Baggrundsnotat til konjunkturvurdering,

Dansk Økonomi, forår 2017

Maj 2017

De Økonomiske Råd
Formandskabet

Indholdsfortegnelse

1 Indledning ... 1
2 International Økonomi ... 2
2.1 International økonomi ... 2
2.2 USA ... 5
2.3 Europa ... 7
2.4 Kina ... 15
3 Finansielle forhold ... 17
3.1 Pengepolitik ... 17
3.2 Kapitalmarkeder ... 19
3.3 Udlånsrenter og kreditgivning ... 21
4 Indenlandsk efterspørgsel ... 26
4.1 Privat indenlandsk efterspørgsel ... 26
4.2 Husholdningerne ... 27
4.3 Virksomhederne ... 29
5 Boligmarkedet ... 32
5.1 Boligmarkedet ... 32
6 Udenrigshandel og betalingsbalance ... 35
6.1 Udenrigshandel ... 35
6.2 Betalingsbalancen ... 38
7 Produktion og arbejdsmarked ... 41
7.1 Produktion ... 41
7.2 Beskæftigelse ... 43
7.3 Pres på arbejdsmarkedet ... 49
8 Løn og priser ... 52
8.1 Løn og priser ... 52
9 Tabelbilag ... 57

1 Indledning

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

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

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 høje overskud på betalingsbalancens løbende poster, og hvordan dette fremskrives 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. Her gennemgås resultatet af forårets overenskomstforhandlinger og sammenhængen med prognosens forudsatte lønstigninger. Herudover gennemgås fremskrivningen af lønkvoten og den private forbrugsdeflator.

Bagerst forefindes et tabelbilag.

2 International Økonomi

Hovedbudskaber

De kommende år ventes en vækst på omkring 2 pct. for Danmarks vigtigste samhandelslande. Dette bygger blandt andet på en forventning om en finanspolitisk lempelse i USA og en fortsættelse af den moderate fremgang i euroområdet. For Storbritannien er væksten i 2017 opjusteret i forhold til Konjunkturvurdering og offentlige finanser, februar 2017 *som følge af en bedre end ventet udvikling siden afstemningen om EU-medlemsskabet. Den langsigtede vækst ventes dog at blive påvirket negativt af udmeldelsen af EU. Der er tegn på, at den globale usikkerhed er steget de seneste år, og der er risiko for en stigning i protektionistiske tiltag.*

2.1 International økonomi

Der er fortsat fremgang i verdensøkonomien. Euroområdet voksede med 1,7 pct. i 2016 og forventes at holde væksten på det niveau fremadrettet, jf. tabel A i boks 2.1. Den britiske økonomi har klaret sig godt i perioden efter afstemningen om EU-medlemskabet, det såkaldte Brexit, men det er fortsat forventningen, at udmeldelsen vil mindske den langsigtede vækst. Produktionen i USA nærmer sig det strukturelle niveau, men væksten ventes at stige i 2017 og 2018 understøttet af en lempelig finanspolitik. De højere råvarepriser støtter økonomierne i råvareeksportørlandene Brasilien og Rusland, mens væksten i Kina forventes at aftage fra et højt niveau som følge af omstillingen af økonomien over mod servicesektoren.

Den sammenvejede vækst i Danmarks vigtigste samhandelslande var på 2,1 pct. i 2016, og de kommende år ventes vækstrater i samme størrelsesorden. Vurderingen er dermed omtrent uændret i forhold til *Konjunkturvurdering og offentlige finanser, februar 2017*, om end væksten i 2017 er en anelse højere. Det kan blandt andet tilskrives en opjustering af væksten i Storbritannien. Nærværende prognose er i store træk på linje med IMF's prognose fra april, og hovedtrækkene i den internationale prognose fremgår af boks 2.1.

Boks 2.1 Den internationale konjunkturprognose

Prognosen for væksten i international økonomi tager udgangspunkt i IMF's *World Economic Outlook* fra april 2017. For årene efter 2019 tilpasses væksten, så BNP afspejler OECD's skøn for det strukturelle niveau senest i 2025. For Storbritannien er der dog foretaget en nedjustering af den langsigtede vækst som følge af de forventede negativer konsekvenser af udmeldingen af EU, jf. boks 2.2. Vækstskønnene for udvalgte økonomier er angivet i tabel A.

Tabel A Vækstskøn

	2016	2017	2018	2019	2025 [a)]
Euroområdet	1,7	1,7	1,6	1,8	2,1
USA	1,6	2,3	2,5	2,8	2,3
Storbritannien	1,8	2,0	1,5	1,5	2,6
Tyskland	1,8	1,6	1,5	1,5	1,1
Sverige	3,1	2,7	2,4	2,4	2,5
Kina	6,5	6,6	6,2	6,2	4,3

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, hvorefter der forudsættes gradvise rentestigninger. I USA ventes centralbanken (FED) at fortsætte kursen siden 2015 med rentestigninger. Pengepolitikken er nærmere beskrevet i afsnit 3.

Finanspolitiske forudsætninger

I 2017 forudsættes en omtrent neutral finanspolitik i USA, mens der for 2018 ventes en betydelig finanspolitisk lempelse som følge af blandt andet skattelettelser.

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.

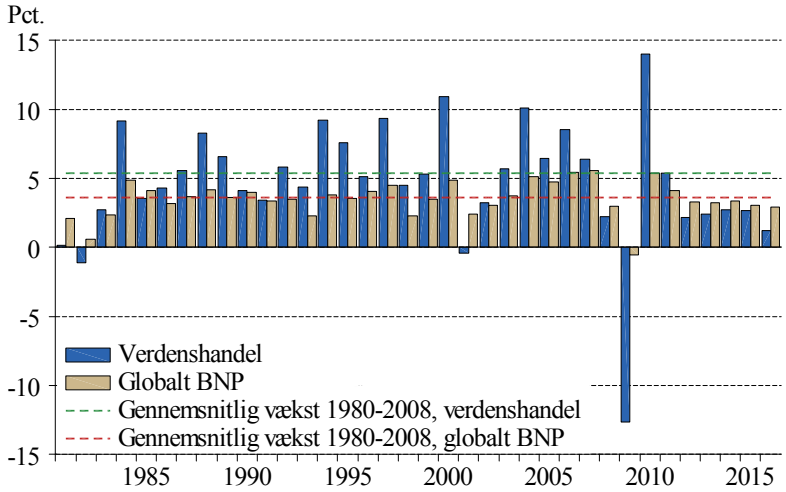
Øvrige forudsætninger

Olieprisen steg fra ca. 47 dollar pr. tønde i november til ca. 54 dollar pr. tønde i april. Stigningen i olieprisen er blandt andet afledt af OPEC og andre producenters aftale om at begrænse produktionen. Der ventes et gennemsnitligt årsniveau på hhv. 54, 59 og 63 dollar pr. tønde i 2017-19. I årene efter fremskrives olieprisen mod niveauerne i IEA's prognose fra november 2016, hvilket indebærer, at den nominelle oliepris forventes at ramme 88 dollar i 2025. Den gennemsnitlige vækst i olieprisen i perioden 2016-25 antages dermed at blive knap 5¾ pct.

Verdenshandlen er generelt vokset hurtigere end den globale produktion, men de seneste år har udviklingen i verdenshandlen imidlertid været svag. 2016 var således det femte år i træk, hvor væksten i verdenshandlen med varer var under 3 pct. og voksede mindre end globalt BNP, jf. figur 2.1. Der er risiko for, at den svage udvikling i verdenshandlen fortsætter fremover, idet der i en række lande er tegn på, at kritikken mod frihandel vinder frem. Den amerikanske præsident har eksempelvis trukket sig fra

TPP (frihandelsaftalen med Stillehavslandene) og udtrykt skepsis overfor andre multilaterale handelsaftaler.

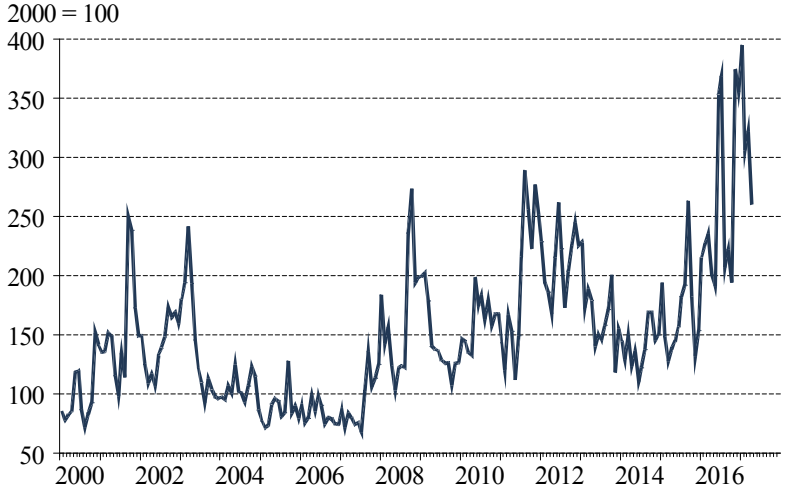
Figur 2.1 Vækst i verdenshandel og globalt BNP



Kilde: OECD, *Economic Outlook 100* og WTO.

Der er tegn på, at den globale usikkerhed er steget de seneste år. Global Economic Policy Uncertainty (EPU)-indekset, som er et udtryk for frekvensen af artikler, der diskuterer den økonomiske politiske usikkerhed, er således steget markant de seneste par år, jf. figur 2.2. Der er risiko for en stigning i protektionistiske tiltag som følge af en voksende skepsis overfor frihandel flere steder i verden. USA har udtrykt ønske om at genåbne forhandlingerne om eksisterende handelsaftaler, og såfremt det fører til en stigning i handelshindrende tiltag med mulige gengældelsesforanstaltninger, kan det have en negativ effekt på væksten i den globale økonomi. Dertil kan forhandlingerne mellem EU og Storbritannien omkring udmeldelsen af EU skabe yderligere usikkerhed. Endvidere er der usikkerhed omkring størrelsen på den finanspolitiske lempelse i USA. Den amerikanske økonomi er i risiko for overophedning, og hvis inflationen stiger voldsomt som følge af den øgede efterspørgsel, er der risiko for, at FED må hæve renterne mere aggressivt, hvilket også kan medføre stigende renter udenfor USA. I Kina er der opbygget risici i det finansielle system efter de seneste års voldsomme kreditvækst, hvilket udgør en risiko for den kinesiske vækst.

Figur 2.2 Global usikkerhed



Anm: Det globale Economic Policy Uncertainty-indeks (EPU) er et gennemsnit af 18 landes individuelle EPU vægtet med BNP. Hvert nationalt EPU-indeks afspejler, hvor mange nationale avisartikler der diskuterer den økonomiske politiske usikkerhed i den pågældende måned. Seneste observation er april 2017.

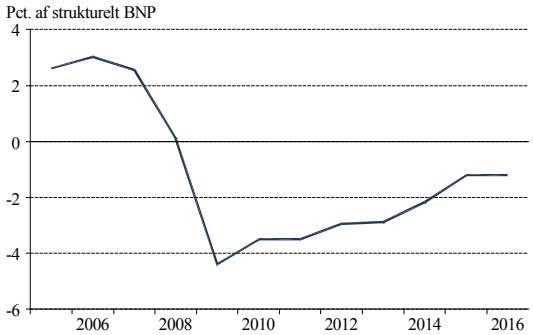
Kilde: Economic Policy Uncertainty (EPU).

2.2 USA

Den amerikanske økonomi tabte lidt momentum i 2016, især som følge af et svagt første halvår, og i første kvartal af 2017 voksede BNP kun med 0,2 pct. (k/k). Væksten i 2016 var 1,6 pct., hvilket var lavere end BNP-væksten de seneste par år, jf. figur 2.3. Væksten i 2016 var dog på niveau med OECD's skøn for den strukturelle vækst, og fremadrettet ventes en fremgang i BNP på godt 2¼ pct. og 2½ pct. i 2017 og 2018 primært som følge af forventede finanspolitiske lempelser, jf. nedenfor.

Figur 2.3 BNP i USA

Figur 2.4 Output gap i USA



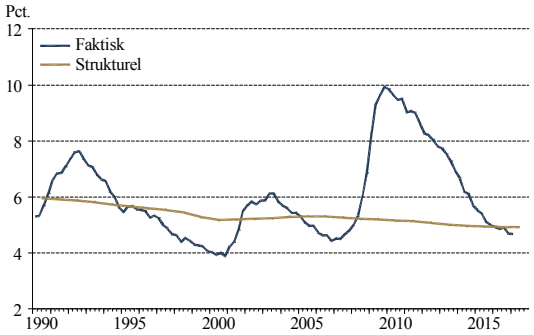
Anm: Seneste observation for BNP er 1. kvartal 2017. Output gap er forskellen mellem faktisk og strukturelt BNP i procent af strukturelt BNP.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 100* og Macrobond.

