandet. Forskellen mellem de to kurver er udtryk for Danmarks nettotilgodehavender i udlandet.

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

7 Produktion og arbejdsmarked

Hovedbudskaber:

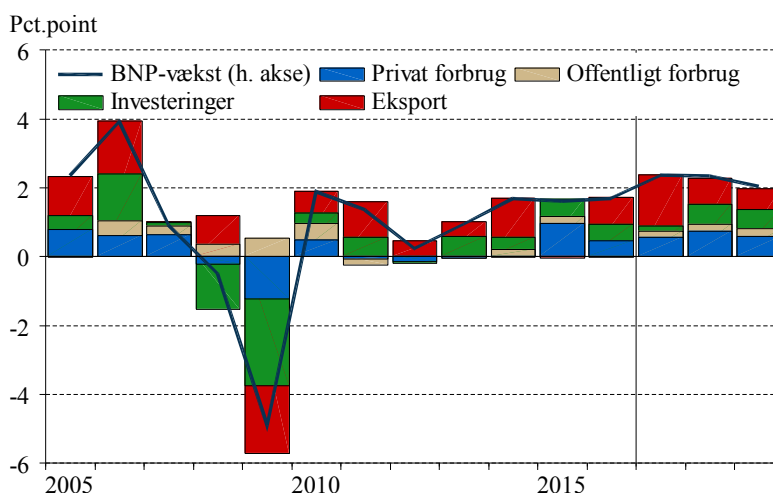
Konjunktursituationen i dansk økonomi vurderes til at være omtrent neutral i 2017. I 2017 ventes BNP at stige godt 2¼ pct., og de kommende år ventes en vækst på omtrent samme niveau. Dermed ventes væksten at blive stærkere, end strukturelle forhold tilsiger, og output gap forventes at blive positiv. Beskæftigelsegap er ligeledes omtrent lukket i 2017, og de kommende år ventes også beskæftigelsen at stige stærkere, end de strukturelle forhold tilsiger. Der ventes således også et positivt beskæftigelsesgap. Dermed er risikoen for en situation, hvor kapacitetspres på arbejdsmarkedet kan resultere i kraftigt stigende lønninger, rykket nærmere, om end en sådan situation ikke vurderes overhængende.

7.1 Produktion og arbejdsmarked

BNP steg med 1,7 pct. i 2016. Det dækker over kvartalsvise vækstrater på mellem ½ og 1 pct. gennem hele 2016, og i 1. halvår af 2017 er væksten fortsat i omtrent samme tempo. Væksten ventes at blive lidt langsommere i resten af 2017, primært som følge af en afdæmpning i det offentlige forbrug, og BNP ventes at stige godt 2¼ pct. i 2017.

Både den private sektor og udlandet ventes at bidrage pænt til væksten de kommende år, jf. figur 7.1. Eksporten ventes at give det største bidrag i 2017, men ventes de kommende år at give et lidt mindre bidrag. Det skyldes primært høje vækstrater i slutningen af 2016, jf. afsnit 0. Det private forbrug ventes at bidrage pænt i alle årene, og fra 2018 ventes der også store bidrag fra investeringerne.

Figur 7.1 Importrensede vækstbidrag

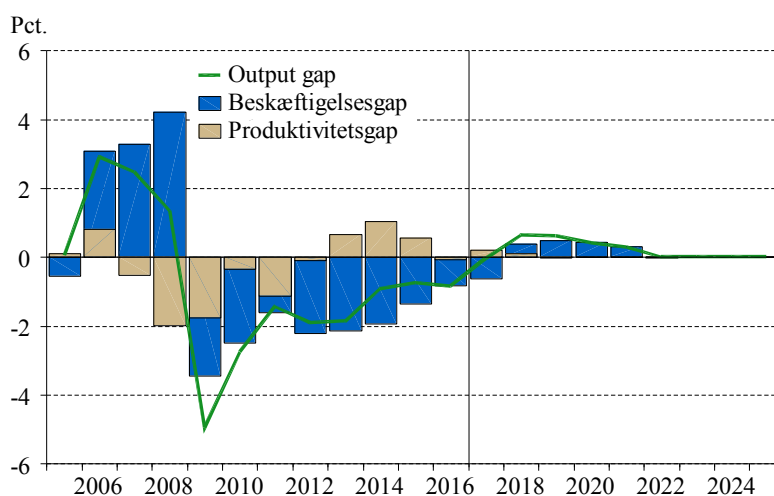


Anm: Figuren viser vækstbidrag til BNP fra de importrensede efterspørgselskomponenter. Søjlernerne summerer ikke præcis til BNP-væksten grundet forskellige deflatorer.

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

Konjunktursituationen i dansk økonomi vurderes at være omtrent neutral, og output gap vurderes i 2017 at blive lukket, jf. figur 7.2. De kommende år ventes væksten i faktisk BNP at være en smule højere end den strukturelle vækst. Dermed forventes output gap at øges de kommende to år, hvorefter output gap forventes gradvist at lukkes efterfølgende frem mod 2025. Det afspejler, at beskæftigelsen de kommende år vurderes at komme over det strukturelle niveau.

Figur 7.2 Output gap

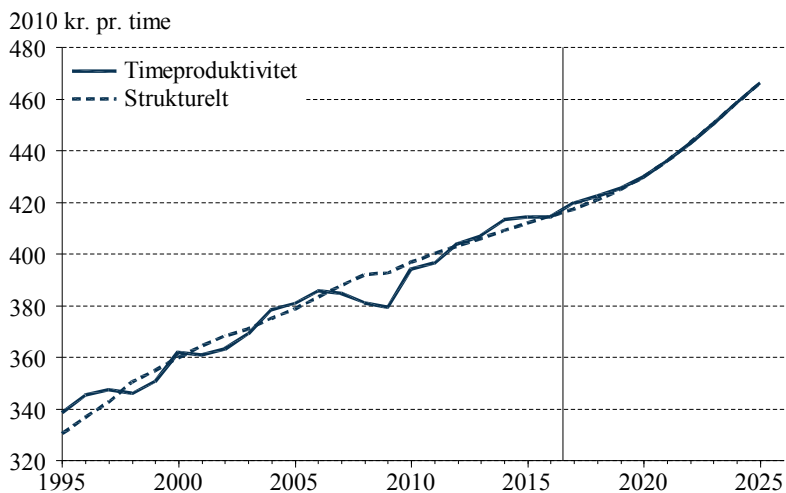


Anm: Figuren viser bidrag til output gap fra hhv. beskæftigelse og produktivitet.

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

Når output gap er lukket, forudsættes BNP at vokse med godt 2 pct. på linje med den strukturelle vækst i perioden 2017-25. Til sammenligning venter Finansministeriet, at væksten i samme periode kun er ca. 1½ pct. Den stærkere vækst i nærværende prognose afspejler hovedsageligt stærkere vækst i den strukturelle timeproduktivitet, mens der også er et bidrag fra en stigning i arbejdstiden. Den strukturelle timeproduktivitet ventes i gennemsnit at stige godt 1¼ pct. om året i perioden 2017-25, jf. figur 7.3. Den relativt høje vækst i timeproduktiviteten de kommende år afspejler blandt andet forudsætningen om et relativt højt niveau for investeringerne, jf. afsnit 4.3. De høje investeringer bidrager til at øge virksomhedernes kapitalapparat og dermed arbejdskraftens produktivitet.

Figur 7.3 Timeproduktivitet



Anm: Den stiplede linje angiver det skønnede strukturelle niveau for den samlede timeproduktivitet.

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

Stigningen arbejdstiden ventes sammen med stigende beskæftigelse – som følge af de seneste års arbejdsmarkedsreformer og fortsat nettoindvandring af udenlandske statsborgere – at øge den strukturelle timebeskæftigelse med knap $\frac{3}{4}$ pct. om året i perioden 2017-25. I det følgende gennemgås udviklingen i beskæftigelsen, ledighed og arbejdsstyrke, der sammen med den gennemsnitlige arbejdstid indgår i timebeskæftigelsen.