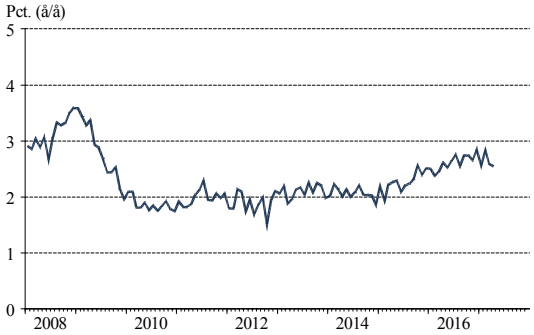
Den amerikanske økonomi nærmer sig det strukturelle niveau. I 2016 var der imidlertid stadig et negativt output gap på omkring 1 pct., jf. figur 2.4. Heraf skyldes omkring halvdelen et negativt arbejdsstyrkegap, mens den anden halvdel kan tilskrives produktiviteten. Den forventede fremgang medfører, at outputgab forventes indsnævret og bliver positivt i 2018.

Det moderate opsving, der har stået på i USA siden 2009, har bidraget til en bedring af arbejdsmarkedet med et fald i ledigheden og en stigning i beskæftigelsen. Ledigheden ligger nu under OECD's bud på det strukturelle niveau, jf. figur 2.5. Dette er et udtryk for begrænset kapacitet på arbejdsmarkedet, hvilket bekræftes af, at lønvæksten er stigende, om end lavere end op til krisen, jf. figur 2.6.

Figur 2.5 Ledighed i USA



Figur 2.6 Lønvækst i USA



Anm: Den strukturelle ledighed er OECD's strukturelle ledighed (NAIRU), og seneste observation for den faktiske ledighed er april 2017. Lønvæksten er opgjort som timelønsvæksten i den private sektor, og seneste observation er april 2017.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 100* og Macrobond.

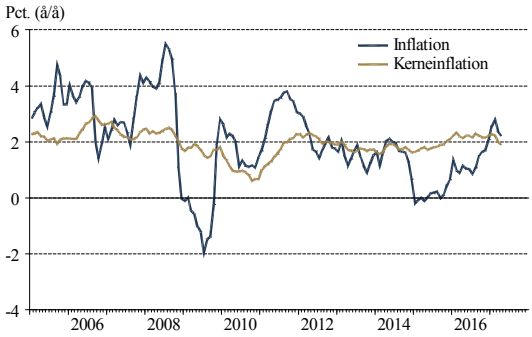
Inflationen i USA er steget betragteligt gennem sidste halvdel af 2016 og ind i 2017 og var 2,2 pct. i april, jf. figur 2.7. Stigningen i inflationen skal ses i sammenhæng med stigningen i olieprisen, men kerneinflationen, dvs. inflationen ekskl. bidrag fra energi og uforarbejdede fødevarer, er også steget svagt og har været over eller omkring 2 pct. i næsten halvandet år. De kortsigtede inflationsforventninger er ligeledes steget, jf. figur 2.8, hvilket blandt andet kan tilskrives en forventning om en lempelig finanspolitik.

Det forventes, at der vil blive gennemført betydelige finanspolitiske lempelser, som vil stimulere væksten i amerikansk økonomi på kort sigt. På nuværende tidspunkt er der dog en del uklarheder omkring, hvilke konkrete elementer den finanspolitiske lempelse vil indeholde.[1] For 2017 antager IMF, at finanspolitikken er omtrent neutral i USA,

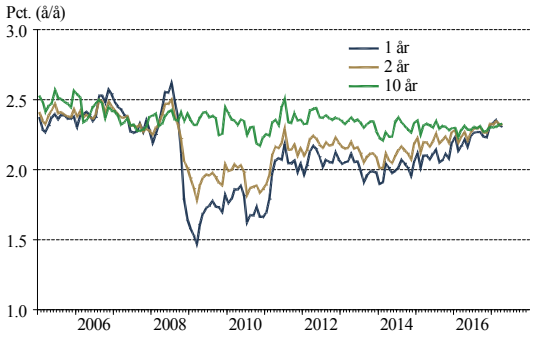
[1] I slutningen af april blev der fremlagt et forslag til rammerne for en skattereform. Det er intentionen at sænke skatterne for virksomhederne og beskatningen for især lav- og mellemindkomstgrupper. Derudover lægges der op til at øge fradraget for ægtepar. Den højeste skattesats for aktieafkast og udbytte skal ligeledes sænkes. Forslaget til rammerne for en skattereform indeholder dog ikke konkrete størrelsesordener og er ikke blevet vedtaget endnu.

hvilket er mere lempeligt end vurderet i efteråret, idet der var forudsat en svag stramning af finanspolitikken. I 2018 antages en betydelig finanspolitisk lempelse som følge af lettelser i indkomst- og selskabsbeskatningen.

Figur 2.7 Inflation i USA



Figur 2.8 Inflationsforventninger i USA



Anm: Kerneinflation er inflation ekskl. bidrag fra energi- og uforarbejdede fødevarer. Seneste observation for inflation og kerneinflation er april 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 april 2017.

Kilde: Macrobond.

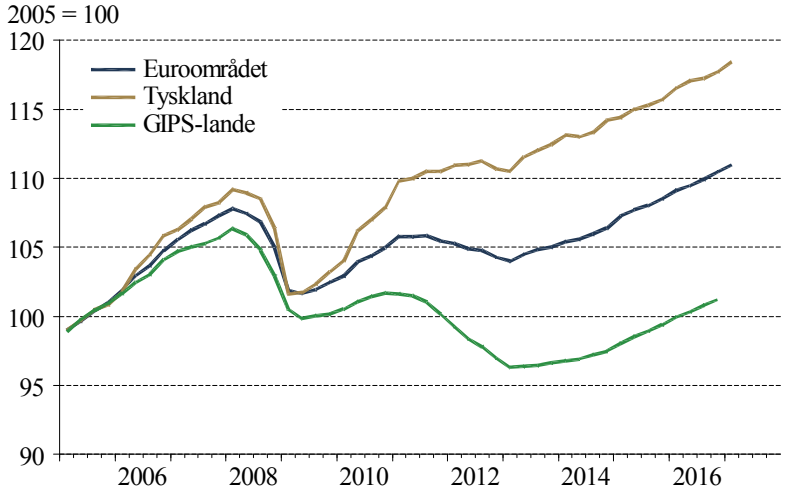
Effekten af de finanspolitiske lempelser kan blive modvirket, hvis den amerikanske pengepolitik strammes mere end ventet som følge af den stærkere efterspørgsel og højere inflationspres, jf. afsnit 3. USA nærmer sig en situation med normal kapacitetsudnyttelse, og der er derfor risiko for overophedning af den amerikanske økonomi. Såfremt inflationen stiger voldsomt som følge af den øgede efterspørgsel, er der risiko for, at FED må hæve renterne mere aggressivt, hvilket kan påvirke realøkonomien negativt og have afsmittende virkninger på renterne udenfor USA.

2.3 Europa

Euroområdet har siden foråret 2013 oplevet moderat fremgang i BNP, og i 2016 var væksten 1,7 pct., jf. figur 2.9. Dette blev især drevet af solide vækstrater i Tyskland og Spanien, mens eksempelvis Italien og Frankrig oplevede en lavere vækst.

Opsvinget i euroområdet ventes at fortsætte i omtrent samme tempo de kommende år. Indikatorerne for erhvervs- og forbrugertillid har udvist stigende tendenser siden slutningen af 2016, jf. figur 2.10 og figur 2.11, og valgene i Holland og Frankrig har mindsket den politiske usikkerhed. Den fortsatte usikkerhed omkring Storbritanniens fremtidige tilknytning til EU ventes dog at lægge en dæmper på aktiviteten. Væksten i euroområdet forventes at være knap 1¾ pct. i 2017 og godt 1½ pct. i 2018.

Figur 2.9 BNP i eurolande

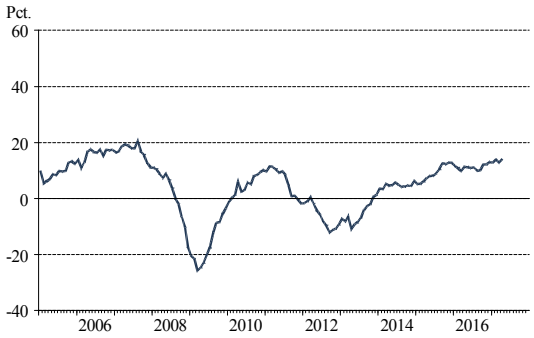


Anm: GIPS-landene er Grækenland, Italien, Portugal og Spanien. Seneste observation er 4. kvartal for GIPS-landene og 1. kvartal 2017 for euroområdet og Tyskland.

Kilde: Macrobond.

Figur 2.10 Forbrugertillid

Figur 2.11 Erhvervstillid

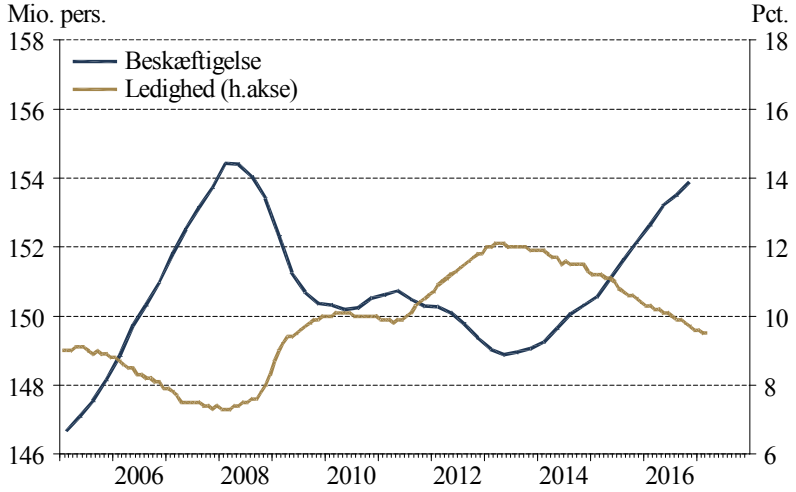


Anm: Erhvervstilliden er for servicebranchen. Seneste observation for forbrugertillid og erhvervstillid er april 2017.

Kilde: Macrobond.

Fremgangen i euroområdet har understøttet beskæftigelsen, som har været stigende siden 2013, og beskæftigelsesstigningen har bidraget til et fald i ledigheden, jf. figur 2.12. Således var ledigheden på 9,5 pct. i marts i euroområdet mod et niveau på omkring 12 pct. i 2013.

Figur 2.12 Beskæftigelse og ledighed i euroområdet

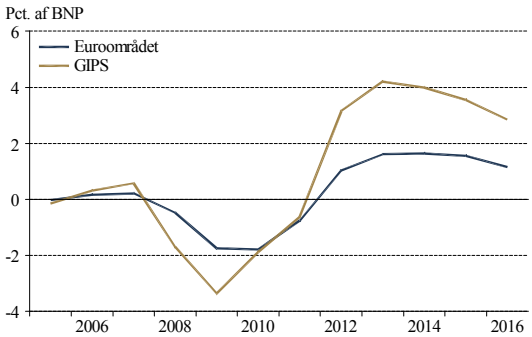


Anm: Ledigheden er opgjort i procent af arbejdsstyrken. Seneste observation for beskæftigelsen er 4. kvartal 2016. Seneste observation for ledigheden er marts 2017.

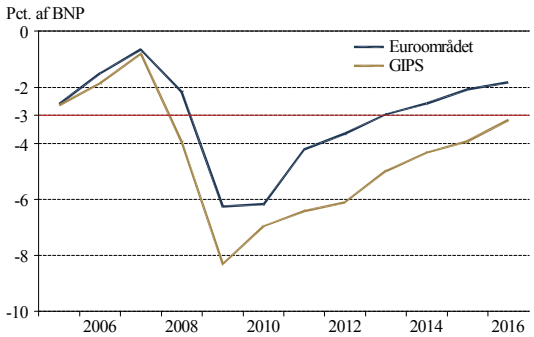
Kilde: Macrobond.

Finanspolitikken er blevet kraftigt strammet i euroområdet de senere år. Den strukturelle primære saldo for euroområdet som helhed er blevet forbedret fra -1,8 pct. i 2010 til 1,2 pct. i 2016, hvor opstramningen har været særligt kraftig i GIPS-landene (Grækenland, Italien, Portugal og Spanien), jf. figur 2.13. Den stramme finanspolitik har også bidraget til, at underskuddet på den faktiske saldo for euroområdet samlet set nu overholder underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP, jf. figur 2.14. For GIPS-landene var det kun Spanien, der havde et underskud over 3 pct. af BNP i 2016.

Figur 2.13 Primær strukturel saldo



Figur 2.14 Offentlig saldo



Anm: Figuren til venstre viser den strukturelle primære offentlige saldo, og figuren til højre viser den faktiske offentlige saldo for euroområdet og GIPS-landene (Grækenland, Italien, Spanien og Portugal).

Kilde: OECD, *Economic Outlook 100*.

Af eurolandenes stabilitetsprogrammer fremgår det, at en række lande ligeledes planlægger at forbedre den strukturelle saldo de kommende år, jf. tabel 2.1. I 2016 brød Spanien og Frankrig med 3 pct.-grænsen for den faktiske saldo, men i år ventes Frankrig at holde sig indenfor grænsen, og Spanien forventes kun at bryde 3 pct.-grænsen marginalt. For Tyskland, Holland og Portugal forventes betydelige reduktioner af de offentlige gældskvoter, og stabilitetsprogrammerne giver generelt indtryk af faldende eller omtrent stabile gældskvoter for eurolandene.

Tabel 2.1 Offentlig gæld og saldo i udvalgte eurolande

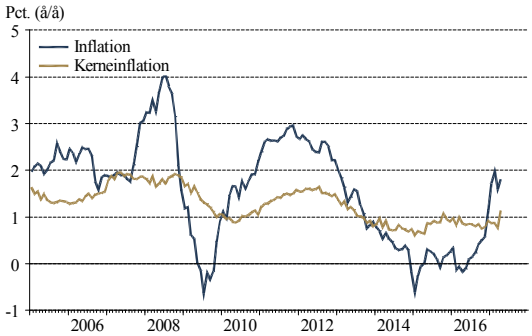
	2016	2017	2018	2019
	---------- Pct. af BNP ----------			
Tyskland				
Gæld	68,3	66,3	64,0	61,8
Offentlig saldo	0,8	0,5	0,3	0,3
Strukturel saldo	0,8	0,5	0,3	0,3
Frankrig				
Gæld	96,0	96,0	95,9	94,7
Offentlig saldo	-3,4	-2,8	-2,3	-1,3
Strukturel saldo	-1,5	-1,0	-0,5	0,0
Holland				
Gæld	62,3	58,5	55,5	52,2
Offentlig saldo	0,4	0,5	0,8	1,1
Strukturel saldo	0,5	0,1	0,3	0,6
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
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
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
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
Grækenland				
Gæld	179,0	178,8	174,6	-
Offentlig saldo	0,7	-1,2	0,6	-
Strukturel saldo	5,5	2,5	3,1	-

Anm.: Tallene 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.

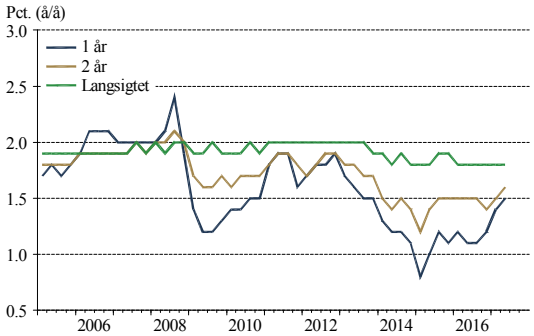
Kilde: Landenes stabilitetsprogrammer.

Inflationen er steget markant i euroområdet siden slutningen af 2016 og ventes at være betydeligt højere i år end i 2016. Stigningen i inflationen skal dog især ses i sammenhæng med stigningen i olieprisen og andre råvarepriser, idet kerneinflationen fortsat er på et niveau omkring 1 pct., jf. figur 2.15. Stigningen i inflationen har også smittet af på de kortsigtede inflationsforventninger, som er steget fra 1,1 pct. i tredje kvartal 2016 til 1,5 pct. primo andet kvartal 2017, jf. figur 2.16. De langsigtede inflationsforventninger ligger dog forholdsvis stabilt omkring 1,8 pct., hvilket er i overensstemmelse med ECB's målsætning om en inflation i underkanten af 2 pct.

Figur 2.15 Inflation



Figur 2.16 Inflationsforventninger



Anm: Kerneinflation er inflation 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 april 2017. Seneste observation for inflationsforventninger er primo 2. kvartal 2017.

Kilde: Macrobond.

2.3.1 Storbritannien og effekterne af Brexit

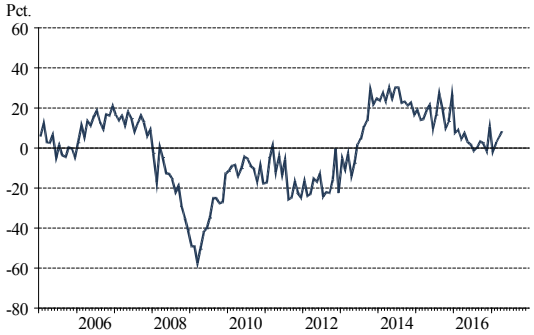
Det var ventet, at briternes beslutning om at forlade EU ville medføre lavere vækst både på kort og på lang sigt. På kort sigt har konsekvenserne af Brexit indtil videre ikke været markante, og væksten i Storbritannien var på 1,8 pct. i 2016. Konsekvenserne på lang sigt er endnu uvisse, blandt andet fordi der endnu ikke er indgået en aftale mellem Storbritannien og EU. Det er forventningen hos blandt andre OECD og NiESR (National Institute of Economic and Social Research), at udmeldelsen af EU vil mindske væksten i Storbritannien på sigt. Det skyldes, at det antages, at aftalen vil indebære mindre samhandel og arbejdskraftmobilitet, som mindsker spredning af viden og teknologi, hvilket vil påvirke produktiviteten negativt, jf. boks 2.2.

De første umiddelbare reaktioner ovenpå afstemningen den 23. juni 2016 var en svækkelse af det britiske pund og et fald i aktiekurserne. Derudover sås et fald i en række tillidsindikatorer. Forbrugertillidsindikatoren tog således et markant dyk fra juni til juli, men er siden steget, og erhvervstilliden faldt, men er på vej op, jf. figur 2.17 og figur 2.18. Indikatoren for aktiviteten i både service og industri (PMI) faldt ligeledes

markant efter afstemningen, men er nu over niveauet før afstemningen. Ledigheden er faldet lidt siden afstemningen og er nu tilbage på niveauet i 2005.

Figur 2.17 Forbrugertillid i Storbritannien

Figur 2.18 Erhvervstillid i Storbritannien



Anm: Erhvervstilliden er for servicebranchen. Seneste observation for forbrugertillid og erhvervstillid er april 2017.

Kilde: Macrobond.

BNP voksede i 2016 med 1,8 pct. efter et stærkt andet halvår, om end årsvæksten var lavere end i de to foregående år. I første kvartal af 2017 voksede BNP med 0,3 pct. (k/k). De kortsigtede vækstskøn for Storbritannien er generelt blevet opjusterede siden de første skøn lige efter afstemningen, jf. tabel 2.2. Det gælder især for 2017, hvor eksempelvis Bank of England i august 2016 skønnede en vækst på godt ¾ pct., mens de i februar i år skønnede 2 pct. I nærværende prognose er vækstskønnet for Storbritannien i 2017 og 2018 på basis af vurderingen fra IMF ligeledes blevet opjusteret til hhv. 2 pct. og 1½ pct. Opjusteringen afspejler en bedre end ventet udvikling i britisk økonomi siden afstemningen, hvilket peger i retning af, at de forventede negative effekter materialiserer sig mere gradvist end tidligere antaget.

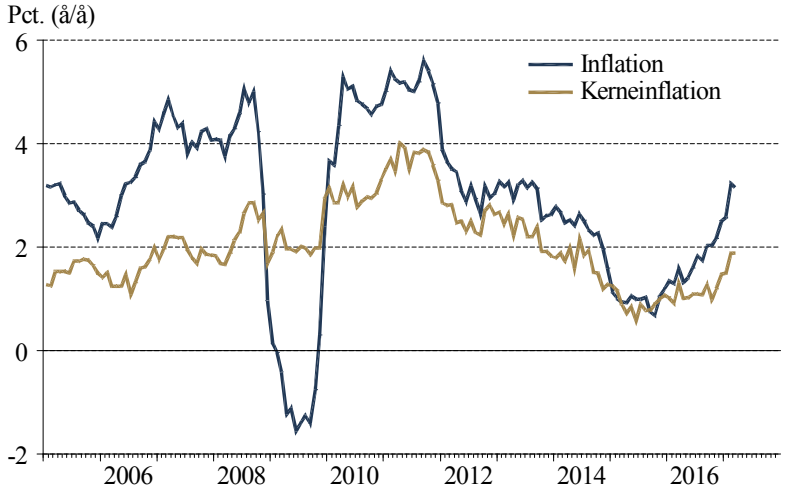
Den britiske økonomi er til dels blevet understøttet af en svækkelse af det britiske pund, blandt andet forstærket af en lempelig pengepolitik, som styrker den britiske konkurrenceevne. Det svagere pund har dog også bidraget til, at inflationen er steget som følge af højere importpriser. I juni 2016 var inflationen på 1,6 pct., mens den i april 2017 var steget til 3,5 pct., jf. figur 2.19. En del af dette skyldes dog stigende råvarepriser, herunder olie, men kerneinflationen, som er inflationen ekskl. bidrag fra energi og uforarbejdede fødevarer, er også steget i samme periode med godt 1¼ pct.point. Dette udhuler realindkomsterne og dermed husholdningernes købekraft, og det er forventningen, at det private forbrug vil vokse langsommere de kommende år. Dertil ventes usikkerheden at lægge en dæmper på investeringerne fremadrettet.

Tabel 2.2 Forskellige institutioners skøn for væksten i Storbritannien

	2016	2017	2018
	---------- pct. ----------		
OECD			
November 2016	2,0	1,2	1,0
Marts 2017	1,8	1,6	1,0
IMF			
Juli 2016	1,7	1,3	-
Oktober 2016	1,8	1,1	-
Januar 2017	2,0	1,5	1,4
April 2017	1,8	2,0	1,5
Bank of England			
August 2016	2,0	0,8	1,8
November 2016	2,2	1,4	1,5
Februar 2017	2,2	2,0	1,6
EU-Kommissionen			
November 2016	1,9	1,0	1,2
Februar 2017	2,0	1,5	1,2

Anm.: DØR har i *Dansk Økonomi, efterår 2016* taget afsæt i vækstskønnet fra IMF fra juli 2016, og i *Konjunkturvurdering og offentlige finanser, februar 2017* blev der taget udgangspunkt i OECD's vurdering fra november 2016.
Kilde: *Economic Outlook* og *Interim Economic Outlook*, OECD, *World Economic Outlook* og *World Economic Outlook Update*, IMF, *Inflation Report*, Bank of England og *European Economic Forecast,* EU-Kommissionen.

Figur 2.19 Inflation, Storbritannien



Anm: Kerneinflation er inflation ekskl. bidrag fra energi- og uforarbejdede fødevarer. Seneste observation er april 2017.

Kilde: Macrobond.

Storbritannien aktiverede i slutningen af marts den såkaldte artikel 50, hvormed forhandlingerne om en udtrædelsesaftale med EU kan gå i gang. Denne skal være afsluttet indenfor to år, hvorfor det kan forventes, at Storbritannien senest forlader EU i 2019. Inden da skal der også afholdes valg til parlamentet i Storbritannien d. 8. juni 2017.

Forhandlingerne med EU og de forskellige meldinger undervejs kan skabe usikkerhed og påvirke blandt andet investeringerne, indtil der er mere klarhed over, hvordan det fremtidige forhold bliver. De fleste internationale organisationer forventer, at Storbritanniens udmeldelse af EU vil skade Storbritanniens langsigtede vækst, jf. boks 2.2. I nærværende prognose er den langsigtede vækst for Storbritannien blevet nedjusteret, således at den gennemsnitlige vækstrate i strukturelt BNP i perioden 2020-25 er ½ pct.point lavere.

Boks 2.2 Langsigtede konsekvenser af britisk udmeldelse af EU

I tabellen nedenfor er angivet udvalgte institutioners skøn for den langsigtede effekt på Storbritanniens BNP som følge af udmeldelsen af EU. Som det fremgår, reduceres Storbritanniens BNP i alle tre tilfælde.

Tabel A Langsigtet effekt på Storbritanniens BNP af udmeldelse af EU

	OECD	NiESR	Finansministeriet
Effekt på BNP i 2030, procentvis ændring			
Centralt estimat	-5,1	-3,2	-7,5
Gns. vækstrate 2020-25, pct.			
Faktisk BNP	2,6	2,7	2,2
Strukturelt BNP	2,3	2,4	2,0

Anm.: Finansministeriet er Storbritanniens Økonomi- og Finansministerium. "WTO"-scenariet er valgt for alle tre analyser. Dette scenarie forudsætter de løseste forbindelser med EU. Der vil således ikke være nogen frihandel med EU for hverken varer eller tjenester i dette scenarie.
Kilde: HM Treasury: *The long-term economic impact of EU membership and the alternatives*, april 2016, *National Institute Economic Review No. 236*, maj 2016 samt OECD: *The Economic consequences of Brexit: A taxing decision*, april 2016 og egne beregninger.

OECD har analyseret de langsigtede konsekvenser af Brexit for Storbritannien på baggrund af National Institute's Global Econometric Model (NiGEM).[a)] På lang sigt vurderer OECD, at Brexit vil reducere BNP med godt 5 pct. Dette følger af et fald i de udenlandske direkte investeringer, især fra EU, som følge af udmeldelsen af det indre marked. Det vil medføre lavere erhvervsinvesteringer i Storbritannien samt et fald i kapitalapparatet. Dertil vil den mindre åbenhed og indstrømning af viden og nye idéer pga. lavere immigration og lavere udenlandske investeringer svække de teknologiske fremskridt og produktiviteten og dermed den langsigtede vækst.