7.2 Beskæftigelse

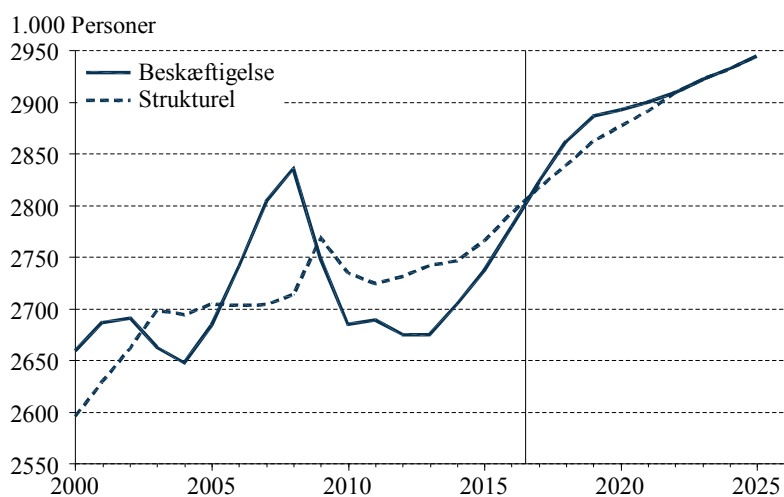
Beskæftigelsen ekskl. personer på orlov steg med 42.000 personer i 2016. Denne stigning var både afledt af en normalisering af konjunktursituationen og en stigning i den strukturelle beskæftigelse, blandt andet afledt af en stigning i efterlønsalderen. De kommende år vurderes den strukturelle beskæftigelse også at stige afledt af stigninger i efterlønsalderen, og fra 2019 ventes stigninger i folkepensionsalderen også at bidrage hertil.

I 2017 og 2018 ventes beskæftigelsesfremgangen at fortsætte, så yderligere knap 45.000 hhv. knap 40.000 personer vil blive beskæftigede afledt af den stærke vækst. Det understøttes blandt andet af, at stigningen i lønmodtagerbeskæftigelsen er fortsat i 1. halvår 2017. Her var den gennemsnitlige månedlige stigning knap 3.500 personer. Det er lidt mindre end i 2016, hvor der kom knap 4.000 personer i lønmodtagerbeskæftigelse om måneden. Det seneste tal for lønmodtagerbeskæftigelsen i juli måned viste dog et fald for første gang siden april 2013, og er således et brud med de seneste mange måneders stigninger. Samtidig var der også en stigning i arbejdsløsheden i juli måned, jf. nedenstående. En enkelt observation vurderes generelt at være for lidt til at konkludere, om udviklingen er på vej til at bøje af eller om der er

tale om månedlige udsving af mere tilfældig karakter. Dertil kommer, at de tidligste månedlige tal kan være usikre, og hen over sommermånederne vurderes denne usikkerhed større end normalt.

Beskæftigelsen vurderes i 2017 omtrent at være på det strukturelle niveau, og på den korte bane ventes der fortsat kraftigere vækst i beskæftigelsen, end strukturelle forhold tilsiger, jf. figur 7.4. Dermed vil beskæftigelsen komme over det strukturelle niveau. Fra 2019 ventes efterspørgslen at aftage, hvilket vil medvirke til at beskæftigelsesgap normaliseres frem mod 2022, hvorefter beskæftigelsen ventes at vokse i takt med det strukturelle niveau.

Figur 7.4 Beskæftigelse



Anm: Den stiplede linje angiver det skønnede strukturelle niveau for den samlede beskæftigelse. Den strukturelle beskæftigelse er bestemt som forskellen mellem den stukturelle arbejdsstyrke og strukturelle ledighed.

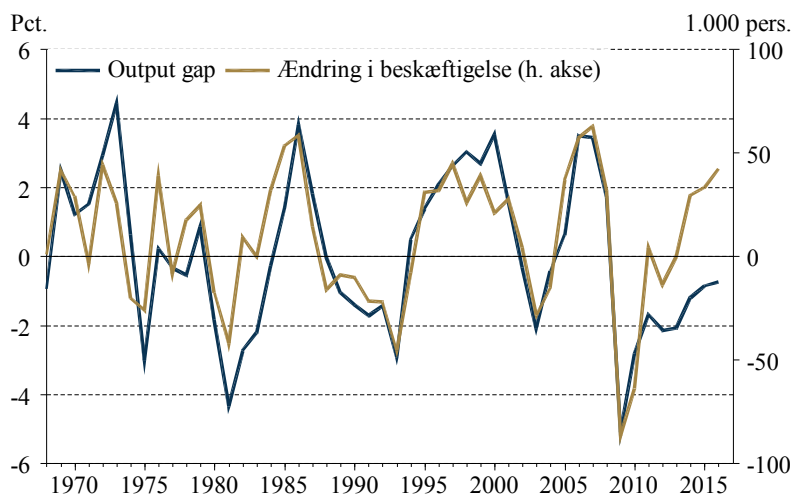
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Beskæftigelsesudviklingen har været bemærkelsesværdig de senere år. Historisk har der været en relativt klar sammenhæng mellem ændringen i beskæftigelsen og output gap, jf. figur 7.5. Historisk har der været en tendens til at beskæftigelsen kun er steget, når BNP er over det strukturelle niveau. Siden 2010 har beskæftigelsen udviklet sig betydeligt bedre, end output gap ville tilsige, og den kraftige stigning i beskæftigelsen siden 2013 har fundet sted, mens output gap stadig har været negativ. Denne usædvanlige stigning i beskæftigelsen medfører, at der de senere år er opbygget et behov for at udvide kapitalapparatet, jf. afsnit 4.

Bruttoledigheden er steget siden midten af 2016, hvilket blandt andet hænger sammen med en ændret vurdering af jobparatheden af aktiverede personer på integrationsydelse. Den ændrede vurdering af jobparatheden hænger sammen med, at det ikke længere er et krav, at man skal kunne dansk for at kunne blive erklæret jobparat. Der er således tale

om, at disse personer nu indgår i statistikken for bruttoledighed, men de indgår ikke arbejdsstyrken, der her er defineret som beskæftigede og nettoledige.

Figur 7.5 Output gap og beskæftigelse

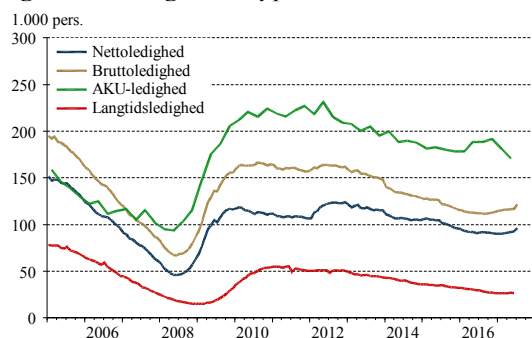


Anm: Figuren viser output gap og ændringen i beskæftigelsen.

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

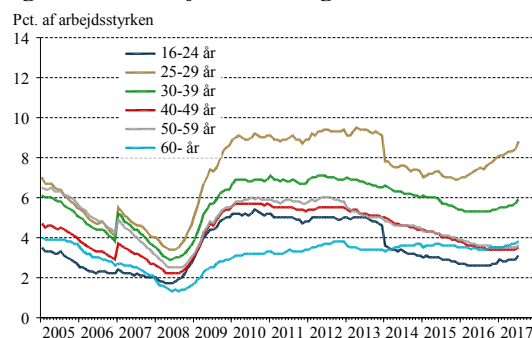
De seneste måneder har der dog også været en stigning i nettoledigheden, hvilket skyldes en stigning i nettoledige dagpengemodtagere, jf. figur 7.6. Særligt i juli måned var den stigning meget markant, hvilket var sammenfaldende med faldet i lønmodtagerbeskæftigelsen. Juli-tallet for ledigheden skal dog også tolkes med forsigtighed, da en omlægning i datagrundlaget har betydet, at en større andel af de ledige er opregnede i de tidligste månedstal, samt at erfaringsgrundlaget for denne opregning endnu er begrænset. Det er især blandt de 25-29 årige at ledigheden er steget, jf. figur 7.7.

Figur 7.6 Ledighed 4-typer



Kilde: Danmarks Statistik.

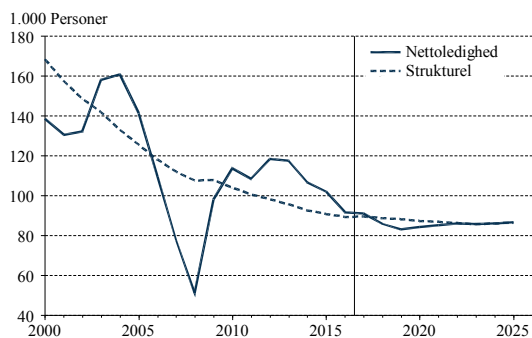
Figur 7.7 Aldersfordelt ledighed



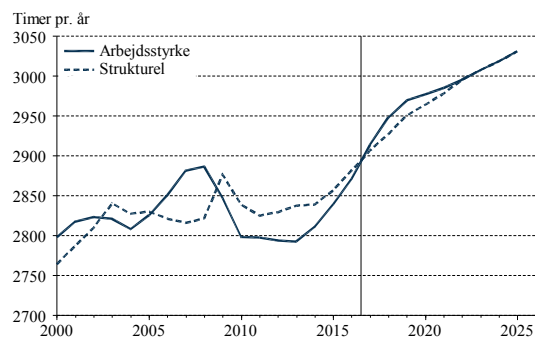
På trods af den seneste stigning er nettoledigheden fortsat på et meget lavt niveau, jf. figur 7.8. Det ventes dog fortsat, at stigende beskæftigelse vil reducere ledigheden fremadrettet. Ledighedsgap skønnes at være omtrent lukket i 2017, og ventes de

følgende år at blive lavere end det strukturelle niveau. Ledigheden ventes dog ikke at falde lige så meget, som beskæftigelsen ventes at stige. Det medfører, at arbejdsstyrken, som er summen af ledige og beskæftigede, vil stige over det vurderede strukturelle niveau., jf. figur 7.9.

Figur 7.8 Nettoledighed



Figur 7.9 Arbejdsstyrke



Anm: De stiplede linjer angiver det skønnede strukturelle niveau for hhv. nettoledigheden (venstre figur) og arbejdsstyrken (højre figur).

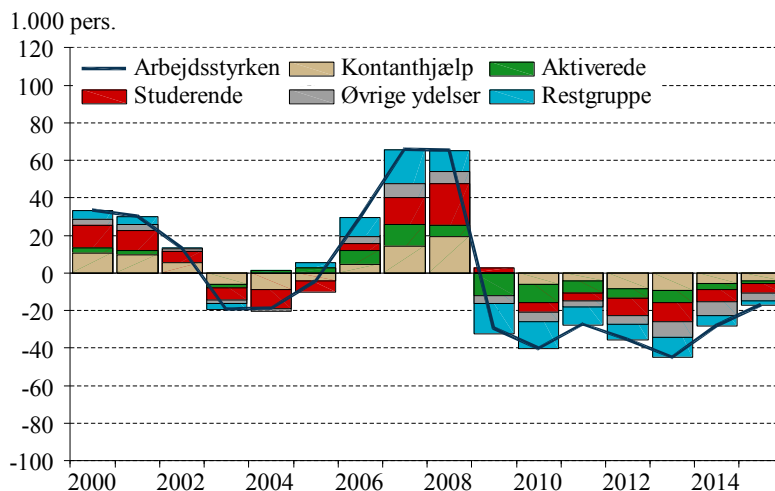
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Frem mod 2025 skønnes den strukturelle ledighed at falde med ca. 3.000 personer som følge af en række politiske tiltag, som allerede er besluttet, men først får virkning de kommende år. Det drejer sig primært om forøgelsen af beskæftigelsesfradraget i perioden frem til 2022, samt at satsreguleringen frem mod 2023 reguleres mindre end lønningerne.

Den strukturelle arbejdsstyrke vurderes at være steget siden 2011 og ventes fortsat at stige frem mod 2025. Stigningen skyldes dels de seneste års reformer af efterløns- og folkepensionsalder, men også en fortsat tilstrømning af udenlandsk arbejdskraft. På trods af et negativt bidrag fra den underliggende demografiske udvikling ventes den strukturelle arbejdsstyrke at stige med ca. 150.000 personer fra 2016 til 2025.

Den strukturelle arbejdsstyrke er uændret for de seneste år i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2017*. Den strukturelle arbejdsstyrke er estimeret frem til 2015, hvor arbejdsstyrkegap er -17.000 personer, jf. figur 7.10. I resten af prognoseperioden er den strukturelle arbejdsstyrke fremskrevet med DREAM's socioøkonomiske fremskrivning.

Figur 7.10 Arbejdsstyrkegap



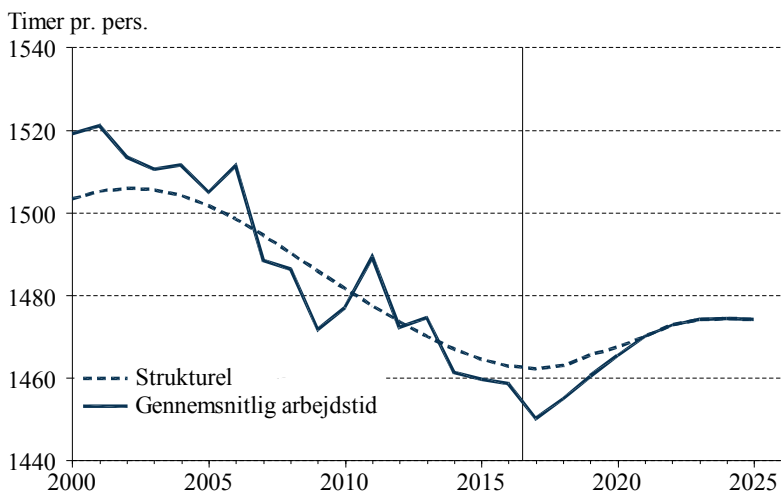
Anm: Et negativt tal angiver, at der er flere personer i den pågældende kategori uden for arbejdsstyrken end i en normal konjunktursituation. Arbejdsstyrken er dekomponeret på baggrund af den registerbaserede arbejdsstyrkestatistik, der endnu ikke er tilgængelig efter 2015.

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

Den gennemsnitlige arbejdstid vurderes aktuelt at være ca. 12 timer under det strukturelle niveau, jf. figur 7.11. Det svarer til godt 20.000 fuldtidspersoner, og bidrager med omtrent $-\frac{3}{4}$ pct. til output gap. Den faktiske gennemsnitlige arbejdstid er faldet de seneste år, hvilket skal ses i lyset af, at en relativt stor del af de seneste års beskæftigelsesstigning har været udgjort af deltidsbeskæftigede. Mens antallet af lønmodtagere fra 1. kvartal 2013 til 2. kvartal 2017 steg med knap 150.000 personer, steg antallet af fuldtidsbeskæftigede lønmodtagere kun med ca. 105.000 personer. Det bemærkes, at det i opgørelsen af den strukturelle arbejdstid antages, at faldet i den faktiske arbejdstid er konjunkturbetinget. Det kan ikke udelukkes, at udsvingene kan være af mere strukturel karakter, hvorfor vurderingen er behæftet med usikkerhed.

Det vurderes, at arbejdstiden vil stige frem mod 2025, dels som følge af konjunkturnormalisering og dels som følge af en stigning i den strukturelle gennemsnitlige arbejdstid. Det skønnes således, at de seneste års store stigning i antallet af deltidsbeskæftigede delvist afspejler konjunktursituationen, og at lønmodtagerne i højere grad vil blive ansat i fuldtidsstillinger fremadrettet. Dertil kommer en strukturel stigning i arbejdstiden blandt andet som følge af tilbagetrækningsreformerne, som giver en højere andel af ældre, der har højere arbejdstid end gennemsnittet.

Figur 7.11 Gennemsnitlig arbejdstid



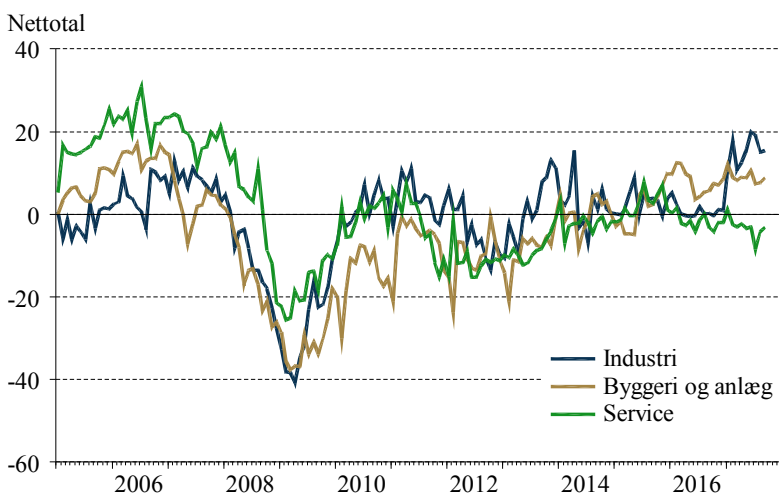
Anm: Den stiplede linje angiver det skønnede strukturelle niveau for den gennemsnitlige arbejdstid.