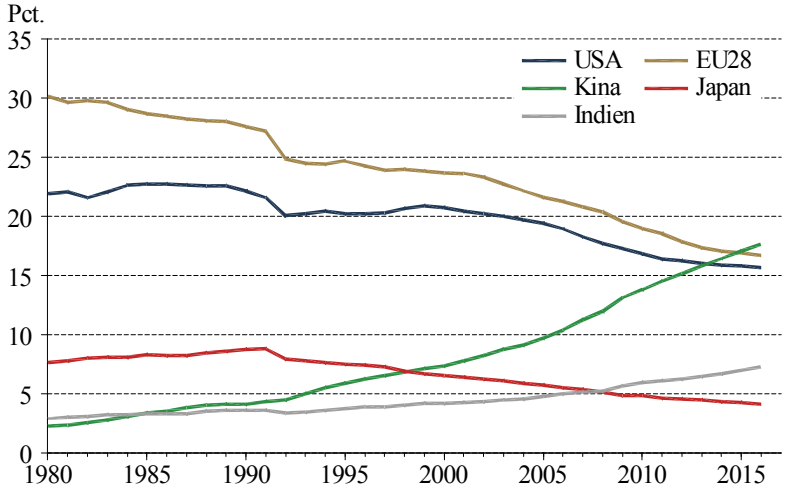
I nærværende prognose er OECD's centrale estimat anvendt, hvormed den gennemsnitlige vækstrate i Storbritanniens faktiske og strukturelle BNP i perioden 2020-25 falder med hhv. godt ½ og ½ pct.point.

a) Jf. OECD (2016): *The Economic consequences of Brexit: A taxing decision*.

2.4 Kina

Vækstøkonomierne spiller en afgørende rolle for udviklingen i verdensøkonomien. En årrække med høj vækst i disse økonomier har medført, at de fylder meget i globalt BNP, jf. figur 2.20. Kina er således gået fra at udgøre godt 2¼ pct. af globalt BNP i 1980 til at udgøre godt 17½ pct. i 2016. Væksten i Kina har således væsentlig betydning for væksten i international økonomi.

Figur 2.20 BNP som andele af globalt BNP



Anm: Figuren viser økonomiernes købekraftskorrigerede andele af globalt BNP.

Kilde: Macrobond.

Efter en lang periode med meget høje vækstrater har væksten i Kina været moderat aftagende, jf. figur 2.21. Den kinesiske økonomi befinder sig i en omstilling fra vækst drevet af investeringer og eksport over mod servicesektoren og et højere privat forbrug. Det forventes, at denne omstilling vil medføre lavere vækstrater fremadrettet, som minder mere om væksten i de avancerede økonomier.

Figur 2.21 BNP-vækst i Kina

Anm: Seneste observation er 1. kvartal 2017.

Kilde: Macrobond.

I 2016 voksede BNP i Kina med 6,5 pct., og i første kvartal af 2017 voksede den kinesiske økonomi med 1,3 pct. (k/k). I 2017 og 2018 ventes en vækst på hhv. 6,6 pct. og 6,2 pct., hvilket er på linje med IMF's vurdering fra april. På sigt ventes væksten i Kina at falde, og den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2019 til 2025 forventes at blive 4,3 pct.

Der er opbygget risici i Kinas finansielle system efter de seneste års voldsomme kreditvækst afledt af den høje investeringsaktivitet. De kinesiske banker er nu blandt de største i verden, og kreditten vokser fortsat mere end BNP.[2] Det udgør ifølge IMF en risikofaktor for den finansielle stabilitet i Kina, da risikoen for en finansiel krise stiger, jo længere perioden med høj kreditvækst har strakt sig over, og jo større gældsætningen bliver. Dermed udgør de risici, der er opbygget i det kinesiske finansielle system, en risiko for den kinesiske vækst.

[2] Jf. IMF (2017): *Global Financial Stability Report*, april 2017.

3 Finansielle forhold

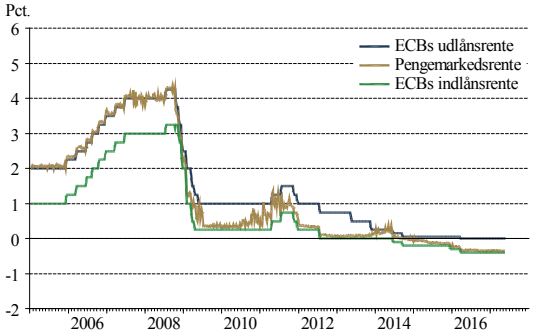
Hovedbudskaber:
Pengepolitikken i Europa er fortsat særdeles lempelig, hvor ECB har fastholdt indlånsrenten på rekordlave -0,4 pct. siden marts 2016. ECB har mindsket opkøbet af obligationer og annonceret, at obligationsopkøbene vil vare indtil ultimo 2017. ECB ventes at fastholde udlånsrenten på nul i 2017. De danske og tyske tiårige statsobligationsrenter er steget siden sommeren 2016, og det ventes, at de er hhv. 1 og ¾ pct. ved udgangen af 2017. Renterne på realkreditobligationer har været omtrent uændrede siden midten af 2016, og det ventes, at renten på 30-årige realkreditobligationer vil stige til godt 2½ pct. ved udgangen af 2017.

Realkreditinstitutternes udlån har i en årrække udgjort en omtrent konstant andel af BNP. Der er væsentlige geografiske forskelle i udlånsvæksten, hvor udlånsvæksten i starten af 2017 har været særdeles høj i de store byer. Andelen af realkreditudlån med variabel forrentning har været faldende siden midten af 2013, men ligger fortsat på et højt niveau. Det samme gør lån med afdragsfrihed.

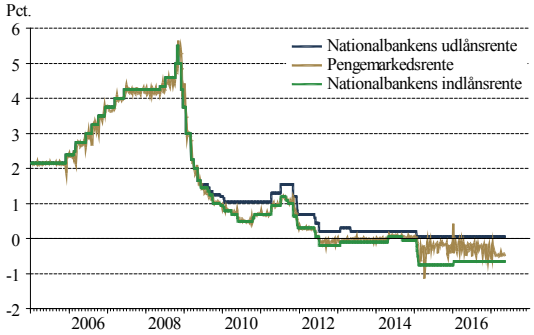
3.1 Pengepolitik

Den Europæiske Centralbank (ECB) har fastholdt indlånsrenten på rekordlave -0,4 pct. siden marts 2016, jf. figur 3.1. ECB's opkøb af obligationer blev i april mindsket fra 80 mia. euro til 60 mia. euro om måneden. Opkøbsprogrammet er annonceret til at vare indtil ultimo 2017. ECB ventes at holde det nuværende lave renteniveau igennem 2017, og rentestigninger vurderes at komme i løbet af 2018. Herefter ventes en gradvis normalisering af renten mod det langsigtede niveau i takt med, at inflationen og realøkonomien bevæger sig mod mere normale niveauer.

Figur 3.1 Pengepolitiske renter og pengemarkedsrenter, Euroområdet



Figur 3.2 Pengepolitiske renter og pengemarkedsrenter, Danmark



Anm: ECB's udlånsrente er udlånsrenten ved de primære markedsoperationer (*Main Refinancing Operations*, MRO's). Indlånsrenterne er renten på indskudsbeviser, mens pengemarkedsrente er dag-til-dag pengemarkedsrenten. Seneste observation er medio maj 2017.

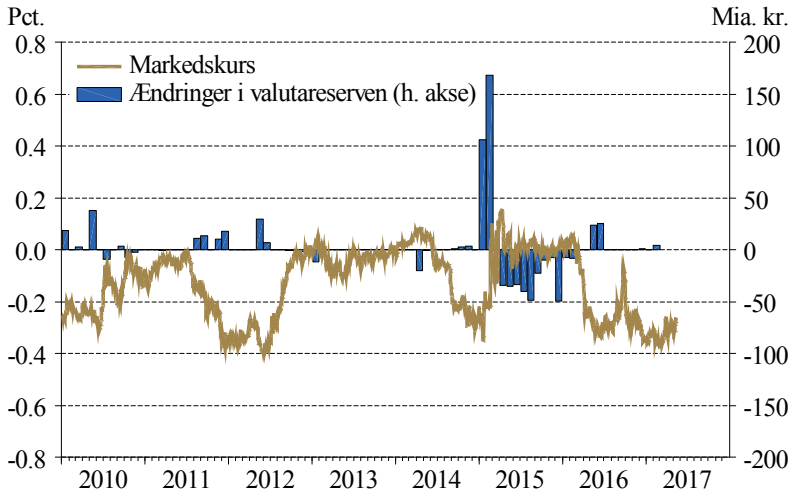
Kilde: Macrobond.

ECB har en erklæret målsætning om prisstabilitet i euroområdet som helhed. Ifølge ECB har prisstabilitet en række positive konsekvenser for beskæftigelsen og den generelle økonomiske aktivitet. Heriblandt mindsker det usikkerheden om fremtidige prisudsving. På mellemlang sigt er målet, at inflationen skal være tæt på, men under 2 pct. for at sikre, at der er tilstrækkelig sikkerhedsmargin til at værne mod risikoen for deflation, men inflationen har været væsentlig lavere de senere år, jf. afsnit 2. Dertil skal ECB bidrage til at understøtte beskæftigelsen og en stabil vækst, men kun såfremt det ikke går ud over hensynet til prisstabiliteten.

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

De seneste måneder har der været en tendens til, at kronen er blevet styrket overfor euroen, og den ligger ca. 0,3 pct. under den politisk fastsatte centralkurs på 7,46 kr. pr. euro, jf. figur 3.3. Kronekursen overfor euro ligger dog fortsat sikkert indenfor udsvingsbåndene på 2,25 pct. på hver side af centralkursen. På trods af den styrkede krone har Nationalbanken hverken sænket de pengepolitiske renter eller udbygget valutareserven ved at intervenere i valutamarkedet. Så længe kronekursen ligger under centralkursen, er der grundlag for at tro, at de danske pengepolitiske renter fortsat vil være lavere end de europæiske.

Figur 3.3 Kronekurs og nettointerventionskøb



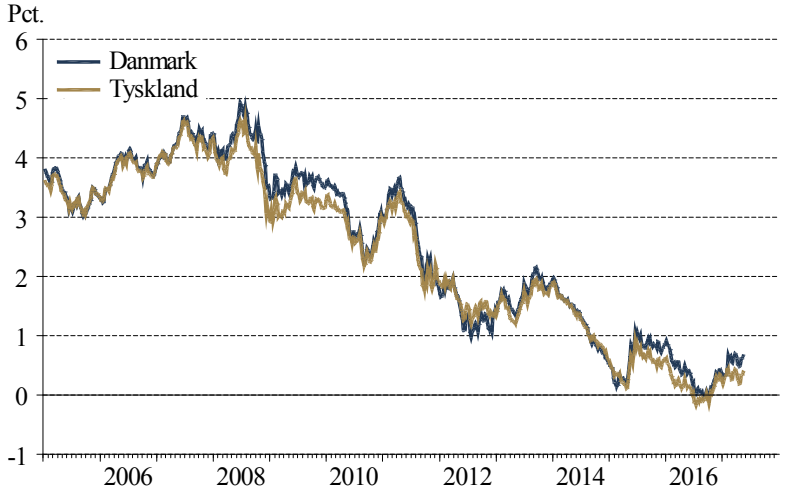
Anm: Markedskursen er den procentvise afvigelse fra politisk fastsatte centralkurs på 7,46 kr. pr. euro. Kursen holdes inden for et udsvingsbånd på +/-2,25 pct. af centralkursen. Positivt nettointerventionskøb svarer til køb af euro mod salg af kroner. Seneste observation for markedskursen er medio maj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

Kilde: Danmarks Nationalbank og Macrobond.

3.2 Kapitalmarkeder

Renterne på de danske og tyske tiårige statsobligationer har generelt været stigende, siden de ramte bunden i sommeren 2016, jf. figur 3.4. Dog er tendensen fladet lidt ud, og begge oplevede et fald på godt 0,1 pct.point i april. Den danske statsobligationsrente steg mere end den tyske i februar 2017, og spændet mellem de to er knap 0,3 pct.point medio maj, jf. figur 3.4. Den stigende tendens skal ses i sammenhæng med, at inflationen i euroområdet er steget markant siden slutningen af 2016, jf. afsnit 2. Stigningen i inflationen har også smittet af på de kortsigtede inflationsforventninger, mens de langsigtede inflationsforventninger ligger forholdsvis stabilt omkring ECB's målsætning.

Figur 3.4 Tiårige statsobligationsrenter



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

Kilde: Macrobond.

Prognosen forudsætter en gradvis normalisering af statsobligationsrenterne med spændet mellem den danske og den tyske fastholdt på ¼ pct.point, jf. tabel 3.1. Den tyske tiårige statsobligation skønnes i gennemsnit at ligge på ca. ½ pct. i 2017 stigende til ca. 1 pct. i 2018, mens den danske forventes at være ca. ¾ pct. i 2017 stigende til ca. 1¼ pct. i 2018. Frem mod 2025 ventes renterne på de tyske og danske statsobligationer at stige mod deres skønnede langsigtede niveau på hhv. 3¾ pct. og 4 pct.