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

7.3 Pres på arbejdsmarkedet

Arbejdsmarkedet er begyndt at stramme til, og lønmodtagerbeskæftigelsen er i 1. halvår 2017 steget med knap 3.500 personer om måneden. Fremgangen i beskæftigelsen ventes at fortsætte, hvilket blandt andet er i overensstemmelse med beskæftigelsesforventninger i industrien, som er steget markant i 2017, jf. figur 7.12. Beskæftigelsesgap ligger aktuelt tæt på det strukturelle niveau, og de kommende år ventes beskæftigelsen fortsat at stige kraftigere, end de strukturelle forhold tilsiger som beskrevet tidligere.

Figur 7.12 Beskæftigelsesforventninger

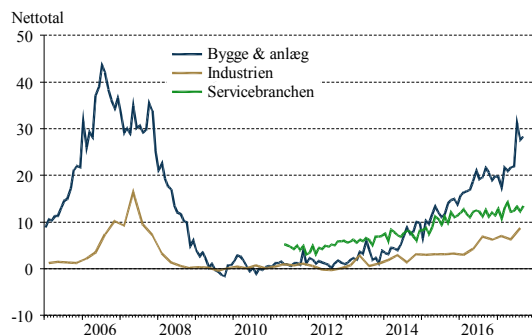


Anm: Beskæftigelsesforventningerne er fra erhvervenes konjunkturbarometer. Nettotal er forskellen imellem procentandelene af virksomheder, der angiver positiv og negativ udvikling. Egen sæsonkorrektur. Seneste observation for erhvervenes konjunkturbarometer er september 2017.

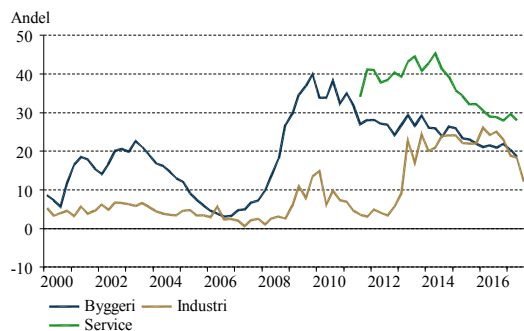
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken

Presset på arbejdsmarkedet afspejler sig også i, at stadig flere virksomheder melder om mangel på arbejdskraft. Særligt i byggeriet bliver der meldt om tiltagende problemer, og manglen på arbejdskraft er nu på samme niveau som i starten af 2006, jf. figur 7.13. I industrien er manglen på arbejdskraft også steget på det seneste, og det er særligt blandt små og mellemstore virksomheder, at manglen på arbejdskraft er udbredt. Samtidig er andelen, der angiver mangel på efterspørgsel, faldende i såvel byggeri, industri som service, og i særligt industrien er faldet markant, jf. figur 7.14. I byggeriet er der nu flere, der melder om mangel på arbejdskraft end mangel på efterspørgsel. Der er dog væsentligt, flere der melder mangel på efterspørgsel sammenlignet med perioden 2006-08, og i industri og serviceerhverv er mangel på efterspørgsel stadig et større problem end mangel på arbejdskraft.

Figur 7.13 Mangel på arbejdskraft



Figur 7.14 Mangel på efterspørgsel

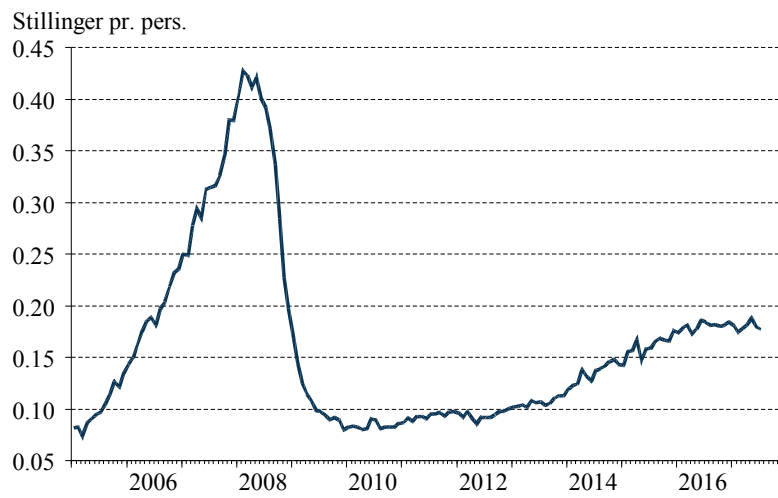


Anm: Arbejdskraftsmanglen er fra erhvervenes konjunkturbarometer. Nettotal er forskellen imellem procentandelene af virksomheder, der svarer positivt og negativt. Egen sæsonkorrektion. Seneste observation er september 2017.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Andre indikatorer peger også i retning af øget pres på arbejdsmarkedet, om end niveauet er noget fra før krisen. Både brutto- og nettoledighed er steget på det seneste, som beskrevet tidligere, og antallet af opslåede stillinger pr. ledig har ligget på omtrent samme niveau gennem 2016 og starten af 2017, jf. figur 7.15.

Figur 7.15 Opslåede stillinger på Jobindex pr. bruttoledig



Anm: Figuren viser antallet af opslåede stillinger på Jobindex delt med antallet af bruttoledige. Seneste observation er juli 2017.

Kilde: www.Jobindex.dk, Danmarks Statistik, Statistikbanken.

8 Løn og priser

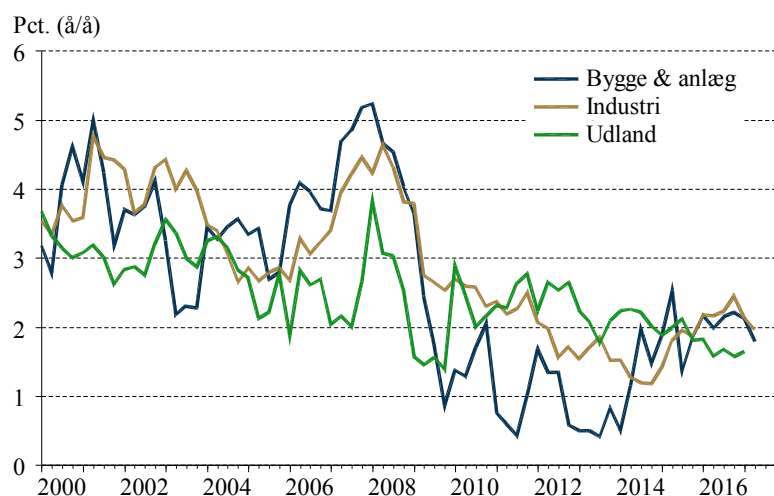
Hovedbudskaber:

Lønstigningerne i industrien ventes i år at være beskedne, men ventes de kommende år at øges til omkring 3 pct. i takt med, at ledig kapacitet på arbejdsmarkedet udtømmes. Inflationen, målt ved den private forbrugsdeflator, ventes at blive omkring 1 pct. i 2017 stigende til ca. 2 pct. i 2018 i takt med, at stigende lønomkostninger sætter sig i priserne. På længere sigt ventes inflationen, at stabiliseres i underkanten af 2 pct. Dermed ventes reallønsstigninger på omkring 1½ pct.

8.1 Løn og Priser

De nominelle lønstigninger i både bygge- og anlægssektoren og industrien er de seneste år tiltaget, så de siden midten af 2015 har været større end i udlandet, jf. figur 8.1. De seneste kvartaler er lønstigningerne dog aftaget til trods for, at der i februar 2017 blev indgået nye overenskomster på industriens område, der blandt andet indeholdt større lønstigninger end i sidste overenskomstperiode, jf. figur 8.2. På den baggrund ventes beskedne lønstigninger på godt 2 pct. i 2017.

Figur 8.1 Lønstigningstakster



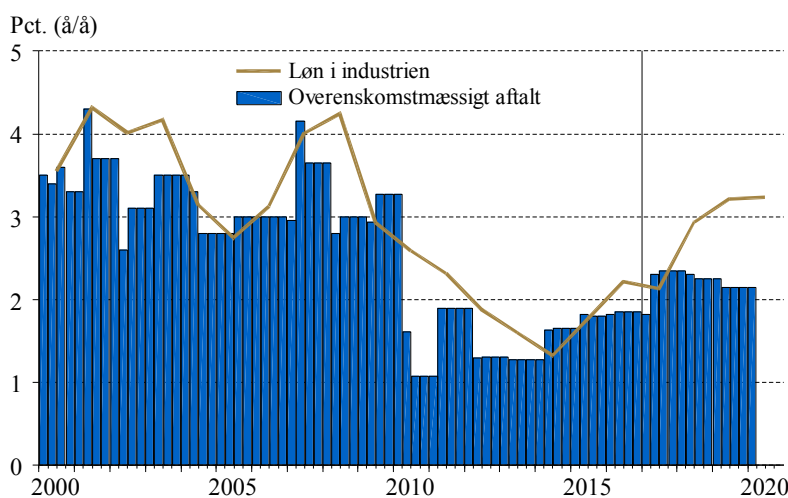
Anm: Udlandet dækker over et vægtet gennemsnit af lønstigningstakterne i fremstillingssektoren i Danmarks 10 vigtigste konkurrentlande. Seneste observation for bygge og anlæg og industri er 2. kvartal 2017, mens seneste observation er 1. kvartal for udlandet.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, DA's Internationale Lønstatistik og egne beregninger.

Lønvæksten er stadig lav set i forhold til årene inden krisen, og de overenskomstmæssige lønstigninger er ligeledes lavere end i perioden inden krisen. Denne prognose bygger dog på, at lønningerne i industrien stiger mere i perioden 2017-19, end den aftalte stigning i overenskomsten. Det skyldes en forventning om, at

lønningerne vil stige i takt med, at den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet er ved at være opbrugt. Dertil kommer, at lønkvoten er relativt lav i disse år, og det ventes, at den stiger til det vurderede langsigtede niveau de kommende år, jf. figur 8.3. I 2018 og 2019 ventes lønstigninger på ca. 3 pct., og i den resterende del af fremskrivningsperioden ventes den gennemsnitlige lønvækst i industrien at være omkring 3¼ pct. Lønstigningerne skal ses i sammenhæng med at timeproduktiviteten ventes at stige med godt 1¼ pct. i perioden.

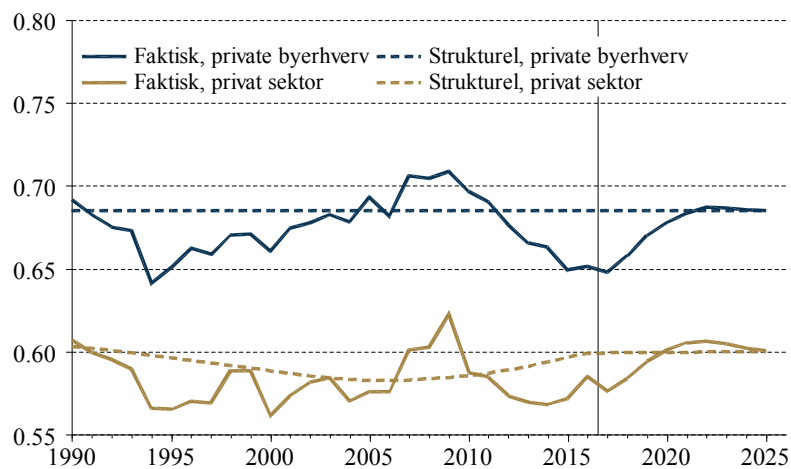
Figur 8.2 Løn i industrien



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

I perioden 2010-15 har produktivitetsvæksten været højere end reallønsvæksten i de private byerhverv, hvilket har medført et fald i lønkvoten som andel af BVT. Til trods for en lille stigning i den faktiske lønkvote i 2016 var denne fortsat langt under det gennemsnitlige historiske niveau. De kommende år antages lønningerne at vokse hurtigere end produktiviteten i de private byerhverv, hvorfor lønkvoten gradvist nærmer sig det strukturelle niveau.

Figur 8.3 Lønkvote i privat sektor og privat byerhverv



Anm: Lønkvoten er lønsum som andel af BVT.

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

Inflationen, målt ved deflatoren for det private forbrug, har de seneste år ligget meget lavt, jf. figur 8.4. I 2016 var inflationen 0,5 pct. Forbrugerprisindekset steg betydeligt gennem 4. kvartal 2016 og 1. kvartal 2017, som følge af en stigning i prisen på varer, hvilket til dels skyldes en betydelig stigning i olieprisen. I 3. kvartal er forbrugerpriserne steget yderligere som følge af en stigning i tjenestepriiserne, bl.a. som følge af, at et fald i telekommunikation i juli 2016 er faldet ud af statistikken.

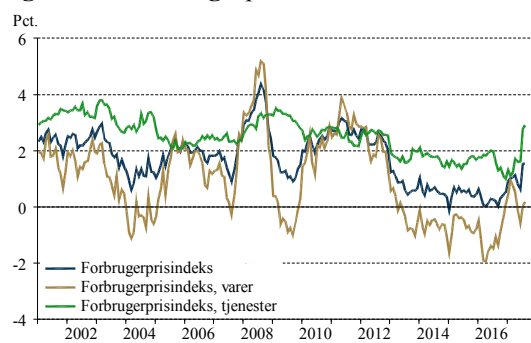
Der er en generel tendens til, at tjenestepriiserne stiger mere end varepriserne, jf. figur 8.5. En mulig forklaring er, at tjenestehverv generelt er mindre konkurrenceudsatte end de vareproducerende erhverv. Derudover har tjenestehverv generelt et større input af arbejdskraft og vil dermed i større omfang skulle afspejle stigende nominelle lønninger. Derimod har en større del af produktionen i industrien kunnet automatiseres, hvilket har givet udslag i højere produktivitet, som delvist er kommet forbrugere til gode i form af lavere prisstigninger.

Stigningen i forbrugerprisindekset ventes også at slå igennem på deflatoren for det private forbrug i 2017, hvor inflationen ventes at være ca. 1 pct. Inflationen ventes at stige yderligere til omkring 2 pct. i 2018 i takt med, at væksten i lønningerne og dermed produktionsomkostningerne stiger, mens der i 2019 ventes lidt lavere inflation. Det skal blandt andet ses i lyset af aftalen om PSO-afgiften fra november 2016. PSO-afgiften udfases i perioden 2017-21, men særligt i 2019 ventes en stor reduktion af afgiften. I den resterende del af fremskrivningsperioden ventes en gennemsnitlig vækst på knap 1¾ pct., hvor stigningstakten i de sidste år er omkring 2 pct.

Figur 8.4: Privat forbrugsdeflator



Figur 8.5: Forbrugerprisindeks



Anm: Figurene viser den procentvise årlige ændring i hhv. den årlige private forbrugsdeflator og det månedlige forbrugerprisindeks.

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

9 Tabelbilag

Indholdsfortegnelse

Tabel 2.1 Offentlig gæld og saldo i udvalgte eurolande	7
Tabel 3.1 Hovedtræk af renteprognosen.....	16
Tabel 9.1 Skøn for dansk økonomi, forår 2017 hhv. efterår 2017	54
Tabel 9.2 Hovedtræk af international konjunkturvurdering.....	55
Tabel 9.3 Skøn for international økonomi, forår 2017 hhv. efterår 2017.....	56
Tabel 9.4 Langsigtet disponibel indkomst i SMEC.....	57
Tabel 9.5 Kortsigtet disponibel indkomst i SMEC.....	57
Tabel 9.6 Løn- og restindkomst.....	58
Tabel 9.7 Lønkonkurrenceevne	59
Tabel 9.8 Eksport og import opdelt på underkomponenter, priser	60
Tabel 9.9 Eksport og import opdelt på underkomponenter, mængder	60
Tabel 9.10 Betalingsbalancens løbende poster og udlandsgæld	60
Tabel 9.11 Hovedposter på forsyningsbalancen.....	61
Tabel 9.12 Hovedposter på forsyningsbalancen, vækstbidrag	61
Tabel 9.13 Vækstbidrag til BNP	62
Tabel 9.14 Sammenligning med Finansministeriet	62
Tabel 9.15 Dekomponering af vækst i strukturel BNP	63
Tabel 9.16 Befolkningsregnskab	64