Renterne på 30-årige realkreditobligationer har været omtrent stabile siden årsskiftet i spændet 2¼-2½ pct., mens den korte realkreditrente har været svagt faldende og negativ i mere end to år, jf. figur 3.5. Årsniveauet for renten på den 30-årige realkreditobligation ventes at være ca. 2½ pct. og ca. 2¾ pct. i hhv. 2017 og 2018. Det langsigtede niveau for den 30-årige realkreditobligation forudsættes at være 5¼ pct., hvilket den forventes at stige op imod frem mod 2025.

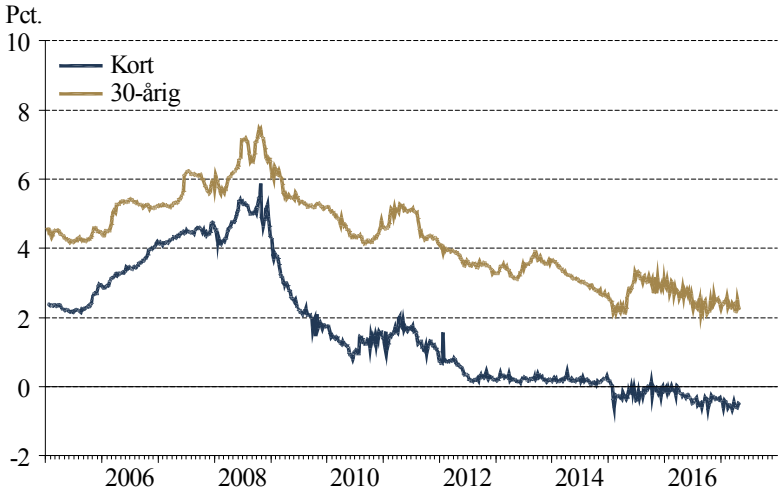
Tabel 3.1 Hovedtræk af renteprognosen

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

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 beregninger.

Figur 3.5 Realkreditobligationsrenter



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

Kilde: Macrobond.

Det danske aktiemarked har været præget af stigende kurser siden årsskiftet efter markante fald i 2. halvår af 2016, jf. figur 3.6. OMXC20 indekset, som består af de 20 mest omsatte aktier på Københavns fondsbørs, ligger medio maj på omtrent samme niveau som et år tidligere.

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 medio maj 2017.

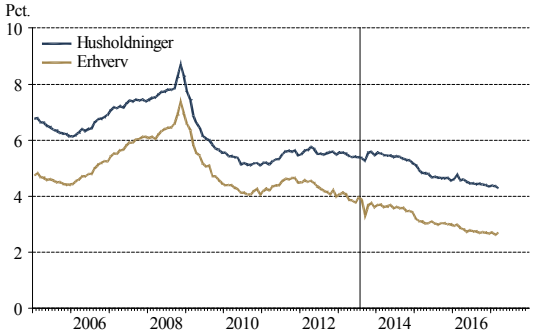
Kilde: Macrobond.

3.3 Udlånsrenter og kreditgivning

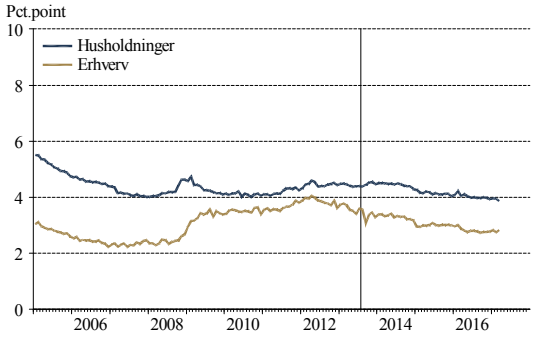
Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlånsrenter har de senere år udvist en faldende tendens, og de ligger i dag på et meget lavt niveau, jf. figur 3.7. Udlånsrenten til både erhverv og husholdninger har udvist en faldende tendens de seneste tre år, omend udviklingen er fladet mere ud de seneste måneder. Dermed afspejles den fortsat meget lempelige pengepolitik fortsat i pengeinstitutternes udlånsrenter. For både husholdningerne og ikke-finansielle selskaber har rentemarginalerne været omtrent uændrede siden medio 2016, jf. figur 3.8.

Også for realkreditinstitutterne har de gennemsnitlige udlånsrenter været faldende de seneste år og er på nuværende tidspunkt ca. 4 pct.point lavere end niveauet primo 2009, jf. figur 3.9. Omvendt har bidragssatserne for husholdningerne udvist store stigninger siden medio 2016, mens de har været omtrent uændrede for virksomhederne, jf. figur 3.10. Samlet set er summen af renten og bidragssatserne faldet markant siden 2009, omend de højere bidragssatser har medført, at renteudgifterne for især husholdningerne ikke er faldet i samme grad, som udlånsrenterne.

Figur 3.7 Pengeinstitutternes udlånsrenter



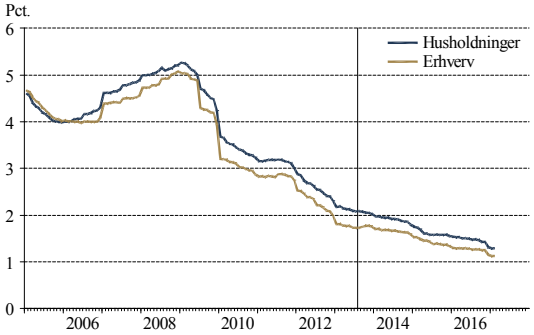
Figur 3.8 Pengeinstitutternes rentemarginaler



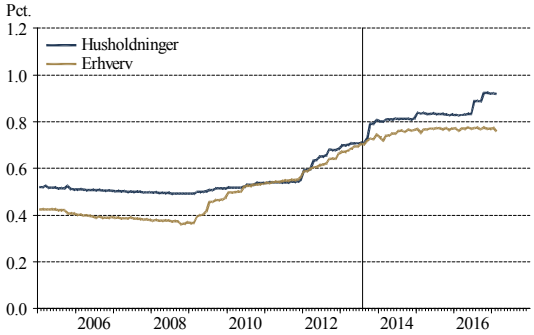
Anm: Figurerne viser gennemsnitlige udlånsrenter og rentemarginaler for pengeinstitutternes indenlandske udlån. Rentemarginalen er forskellen mellem de gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter. Lodrette streger angiver databrud. Seneste observation er marts 2017.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Figur 3.9 Realkreditinstitutternes obligationsrenter



Figur 3.10 Bidragssatser, realkredit

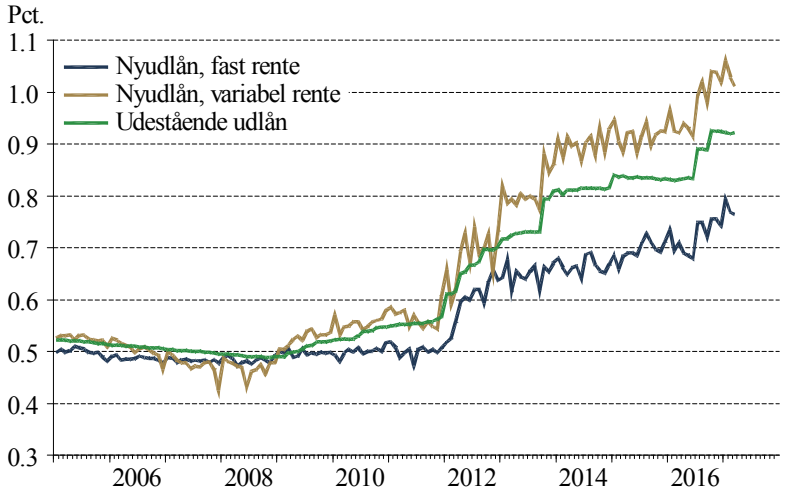


Anm: Figurerne viser gennemsnitlige obligationsrenter og bidragssatser for realkreditinstitutternes indenlandske udlån. Udlånsrenterne er eksklusive bidragssatser. De lodrette streger angiver databrud. Seneste observation er marts 2017.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Danmarks Nationalbank.

For husholdningerne har stigningerne i bidragssatserne været både på variabelt og fastforrentede lån, omend de for variabelt forrentede lån er steget en smule mere, jf. figur 3.11. Bidragssatserne på nyudstedte lån med variabel rente har siden årsskiftet været knap 0,3 pct.point højere end på fastforrentede lån.

Figur 3.11 Bidragssatser for husholdningerne



Anm: Bidragssatser for husholdningerne er opdelt på udestående lån, nyudlån med variabel rente og nyudlån 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 marts 2017.

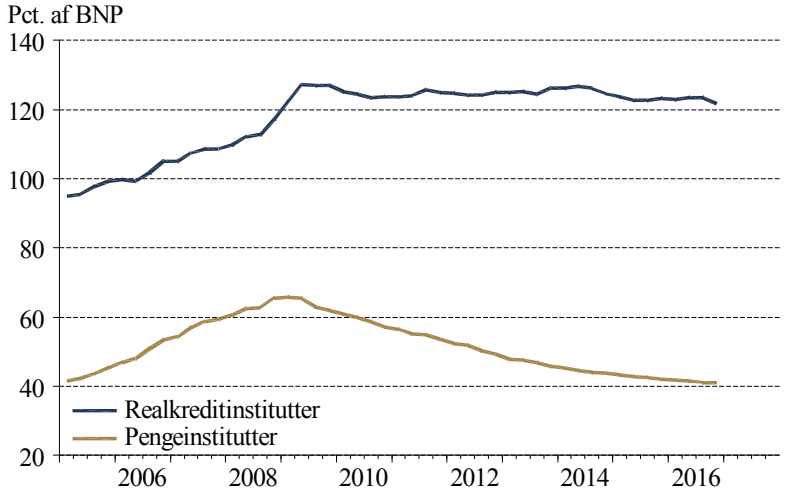
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Udlån fra penge- og realkreditinstitutter har samlet set udgjort en faldende andel af BNP siden 2009. Bag det ligger, at pengeinstitutternes udlån er faldet som andel af BNP, mens realkreditinstitutternes udlån relativt til BNP har været omtrent konstant, jf. figur 3.12. Det betyder, at realkreditinstitutterne har bibeholdt det høje udlånsniveau i forhold til økonomiens samlede størrelse, som blev opbygget i årene op til finanskrisen.

Ifølge Danmarks Nationalbank var væksten i realkreditudlån til boligformål i februar 2017 ca. 2,5 pct. sammenlignet med samme måned året før. Der er dog betydelige geografiske forskelle, hvor udlånsvæksten i Københavns kommune lå mellem 11 pct. og 13 pct. I de fleste kommuner omkring København var udlånsvæksten over 5 pct., hvilket også var tilfældet for Aalborg, Odense og Aarhus. Dette skal ses i sammenhæng med, at det også er i disse områder, hvor boligpriserne er steget mest.

Andelen af realkreditudlån til ejerboliger og fritidshuse med variabel rente er faldet svagt de seneste år og var ca. 60 pct. i marts 2017, jf. figur 3.13. Faldet kan højst sandsynligt tilskrives både, at bidragssatserne fortsat er højere på variabelt forrentede lån, og at mange husholdninger har valgt at udnytte det lave renteniveau til at omlægge deres gæld til fastforrentede lån. Omend niveauet stadig er højt sammenlignet med perioden før finanskrisen, så betyder faldet i andelen af variabelt forrentede lån alt andet lige, at husholdningerne er mindre eksponerede overfor rentestigninger end tidligere.

Figur 3.12 Udlån fra penge- og realkreditinstitutter

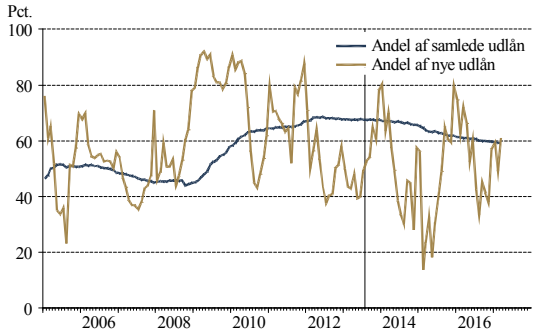


Anm: Figuren viser det samlede udlån til indenlandske husholdninger og erhverv fra hhv. penge- og realkreditinstitutterne i pct. af annualiseret kvartalsvist BNP. Seneste observation er 4. kvartal 2016. Egen sæsonkorrektion.

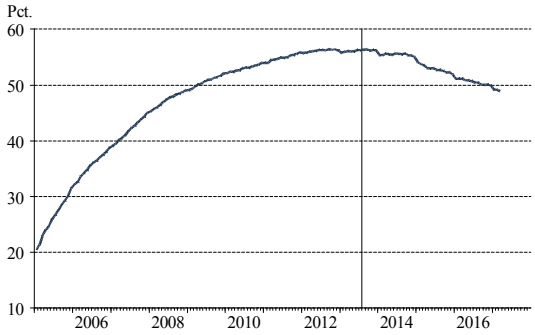
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Andelen af realkreditlån med afdragsfrihed er ligeledes faldet de senere år og ligger for første gang siden primo 2009 under 50 pct., jf. figur 3.14. Isoleret set vil en lavere andel af lån med afdragsfrihed øge robustheden i det finansielle system, fordi det trækker i retning af en lavere belåningsgrad.