Tabel 9.1 Skøn for dansk økonomi, forår 2017 hhv. efterår 2017

	Forår 2017					Efterår 2017				
	2016	2017	2018	2019	2025 ^{a)}	2016	2017	2018	2019	2025 ^{a)}
	----- Mængdestigning i pct. -----									
Privat forbrug	1,9	2,2	2,4	2,4	2,6	2,1	2,3	2,4	2,4	2,5
Offentligt forbrug	-0,1	0,8	1,0	1,0	1,1	0,4	0,8	0,9	1,2	0,9
Offentlige investeringer	2,2	-0,4	-2,7	1,6	2,2	1,8	0,7	-1,7	3,5	2,1
Boliginvesteringer	11,0	2,9	2,9	3,7	2,2	11,0	5,0	3,8	3,9	1,8
Erhvervsinvesteringer	4,1	5,9	5,2	5,6	4,6	4,9	2,1	7,0	5,5	5,3
Lagerændringer	-0,4	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Indl. efterspørgsel i alt	1,6	2,3	2,5	2,6	2,5	2,1	2,0	2,6	2,7	2,4
Ekspor	1,7	4,4	3,0	4,1	4,6	2,5	4,3	3,5	3,4	4,6
Import	2,4	5,1	4,0	5,0	5,4	3,5	4,0	4,3	5,0	5,3
Bruttonationalprodukt	1,3	2,1	2,1	2,2	2,1	1,7	2,3	2,3	2,0	2,1
	----- Pct. -----									
Output gap	-1,0	-0,5	-0,1	0,1	0,0	-0,7	0,0	0,6	0,6	0,0
	----- Ændring i 1.000 pers. -----									
Arbejdsstyrke	32	31	26	23	13	32	43	34	22	10
Strukturel arbejdsstyrke	25	25	21	23	13	25	25	21	23	13
Privat beskæftigelse	51	32	25	21	6	51	44	37	22	5
Offentlig beskæftigelse	-9	0	2	4	8	-9	-1	2	2	5
	----- 1.000 pers. -----									
Nettoledighed	92	90	88	87	86	92	91	86	83	87
	----- Pct. -----									
Forbrugerpriser	0,5	1,1	1,4	1,2	1,5	0,5	1,0	2,0	1,6	1,7
Kontantpris på boliger	3,9	2,7	2,5	2,3	2,1	3,9	3,4	3,2	2,5	2,1
Timelønomkostninger	2,2	2,5	2,7	3,1	3,1	2,2	2,1	2,9	3,2	3,4
Realvækst i aftagerlande	2,1	2,2	2,1	2,3	2,1	2,1	2,5	2,1	2,3	2,0
10-årig obligationsrente	0,3	0,7	1,3	1,9	4,0	0,3	0,6	0,8	1,3	3,5
Timeprod., priv. byerhv.	-0,5	1,5	1,2	1,6	1,9	-0,1	1,2	1,0	1,0	2,0
	----- Pct. af BNP -----									
Betalingsbalance	8,1	7,5	6,8	6,1	4,5	7,9	9,1	8,2	6,9	4,6
Offentlig saldo	-0,9	-1,3	-0,2	-0,2	0,4	-0,6	-0,9	-0,1	0,0	0,8

a) 2025-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2019 til 2025 til og med rækken "Bruttonationalprodukt". Det samme gælder for rækkerne "Forbrugerpriser" til og med "Timeprod. i priv. byerhv." Resten af 2025-søjlen er de respektive værdier i 2025.

Anm.: Realvækst i "Lagerinvesteringer" angiver vækstbidraget til BNP. Output gap angiver den procentvise afvigelse i forhold til det strukturelle niveau. Udviklingen i forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug.

Tallene for 2020-25 kan findes i på De Økonomiske Råds Sekretariats hjemmeside.

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

Tabel 9.2 Hovedtræk af international konjunkturvurdering

	2016	2017	2018	2019
	-----Pct.-----			
Realvækst				
USA	1,5	2,1	2,1	2,6
Euroområdet	1,8	2,0	1,7	1,8
Danmarks aftagerlande	2,1	2,5	2,1	2,3
Inflation				
USA	1,3	2,5	2,2	2,2
Euroområdet	0,2	1,5	1,3	1,6
Lønomkostninger				
USA	2,4	2,2	2,3	2,9
Tyskland	2,0	2,3	2,6	2,7
Danmarks aftagerlande	1,6	1,9	2,5	3,2
Produktivitet				
USA	-0,2	0,8	0,9	2,2
Tyskland	0,6	0,5	0,9	1,6
Danmarks aftagerlande	0,4	0,6	0,9	2,0
Pengepolitiske renter				
USA	0,5	1,1	1,8	2,5
Euroområdet	0,0	0,0	0,0	0,3
Lange renter				
USA	1,8	2,3	2,8	3,4
Tyskland	0,1	0,4	0,7	1,0
	----- Dollar pr. tønde -----			
Oliepris, Brent	44	50	57	66
	----- Euro pr. dollar -----			
Dollar/euro-kurs	0,90	0,89	0,85	0,85

Anm.: Realvækst i Danmarks aftagerlande er den industrieksportvægtede BNP-vækst i 14 lande, jf. tabel 9.3. Lønomkostninger og produktivitet er hhv. timelønninger i fremstilling og arbejdsproduktivitet i hele økonomien. Disse er beregnet ved sammenvejning med dobbeltvejede eksportvægte for ti udvalgte aftagerlande, jf. også tabel 9.7. Inflationen er stigningstakten i forbrugerprisindekset, og de lange renter er renten på tiårige statsobligationer. Renterne er gennemsnitlige årlige renter. Olieprisen er prisen på Brent råolie.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Table 9.3 Skøn for international økonomi, forår 2017 hhv. efterår 2017

Land	Vægt	Forår 2017				Efterår 2017			
		2017	2018	2019	2020-25	2017	2018	2019	2020-25
Aftagere	100,0	2,2	2,1	2,3	2,1	2,5	2,3	2,1	2,0
Euroområdet	44,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	1,7	1,8	1,7
Tyskland	20,9	1,6	1,5	1,5	0,6	2,0	1,7	1,4	0,5
Sverige	13,3	2,7	2,4	2,4	2,5	3,2	2,4	2,4	2,4
USA	14,2	2,3	2,5	2,8	2,3	2,1	2,1	2,6	2,4
Norge	8,9	1,2	1,9	2,2	2,5	1,9	2,0	2,2	2,2
Storbritannien	7,7	2,0	1,5	1,5	2,6	1,6	1,5	1,8	2,6
Frankrig	5,1	1,4	1,6	2,2	2,7	1,6	1,7	2,4	2,6
Holland	6,5	2,1	1,8	2,1	2,4	3,0	2,1	2,1	2,1
Finland	5,2	1,3	1,4	2,2	2,6	2,6	1,5	2,4	2,3
Kina	3,4	6,6	6,2	6,2	4,3	6,5	6,2	6,0	4,4
Italien	3,1	0,8	0,8	1,6	2,4	1,4	1,1	1,7	2,1
Polen	3,5	3,4	3,2	3,2	1,9	3,8	3,1	3,2	1,9
Spanien	2,9	2,6	2,1	2,1	1,9	3,1	2,4	2,1	1,7
Belgien	2,6	1,6	1,5	1,8	2,3	1,6	1,7	1,8	2,4
Japan	2,7	1,0	0,6	0,9	0,6	1,7	0,7	0,9	1,0

Anm.: De 14 lande, som er medtaget i aggregatet af aftagerlande, aftog tilsammen 75,8 pct. af Danmarks industrieksport i 2016. De enkelte eksportvægte er det pågældende lands andel af Danmarks industrieksport til disse 14 aftagerlande. Væksten i aftagerlandene er sammenvejet med eksportvægte.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Tabel 9.4 Langsigtet disponibel indkomst i SMEC

	2016	2017	2018	2019
	----- Mia. kr. -----			
Bruttoværditilvækst	1.788	1.872	1.937	1.994
Indkomstoverførsler	352	362	368	376
Øvrige overførsler, netto	2	8	5	9
Bruttoindkomst	2.143	2.242	2.310	2.379
- Bidrag til sociale sikringsordninger	19	19	19	19
- Direkte skatter	596	615	640	657
- Øvrige skatter	31	31	33	36
- Afskrivninger	346	354	361	370
Disponibel indkomst, jf. SMEC (lang sigt)	1.151	1.224	1.257	1.296

a) Direkte skatter dækker over kildeskatte (undtagen skat af nettorenter og -pensioner), husholdningernes vægtafgifter, arbejdsmarkedsbidrag, andre personlige indkomstskatte samt selskabsskatte.