Figur 3.13 Realkreditudlån, andel med variabel forrentning



Figur 3.14 Realkreditudlån, andel med afdragsfrihed



Anm: Figuren viser procentdelen af det samlede reaklreditudlån til ejerboliger og fritidshuse, der er med hhv. variabel rente og afdragsfrihed. For variabel forrentning vises andelen også for nyudlån. Seneste observation er marts 2017.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Det Systemiske Risikoråd har i marts 2017 lavet en henstilling til regeringen, som skal modvirke et skred i kreditstandarderne på boligmarkedet. Rådet har identificeret, at den høje udlånsvækst i København og omegn i stigende grad tildeles husholdninger med en høj gældsætning, dvs. gæld på over 400 pct. af indkomsten før skat. Det er yderligere identificeret, at 85 pct. af låntagere med høj gældsætning i København og omegn samt Aarhus optager lån med variabel rente og/eller afdragsfrihed.

Dette kan sammen med høje boligprisstigninger indebære systemiske risici, blandt andet fordi denne gruppe husholdninger med høj gældsætning i lån med variabel rente og/eller afdragsfrihed er mere eksponerede i en situation med faldende huspriser og stigende renter. Rådet henstiller derfor til regeringen, at maksimalt 15 pct. af kreditinstitutternes nye belåning af boliger i København og omegn samt Aarhus til husholdninger med høj gældsætning må bestå af lån med variabel rente og/eller afdragsfrihed. Alternativt henstilles det, at regeringen skal gennemføre et lignende initiativ, der har tilsvarende effekter på boligmarkedet og kreditgivningen.

4 Indenlandsk efterspørgsel

Hovedbudskaber

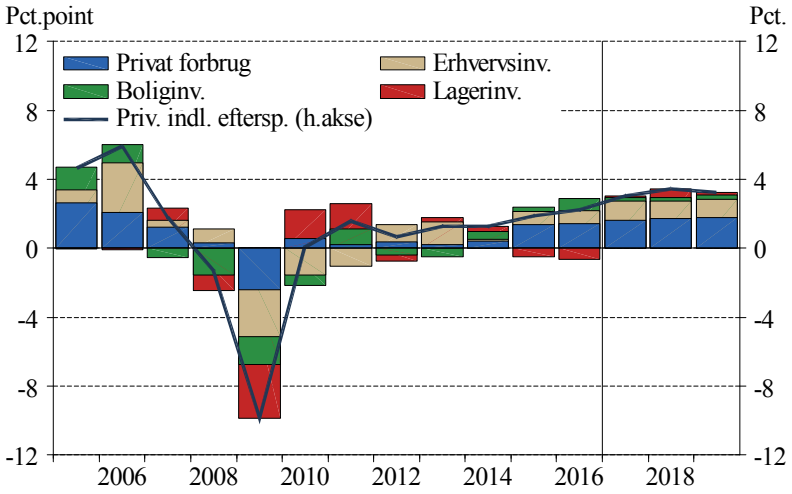
Væksten i den private efterspørgsel ventes i perioden 2017-19 at stige med 3-3½ pct. årligt, og det private forbrug ventes at give det største bidrag. Det private forbrug har de seneste år været meget lavt i forhold til den disponible indkomst. Dette har medført en betydelig formueopbygning, og det ventes, at den øgede formue gradvist øger det private forbrug som andel af den disponible indkomst.

Også i virksomhederne har der været en betydelig formueopbygning blandt andet som følge af, at investeringsniveauet har været relativt lavt siden 2010. Kapitalapparatet som andel af BVT er på et lavt niveau i forhold til det historiske gennemsnit, og det ventes, at dette vil stige frem mod 2025. Denne stigning indebærer markante vækstrater i investeringerne.

4.1 Privat indenlandsk efterspørgsel

Væksten i den private indenlandske efterspørgsel var i 2016 på ca. 2,2 pct., og væksten forventes i de kommende år at være endnu stærkere, jf. figur 4.1. Fra 2017 til 2019 skønnes væksten at blive mellem 3 pct. og 3½ pct., hvor det private forbrug ventes at give det største bidrag hertil.

Figur 4.1 Privat indenlandsk efterspørgsel



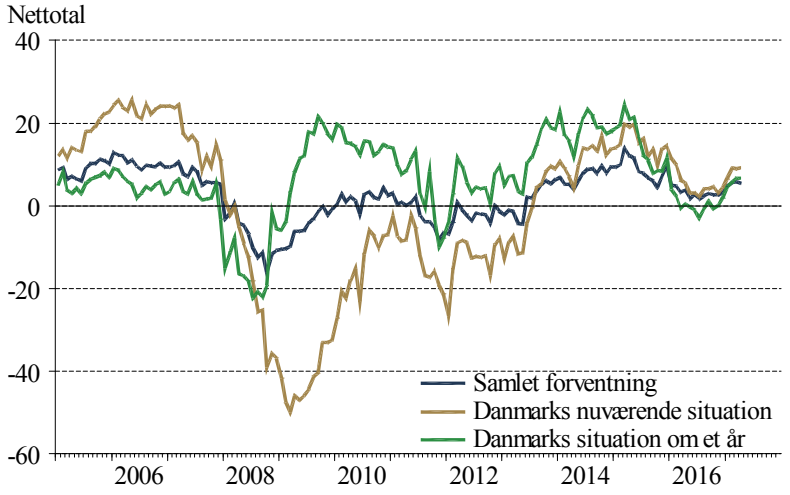
Anm: Søjlerne angiver vækstbidrag til privat indenlandsk efterspørgsel.

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

4.2 Husholdningerne

Det private forbrug ventes at stige med ca. 3 pct. i 2017. En del af begrundelsen for den relativt høje vækst er, at væksten fra 3. til 4. kvartal var på ca. 1,5 pct., hvilket giver et betydeligt overhæng ind i 2017. Der er samtidig flere tegn på fortsat fremgang i det private forbrug, heriblandt har der været en stigende tendens i den reale dankortomsætning, og forbrugerforventningerne er vokset siden foråret 2016. Det gælder både forventninger om den nuværende situation og den forventede situation om et år, jf. figur 4.2.

Figur 4.2 Forbrugertillid



Anm: Nettotal er et udtryk for tendensen i forbrugernes tillid. Egen sæsonkorrektion. Seneste observation er april 2017.

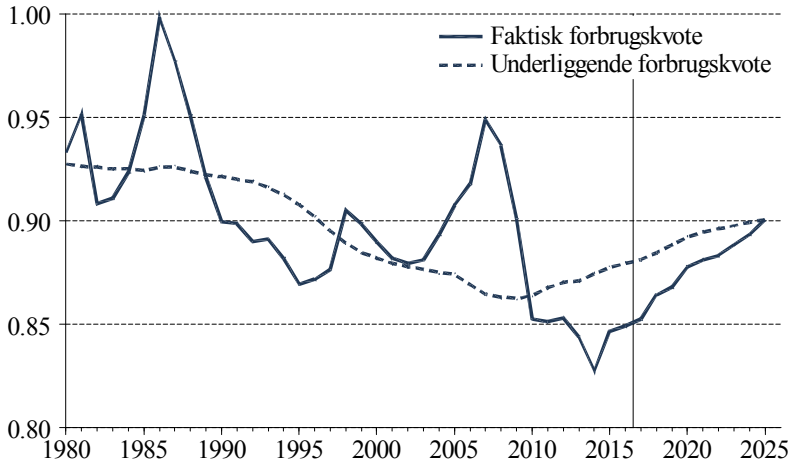
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Siden 2011 har forbrugskvoten, dvs. det private forbrug i forhold til den disponible indkomst, 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 4.3. Til trods for den forventede høje vækst i det private forbrug fremover ventes forbrugskvoten de førstkommende år fortsat at være lavere, end udviklingen i formuen og de demografiske ændringer tilsiger. Spændet ventes at blive indsnævret gradvist og forudsættes at være lukket i 2025. Særligt formuen er steget markant siden 2010, og det ventes, at denne stigning gradvist øger det private forbrug.

Den lave forbrugskvote siden 2010 har været medvirkende til, at husholdningerne har haft en positiv opsparing de seneste år, hvilket har udbygget formuen betydeligt, jf. figur 4.4 og figur 4.5. Således lå formuekvoten i 2016 på et historisk højt niveau, hvilket især skyldes den betydelige pensionsformue. Dette peger i retning af, at

husholdningerne har muligheder for at øge det private forbrug, og det forventes de kommende år at bidrage til vækst i det private forbrug. Det forudsættes, at forbrugskvoten vil stige frem mod 2025 i takt med, at den øgede formuekvote smitter af på forbrugstilbøjeligheden. Dette vil samtidig bidrage til, at væksten i formuekvoten vil blive mere afdæmpet.

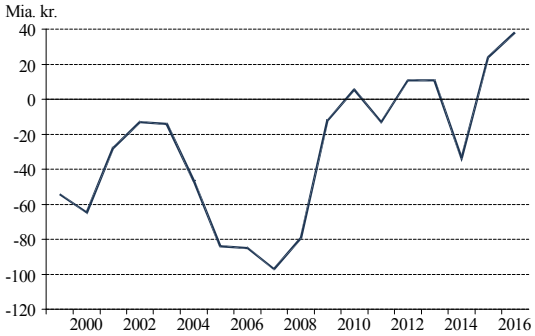
Figur 4.3 Forbrugskvote



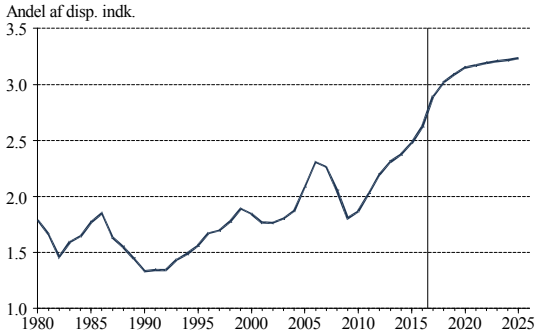
Anm: Forbrugskvoten er defineret som forholdet mellem det private forbrug og den langsigtede disponible indkomst i SMEC. Den modelberegnede, underliggende forbrugskvote afhænger af formuekvoten (udglattet) og demografi.

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

Figur 4.4 Nettofordringserhvervelse i husholdningerne



Figur 4.5 Formuekvote



Anm: Nettofordringserhvervelsen er forskellen mellem opsparing og investeringer i husholdningerne. Formuekvoten er den private formues andel af disponibel indkomst. Den private formue udgøres af finansiel formue, værdien af bolig og biler samt pensionsformue efter skat. Den disponible indkomst er SMEC's langsigtede disponible indkomst.

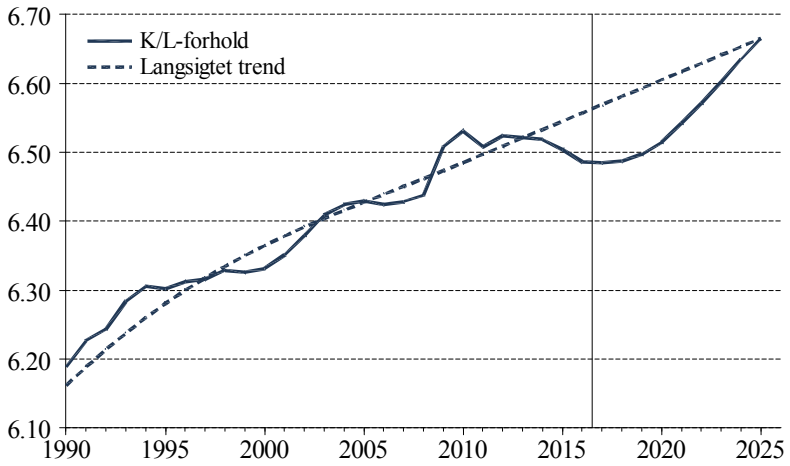
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

4.3 Virksomhederne

Siden 2010 har virksomhederne haft en positiv nettofordringserhvervelse, hvilket vidner om en betydelig formueakkumulation. Den høje nettofordringserhvervelse skal blandt andet ses på baggrund af, at investeringerne har ligget på et relativt lavt niveau i disse år. Den begrænsede vækst i investeringerne har sammen med en kraftig vækst i beskæftigelsen siden 2013 medført, at K/L-forholdet er faldet de seneste år, og i 2016 lå det under det vurderede trendmæssige niveau, jf. figur 4.6. Investeringerne i de private byerhverv skulle være steget med knap 21 pct. i 2016, for at K/L-forholdet havde været uændret. De steg med knap 3 pct.