Anm.: Den langsigtede disponible indkomst dækker hele den private sektor og indeholder således al løn- og restindkomst samt overførselsindkomster. Renter og pensioner opfattes ikke som indkomst på langt sigt, da pensionsbetalinger er udtryk for en omplacering af formue, og renter er afkast af den finansielle formue. Da formuen i sig selv antages at påvirke forbruget på lang sigt, udelades pensioner og nettorenter af den langsigtede disponible indkomst. Fra indkomsten fratrækkes de relevante skatte og afskrivninger.

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

Tabel 9.5 Kortsigtet disponibel indkomst i SMEC

	2016	2017	2018	2019
	----- Mia. kr. -----			
Lønsum inkl. selvstændiges indkomst	1.138	1.174	1.225	1.278
Indkomstoverførsler	352	362	368	376
Renteindtægter, husholdninger	-47	-41	-41	-47
Nettopensionsudbetalinger	-42	-38	-39	-40
Restindkomst, husholdninger	116	120	123	126
Bruttoindkomst	1.518	1.577	1.637	1.693
- Bidrag til sociale sikringsordninger	19	19	19	19
- Direkte skatte	524	541	567	585
- Øvrige skatte	8	7	7	8
Disponibel indkomst, jf. SMEC (kort sigt)	968	1.010	1.044	1.080

a) Direkte skatte dækker over kildeskatte, husholdningernes vægtafgifter, arbejdsmarkedsbidrag og øvrige personlige indkomstskatte.

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

Tabel 9.6 Løn- og restindkomst

	2016	2017	2018	2019
	----- Mia. kr. -----			
Bruttoværditilvækst i alt	1.788	1.872	1.937	1.994
Lønsum	1.082	1.117	1.167	1.218
Nettorestindkomst	341	382	387	383
Afskrivninger	346	354	361	370
Anden produktionsskat	19	19	22	24
Bruttoværditilvækst, off. sektor	385	392	403	418
Lønsum	328	334	343	356
Afskrivninger	59	60	60	62
Anden produktionsskat	-2	-1	-1	-1
Bruttoværditilvækst, privat sektor	1.403	1.480	1.534	1.576
Lønsum	755	783	823	861
Nettorestindkomst	341	382	387	383
Afskrivninger	287	294	301	308
Anden produktionsskat	21	21	23	24
	----- Pct. -----			
Lønkvote i alt	60,5	59,7	60,2	61,1
Lønkvote, privat sektor	53,8	52,9	53,7	54,6
Udvidet lønkvote, i alt	64,3	63,4	64,0	64,9
Udvidet lønkvote, privat sektor	58,5	57,6	58,4	59,4
Strukturel udvidet lønkvote, privat sektor	59,9	59,9	59,9	59,9

Anm.: "Udvidet lønkvote" er en udvidet lønsum (= lønsum til lønmodtagere tillagt en imputeret aflønning af selvstændige) divideret med BVT. Den strukturelle lønkvote for den private sektor er beregnet på baggrund af en antagelse om en konstant, strukturel lønkvote for de private byerhverv samt en udglatning af dels de private byerhvervs andel af BVT i de private erhverv, dels den gennemsnitlige lønkvote i de øvrige private erhverv.

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

Tabel 9.7 Lønkonkurrenceevne

		2016	2017	2018	2019
Stigning i timelønomkostninger	Vægt				
Tyskland	24,17	2,0	2,3	2,6	2,7
USA	17,22	2,4	2,2	2,3	2,9
Storbritannien	8,91	2,0	1,8	2,9	4,3
Frankrig	8,16	1,2	1,6	2,2	3,1
Sverige	10,42	1,9	1,7	2,7	3,8
Japan	5,89	0,6	1,4	1,8	1,8
Italien	6,50	0,2	1,7	2,1	3,0
Norge	6,50	1,8	1,3	3,0	3,8
Belgien	5,89	0,5	1,7	2,2	3,0
Holland	6,34	1,3	1,6	2,8	3,9
Udlandet i alt		1,7	1,9	2,5	3,2
Stigning i timelønsomkostninger, Danmark		2,2	2,1	2,9	3,2
Ændring i relativ lønudvikling (1)		0,6	0,3	0,4	0,0
Ændring i effektiv kronekurs (2)		1,6	1,3	1,2	0,0
Ændring i lønkonkurrenceevne (3=1+2)		2,2	1,6	1,6	0,0
Ændring i dansk produktivitet (4)		0,1	0,8	0,9	1,2
Ændring i udenlandsk produktivitet (5)		0,4	0,6	0,9	2,0
Ændring i relativ produktivitet (6=4-5)		-0,3	0,2	0,1	-0,9
Ændring i relative enhedslønomkostninger (7=3-6)		2,5	1,4	1,6	0,9

Anm.: Ændringen i den relative lønudvikling er beregnet som lønstigningstakten i udlandet fratrukket lønstigningstakten i Danmark, mens ændringen i lønkonkurrenceevnen er beregnet som ændringen i den relative lønudvikling tillagt ændringen i den effektive kronekurs. En stigning i den relative lønudvikling bidrager til en forværring af konkurrenceevnen. En stigning i den effektive kronekurs bidrager til en forværring af konkurrenceevnen. Lønomkostningerne omfatter både direkte og indirekte omkostninger og angiver stigningstakten for timelønsomkostningerne i industrien. Timelønsomkostningerne i udlandet er vejet sammen med dobbeltvejede eksportvægte, der afspejler landenes betydning som konkurrenter for dansk industrieksport. Produktivitet er mandeproduktivitet i hele økonomien. Forbrugerpriserne er målt ved væksten i deflatoren for det private forbrug. ”Vægt” angiver Nationalbankens dobbeltvejede eksportvægte. Disse er skaleret, så de summerer til 1 for de ti lande.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM’s databank, Dansk Arbejdsgiverforening, International Lønstatistik, Nationalbanken og egne beregninger.

Tabel 9.8 Eksport og import opdelt på underkomponenter, priser

	2016	2017	2018	2019
	----- Pct. -----			
Eksport	-4,0	2,5	0,3	1,0
Energi	-8,7	11,3	7,6	9,5
Varer i øvrigt	0,1	0,9	-0,9	-0,5
Tjenester	-9,7	4,5	1,7	2,7
Import	-4,0	0,9	1,0	1,8
Energi	-12,2	14,0	13,0	12,5
Varer i øvrigt	-2,4	0,2	-0,7	0,2
Tjenester	-5,1	0,2	1,9	2,4

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

Tabel 9.9 Eksport og import opdelt på underkomponenter, mængder

	2016	2017	2018	2019
	Mia. kr.			
Eksport	1.102	4,3	3,5	3,4
Energi	32	-3,0	-7,7	-6,9
Varer i øvrigt	666	4,9	4,3	3,9
Tjenester	404	4,0	3,2	3,3
Import	963	4,0	4,3	5,0
Energi	50	-2,4	-0,2	5,6
Varer i øvrigt	548	5,2	4,3	4,8
Tjenester	366	2,9	4,9	5,1

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

Tabel 9.10 Betalingsbalancens løbende poster og udlandsgæld

	2016	2017	2018	2019
	----- Mia. kr. -----			
Varebalance	100	106	102	85
Tjenestebalance	39	62	58	55
Formueindkomst, netto	62	63	63	63
Øvrige poster	-37	-35	-40	-46
Løbende poster i alt	164	197	183	158
Udlandsformue, ultimo	1.143	1.340	1.523	1.682
	----- Pct. af BNP -----			
Løbende poster i alt	7,9	9,1	8,2	6,9
Udlandsformue, ultimo	55,3	62,2	68,3	73,2

Anm.: De historiske data i tabellen er fra nationalregnskabet og afviger i visse tilfælde fra betalingsbalancestatistikken, bl.a. mht. afgrænsningen mellem vare- og tjenestehandel. Det er antaget, at ændringen i udlandsgælden i fremskrivningsperioden er lig med saldoen på betalingsbalancens løbende poster. Dvs., der ses bort fra kursreguleringer.

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

Tabel 9.11 Hovedposter på forsyningsbalancen

	Årets priser	Mængdestigning		
	2016	2017	2018	2019
	Mia. kr.			
Privat forbrug	981	2,3	2,4	2,4
Offentligt forbrug	526	0,8	0,9	1,2
Offentlige investeringer	73	0,7	-1,7	3,5
Boliginvesteringer	92	5,0	3,8	3,9
Erhvervsinvesteringer	249	2,1	7,0	5,4
Lagerændringer	6	0,1	0,1	0,1
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.926	2,0	2,6	2,7
Vareeksport	698	4,5	3,7	3,4
heraf industrivarer	666	4,9	4,3	3,9
Tjenesteeksport	404	4,0	3,2	3,3
Eksport i alt	1.102	4,3	3,5	3,4
Samlet efterspørgsel	3.028	2,9	3,0	3,0
Vareimport	597	4,6	3,9	4,9
heraf industrivarer	548	5,2	4,3	4,8
Tjenesteimport	366	2,9	4,9	5,1
Import i alt	963	4,0	4,3	5,0
Bruttonationalprodukt	2.065	2,3	2,3	2,0
Bruttoværditilvækst	1.788	2,3	2,4	1,9
heraf private byerhverv	1.202	2,8	3,1	2,5

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

Tabel 9.12 Hovedposter på forsyningsbalancen, vækstbidrag

	Årets priser	Bidrag til vækst i BNP		
	2016	2017	2018	2019
	Mia. kr.			
Privat forbrug	981	1,1	1,1	1,2
Offentligt forbrug	526	0,2	0,2	0,3
Offentlige investeringer	73	0,0	-0,1	0,1
Boliginvesteringer	92	0,2	0,2	0,2
Erhvervsinvesteringer	249	0,3	0,8	0,7
Lagerændringer	6	0,1	0,1	0,1
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.926	1,9	2,4	2,5
Vareeksport	698	1,5	1,3	1,2
heraf industrivarer	666	1,6	1,4	1,3
Tjenesteeksport	404	0,8	0,6	0,7
Eksport i alt	1.102	2,3	1,9	1,9
Samlet efterspørgsel	3.028	4,2	4,3	4,4
Vareimport	597	-1,3	-1,1	-1,4
heraf industrivarer	548	-1,4	-1,2	-1,3
Tjenesteimport	366	-0,5	-0,9	-0,9
Import i alt	963	-1,8	-2,0	-2,4
Bruttonationalprodukt	2.065	2,3	2,3	2,0

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

Tabel 9.13 Vækstbidrag til BNP

	Årets priser	Bidrag til vækst i BVT		
	2016	2017	2018	2019
	Mia. kr.			
Landbrug	19	0,0	0,1	0,0
Nordsø	20	0,0	-0,1	-0,1
Energiforsyning	30	0,1	0,0	0,0
Boligbenyttelse	138	0,1	0,1	0,1
Søfart	6	0,0	0,0	0,0
Private byerhverv	1.202	1,9	2,1	1,7
Offentlig	373	0,2	0,2	0,2
Bruttoværditilvækst	1.788	2,3	2,4	1,9

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

Tabel 9.14 Sammenligning med Regeringen

	DØR		Regeringen	
	2017-20	2021-25	2017-20	2021-25
	-----Pct.-----			
BNP	2,1	2,2	1,8	1,5
Privat forbrug	2,4	2,6	2,5	2,3
Eksport	3,9	4,6	3,0	3,2
Import	4,8	5,2	3,8	4,0
Investeringer	4,3	3,8	3,9	2,7
Boligpriser	3,1	1,9	3,3	2,7
	-----1.000 personer-----			
Beskæftigelse	28	10	28	13
	-----Pct.-----			
	2017	2020	2017	2020
Output gap	0,0	0,4	-0,2	0,0

Kilde: Økonomisk Redegørelse, August 2017, Opdateret 2025-forløb, August 2017 og egne beregninger.

Tabel 9.15 Dekomponering af vækst i strukturel BNP

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Niveau	----- Realvækst, pct. -----								
Bruttonationalprodukt	1.965	1,6	1,8	2,0	1,9	2,2	2,4	2,3	2,2	2,1
Bruttoværditilvækst	1.693	1,5	1,7	2,0	1,8	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1
Timeproduktivitet	415	0,7	0,8	0,9	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8	1,7
heraf øvrige erhverv	463	0,4	0,4	0,4	0,3	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
heraf private byerhverv	392	0,8	1,1	1,2	1,6	1,8	2,0	2,1	2,1	2,0
heraf TFP	-	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
heraf K/L-forhold	653	-0,5	0,3	0,7	1,9	2,6	3,2	3,5	3,6	3,3
		----- Ændring i timer -----								
Gns. arbejdstid	1.463	-0,5	0,7	2,6	1,9	2,6	2,7	1,3	0,2	-0,1
		----- Ændring i 1000 pers. -----								
Beskæftigelse	2.792	24,6	21,9	23,5	14,4	14,6	17,9	12,7	10,4	12,2
Arbejdsstyrke	2.882	24,7	21,1	23,0	13,5	14,0	17,4	12,1	10,8	12,6
Ledighed	89	0,1	-0,7	-0,5	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	0,3	0,4

Anm.: Tabellen viser niveauet og den skønnede udvikling i BNP og dets underkomponenter. Bruttonationalproduktet og bruttoværditilvæksten måles i mia. kr. (2010-priser). Niveauet for timeproduktiviteten. K/L-forhold måles som det faktiske kapitalapparats størrelse i forhold til det strukturelle antal erlagte timer og angiver kr. pr. time (2010-priser) I udregningen af timeproduktiviteten indgår K/L-forholdet med andelen, der går til aflønning af kapitalapparatet, som er ca. 1/3. Den gennemsnitlige arbejdstid måles i timer, og beskæftigelse, arbejdsstyrke og ledighed måles i 1.000 personer.

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

Tabel 9.16 Befolkningsregnskab

	Ændring fra 2004 til 2008			Ændring fra 2008 til 2015			Ændring fra 2015 til 2025			2025
	Faktisk	Struktur	Konjunk.	Faktisk	Struktur	Konjunk.	Faktisk	Struktur	Konjunk.	Faktisk
-----1.000 pers.-----										
Befolkning	89	89	0	190	190	0	304	304	0	5988
Børn	-10	-10	0	-47	-47	0	24	24	0	1013
Folkepension	117	117	0	169	169	0	83	83	0	1023
Tjenestemandspension (før FP-alder)	-6	-6	0	-4	-4	0	1	1	0	9
Personer i den arbejdsduelige alder	-12	-12	0	71	71	0	196	196	0	3942
Arbejdsstyrke heraf	78	-6	84	-47	35	-82	192	174	17	3031
- Beskæftigede	188	20	168	-98	52	-150	207	179	28	2944
- Nettoledige	-110	-26	-84	51	-17	68	-16	-4	-11	87
Udenfor arbejdsstyrken heraf	-90	-6	-84	119	36	83	5	22	-17	911
- Aktiverede dagpengemodtagere	-7	-6	-2	1	-2	3	-3	-2	-1	7
- Aktiverede kontanthjælpsmodtagere	12	15	-3	10	6	4	6	6	-1	55
- Jobrotation	0	0	0	3	0	3	0	3	-3	3
- Feriedagpenge	-2	-2	0	-1	-1	0	-1	-1	0	4
- Sygedagpenge	10	10	0	-23	-23	0	10	10	0	78
- Barselsdagpenge	-1	-1	0	-8	-8	0	9	9	0	55
- Arbejdsmarkedsorlov	-1	-1	0	-2	-2	0	0	0	0	0
- Studerende uden besk.	7	40	-32	145	118	27	3	8	-5	295
- Ledighedsydelse	3	6	-3	4	2	2	-2	-1	0	13
- Revalidering	-7	-7	0	-8	-8	0	-1	-1	0	6
- Kontanthjælpsmodtagere	-25	4	-28	37	14	24	-17	-13	-4	77
- Ressourceforløb	0	0	0	19	19	0	28	28	0	47
- Førtidspensionister	-15	-10	-5	-19	-24	5	3	3	-1	194
- Overgangsydelse	-7	-7	0	0	0	0	0	0	0	0
- Fleksydelse	2	2	0	3	3	0	-2	-2	0	3
- Efterløn	-42	-42	0	-58	-58	0	-39	-39	0	42
- Restgruppe	-17	-6	-11	16	2	14	10	13	-3	32

Anm.: I 2025 er det faktiske antal i alle grupper forudsat at være lig det strukturelle antal. Næstyderste højre søjle "Ændring i konjunkturbidrag fra 2015 til 2025" angiver dermed også størrelsen af konjunkturbidraget i 2015.

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