Det ventes, at de kommende års kraftige beskæftigelsesfremgang vil bidrage til at udvide forskellen mellem faktisk og trendmæssigt K/L-forhold. Udvidelsen af arbejdsstyrken og dermed beskæftigelsen har været kendt længe, og virksomhederne har dermed haft mulighed for at tilpasse kapitalapparat til den ventede stigning. Efterspørgslen har dog ligget lidt underdrejet, hvilket kan have fået virksomhederne til at holde igen med investeringerne.

Figur 4.6 K/L-forhold



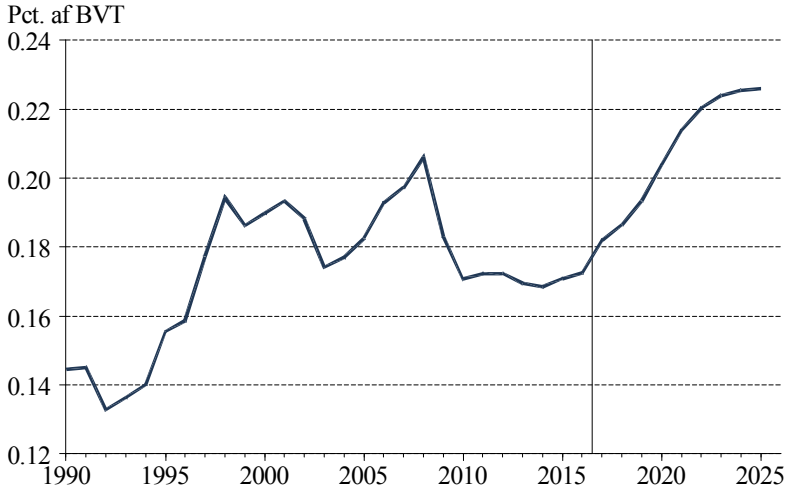
Anm.: Figuren viser forholdet mellem kapitalapparatet og timebeskæftigelsen i de private byerhverv.

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 vurderes investeringerne at stige betydeligt som andel af BNP i takt med, at beskæftigelsen øges, og virksomhederne tilpasser kapitalapparatets størrelse, jf. figur 4.7. I 2025 forudsættes K/L-forholdet at ramme sit trendmæssige niveau, hvilket vil medføre, at investeringerne som andel af BNP vil være på omtrent samme niveau

som i 2007, hvilket er historisk højt. For at opretholde K/L-forholdet derefter, vil investeringsvæksten dog skulle være lavere, hvilket ligeledes vil give en lavere investeringskvote.

Figur 4.7 Investeringskvote

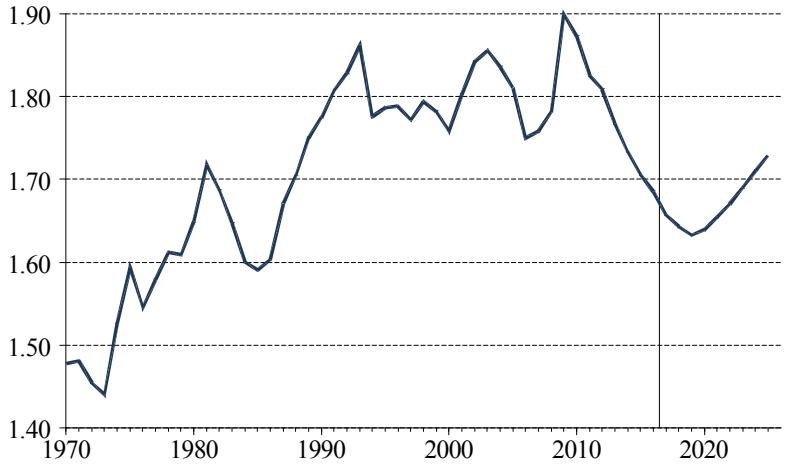


Anm.: Figuren viser investeringerne i den private sektor som andel af BVT i de private erhverv. Begge er opgjort i faste priser.

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

Kapitalapparatet som andel af BVT (K/Y-forholdet) i de private byerhverv er faldet med godt 20 pct.point siden 2010, jf. figur 4.8. Det antages i fremskrivningen, at K/Y-forholdet stiger til godt 170 pct., hvilket stadig er lavt i et historisk perspektiv. Denne stigning indebærer dog markante vækstrater i investeringerne. 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/Y-forholdet genoprettes hurtigere, hvilket vil have den modsatte effekt på produktiviteten. De seneste år har været i investeringerne generelt ligget under de på forhånd skønnede vækstrater. En medvirkende årsag til det lave investeringsniveau har nok været, at der har været meget usikkerhed omkring den økonomiske situation fremover i kølvandet på finanskrisen.

Figur 4.8 K/Y-forhold i de private byerhverv

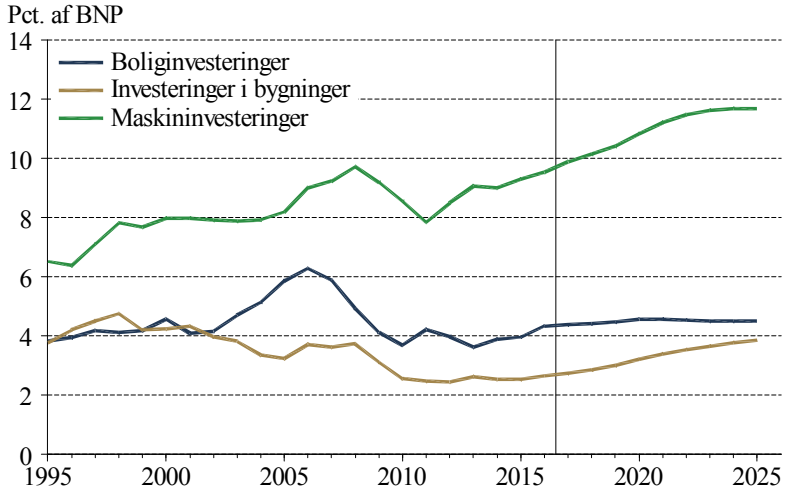


Anm.: Figuren viser kapitalapparatet som andel af BVT i de private erhverv. Begge er opgjort i faste priser.

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

Væksten i investeringerne ventes primært at komme fra maskininvesteringer, som er den største investeringskomponent og samtidig har udvist den største stigning siden 2011, jf. figur 4.9.

Figur 4.9 Private investeringer



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

5 Boligmarkedet

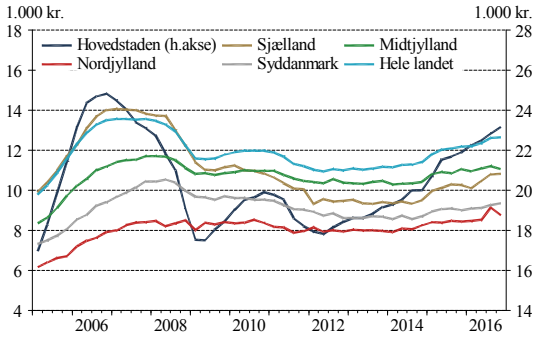
Hovedbudskaber

Priserne på både ejerlejligheder og enfamiliehuse er steget de seneste fire-fem år. Stigningen har været kraftigst på ejerlejligheder, som primært er koncentreret i og omkring de store byer. Prisvæksten på enfamiliehuse har også været størst i Hovedstadsområdet. Det vurderes, at landsgennemsnittet for realprisen på enfamiliehuse ligger over den langsigtede trend, og at væksten de kommende år vil blive mindre, end den har været siden 2013.

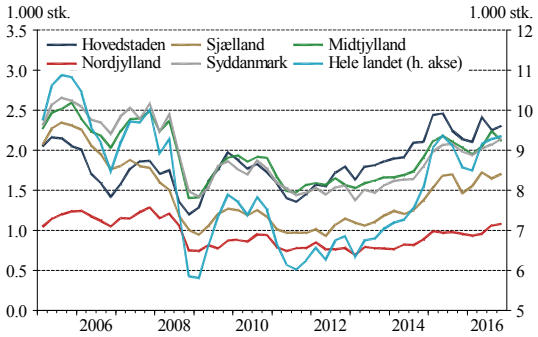
5.1 Boligmarkedet

Prisen på enfamiliehuse er steget på landsplan siden midten af 2013. Stigningen har været bredt funderet i alle landets fem regioner, omend væksten har været højest på Sjælland og i særdeleshed i Hovedstadsområdet, jf. figur 5.1. Det seneste år har der været en tendens til lavere prisstigninger på landsplan, og i 4. kvartal 2016 stagnerede priserne alle steder bortset fra i Hovedstadsområdet. Salget er ligeledes steget, men i meget uens tempo landet over, jf. figur 5.2.

Figur 5.1 Kvadratmeterpriser, enfamiliehuse



Figur 5.2 Salg af enfamiliehuse

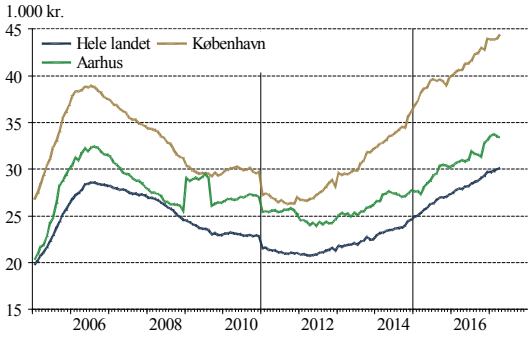


Anm: Seneste observation er 4. kvartal 2016.

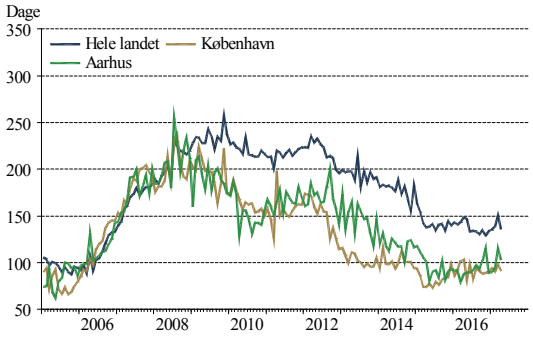
Kilde: Macrobond.

Ejerlejlighedspriserne er steget noget mere end huspriserne siden 2012 og har fortsat denne stigende tendens, 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 udvist en svagt stigende tendens siden primo 2016, omend den fortsat er 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.

Figur 5.3 Kvadratmeterpris, ejerlejligheder



Figur 5.4 Liggetid, ejerlejligheder



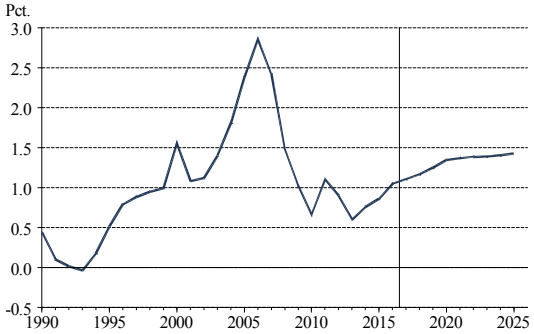
Anm: Venstre figur viser udbudspriserne. Der er databrud i serien for udbudspriserne i 2011 som følge af overgang til at måle kvadratmeter ved BBR og i 2015 som følge af metodeskift i opgørelsen af vægtningsgrundlaget. Egen sæsonkorrektion. Seneste observation er marts 2017.

Kilde: Finans Danmark.

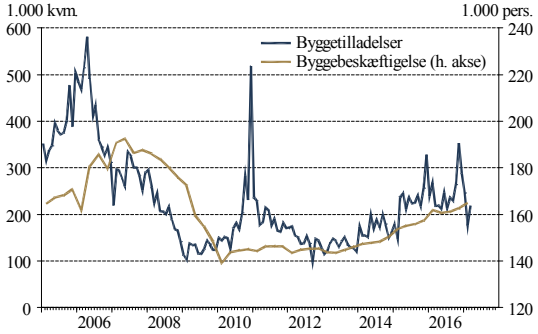
På landsplan vurderes en stor del af husprisstigningerne at kunne forklares ud fra den underliggende økonomiske udvikling i form af lave renter, begrænsede boliginvesteringer samt beskæftigelsesfremgang og en forøgelse af husholdningernes disponible indkomst. Denne vurdering bygger på, at SMEC's ligninger, på baggrund af udviklingen i disse underliggende faktorer, ville tilsige endnu højere realprisvækst i boligpriserne i 2015 og 2016, end der faktisk har været. Teknisk betyder det, at residualen i relationen for den reale kontantpris på enfamiliehuse har været mellem -2 og -4 pct.point i perioden 2014-16. I fremskrivningen sigtes efter, at den reale kontantpris skal ramme en historisk trend.

Samtidig har boliginvesteringerne i perioden 2010-15 ligget på et relativt lavt niveau, hvor boligkapitalen i gennemsnit blot steg med ca. 0,8 pct. årligt, jf. figur 5.5. Dette må isoleret set formodes at have bidraget til øget prisvækst i disse år. I 2016 steg boliginvesteringerne kraftigt med en årsvækst på knap 11 pct., hvilket forøgede boligkapitalen med 1,1 pct. Væksten var drevet af høj investeringsvækst i 1. halvår af 2016, mens investeringsvæksten var en smule negativ i 2. halvår, hvilket trækker i retning af en lavere investeringsvækst i 2017. Antallet af byggetilladelser er steget kraftigt i november 2016 og er blevet oppe i december, og byggebeskæftigelsen er ligeledes steget i 1. kvartal 2017, hvilket omvendt trækker i retning af højere vækst i boliginvesteringerne, jf. figur 5.6. På den baggrund ventes boliginvesteringsvæksten at være knap 3 pct. i både 2017 og 2018.

Figur 5.5 Ændring i boligkapital



Figur 5.6 Byggetilladelser og beskæftigelse

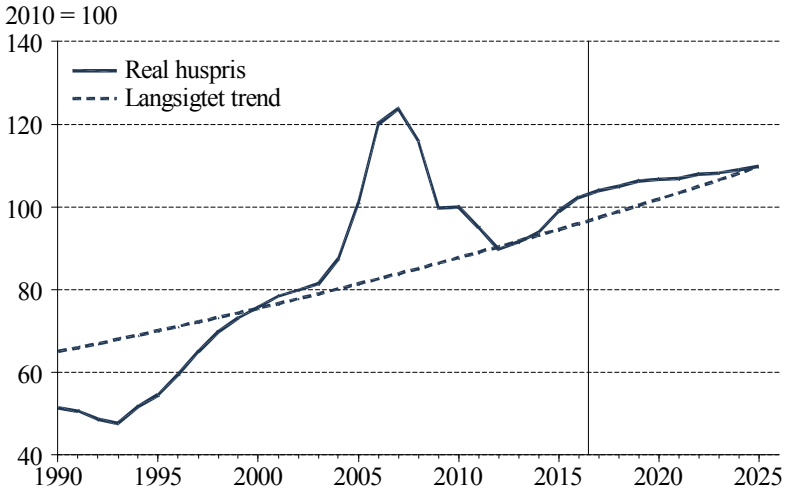


Anm: Seneste observation er marts 2017 for byggetilladelserne og 1. kvartal 2017 for byggebeskæftigelsen.

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

Det vurderes, at de seneste års boligprisstigninger har medført, at de reale boligpriser i 2016 lå over det trendmæssige niveau, jf. figur 5.7. De reale huspriser ventes fortsat at ligge over det trendmæssige niveau de kommende år, men væksten i huspriserne forventes at blive mere afdæmpet i takt med, at renter og boliginvesteringer stiger.

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 1955-2015, dog med en dummy variabel, der ekskluderer årene 2006-2007.

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

6 Udenrigshandel og betalingsbalance

Hovedbudskaber:
Årsvæksten i 2017 for import og eksport ventes at blive forholdsvis høj. Dette skyldes høj vækst i 4. kvartal 2016. De kvartalsvise vækstrater for importen og eksporten ventes dog at være begrænsede. Frem mod 2025 ventes importkvoten fortsat at stige i takt med, at samhandlen med andre lande bliver større. Også eksporten ventes at stige betydeligt som andel af BNP frem mod 2025, omend en smule mindre end importen.

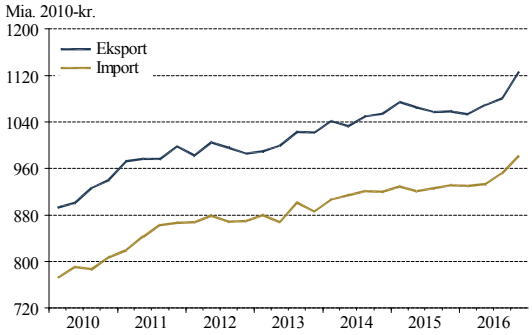
Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster var 8 pct. af BNP i 2016. Opsparingen udgjorde 28 pct. af BNP, mens investeringerne udgjorde 20 pct. af BNP. Det ventes i prognosen, at opsparingen frem mod 2025 vil forblive på et højt niveau omkring 28 pct. på trods af relativ høj vækst i det private forbrug. Det skyldes blandt andet, at der stadig opbygges pensionsopsparing. Betalingsbalanceoverskuddet ventes dog gradvist at blive reduceret til knap 4½ pct. af BNP i 2025 som følge af stigende vækst i investeringerne.

6.1 Udenrigshandel

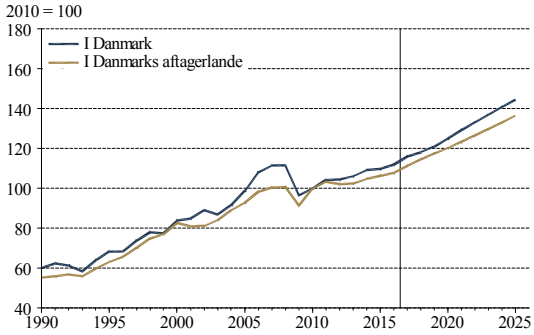
I 4. kvartal 2016 steg eksporten hhv. importen med 4,3 pct. hhv. 3,2 pct. (k/k), jf. figur 6.1, hvilket for eksportens vedkommende var den største kvartalsvise stigning siden 2006. Stigningen var størst for varedelen af udenrigshandlen, men også betydelig for tjenestedelen. Det er lagt til grund for skønnene for udenrigshandlen, at væksten igennem 2017 er meget afdæmpet, og at den voldsomme vækst i 4. kvartal 2016 dermed ikke fortsætter. Selv med lav vækst igennem 2017 vil årsvækstraterne i både eksporten og importen dog være forholdsvis høje.

Prognosen indebærer en relativ høj vækst i investeringerne og det private forbrug, hvorfor importen ventes at stige. Dette medfører en stigende vareimportkvote i prognoseperioden, jf. figur 6.2. Denne stigende vareimportkvote er en fortsættelse af den historiske tendens i både Danmark og Danmarks aftagerlande, hvor øget samhandel med verden giver større importkvoter. Trods risiko for en stigning i protektionistiske tiltag, jf. afsnit 2, ventes samhandlen fortsat at øges de kommende år. Dette indebærer, at vareimportkvoten ventes at være knap 40 pct. større i 2025 i forhold til 2010.

Figur 6.1 Eksport og import



Figur 6.2 Vareimportkvote



Anm: Vareimportkvoten angiver importen af ikke-energivarer delt med BNP i faste priser. Danmarks aftagerlande er et vægtet gennemsnit af 14 aftagerlandes vareimportkvote. Seneste observation for eksport og import er 4. kvartal 2016.

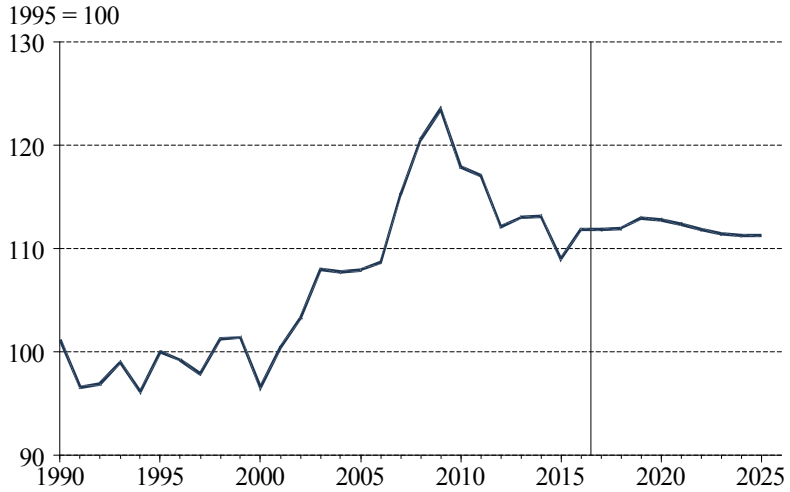
Kilde: OECD, *Economic Outlook 100*, Danmarks Statistik, Statistikbanken, ADAM's databank og egne beregninger.

Væksten i eksporten ventes ligeledes at tiltage de kommende år for derefter at være omtrent konstant. Således vil den gennemsnitlige vækst i perioden 2017-25 være knap 5¼ pct. for importen og godt 4¼ pct. for eksporten.

På mellemlang sigt er BNP bestemt fra udbudssiden, det offentlige forbrug er fremskrevet baseret på aftalte udgiftslofter og demografisk udvikling, det private forbrug afhænger af indkomst og formue, og investeringerne afhænger af den forudsatte udvikling i kapitalapparatet. Således er nettoeksporten så at sige residualbestemt. Normalt ville man sige, at nettoeksporten blev bestemt af konkurrenceevnen. Da nettoeksporten her bestemmes, så BNP-identiteten holder, vil konkurrenceevnen tilpasse sig, så ligningerne holder. Da det udenlandske løn- og prisniveau er givet, da vil ændret konkurrenceevne slå ud i ændret dansk prisniveau.

Den danske lønkonkurrenceevne, målt ved de relative enhedslønomkostninger, blev forværret en smule i 2016. Det skyldes primært, at væksten i produktiviteten var negativ, jf. figur 7.3. Det forventes, at konkurrenceevnen stabiliserer sig på det nuværende niveau, og dermed er omtrent uændret i prognoseperioden, jf. figur 6.3.

Figur 6.3 Relative enhedslønomkostninger

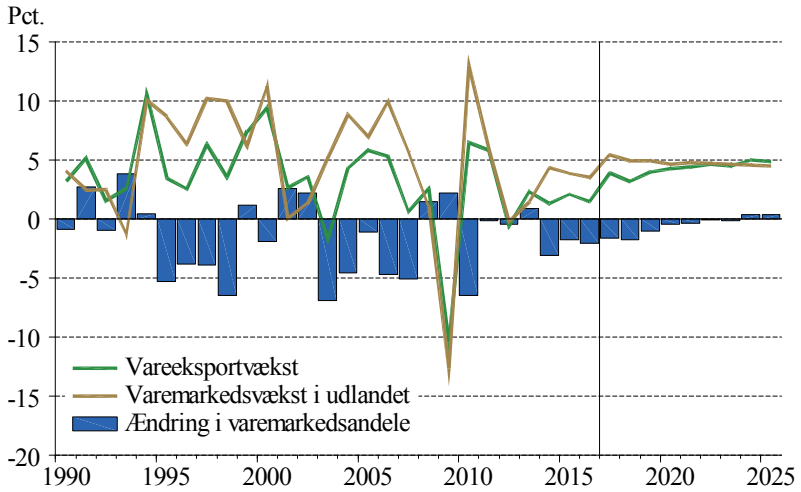


Anm: De relative enhedslønomkostninger i er dannet ud fra timelønnen i industrien samt mandeproduktiviteten i hele økonomien. Udlandet inkluderer ti konkurrentlande, der sammenvejes med Nationalbankens dobbeltvejede kronekursvægte.

Kilde: Macrobond, OECD, *Economic Outlook 100*, DA's Internationale Lønstatistik, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Dette medfører, at danske virksomheder i prognosen kun i de første fremskrivningsår taber markedsandele, jf. figur 6.4. Dette moderate tab er en fortsættelse af den historiske tendens, som primært skyldes, at flere lande deltager i verdenshandlen. På mellemlang sigt ventes de danske virksomheder at opretholde deres markedsandel i forhold til 14 aftagerlandes vareimport.

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: OECD, *Economic Outlook 100*, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

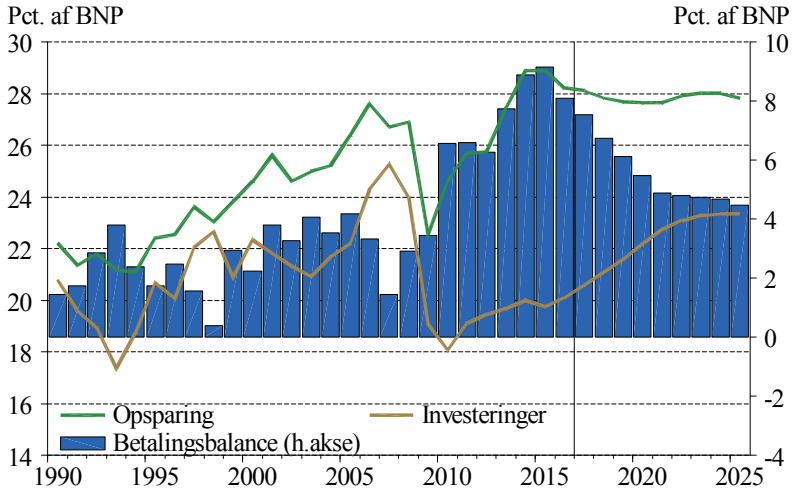
6.2 Betalingsbalancen

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

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er definitorisk lig den indenlandske opsparing fratrukket de indenlandske investeringer. Det store overskud i 2016 skyldes, at opsparingen udgør 28 pct. af BNP, hvor investeringerne kun udgør 20 pct. af BNP.

I fremskrivningen er opsparingen relativt stabil på omkring 28 pct. af BNP frem mod 2025. Investeringerne antages at stige som andel af BNP frem mod 2025, men fra et meget lavere niveau end opsparingen. At der fortsat er et betydeligt overskud på betalingsbalancens løbende poster i 2025, skyldes således særligt opsparingen, der ligger historisk højt som andel af BNP.

Figur 6.5 Betalingsbalance

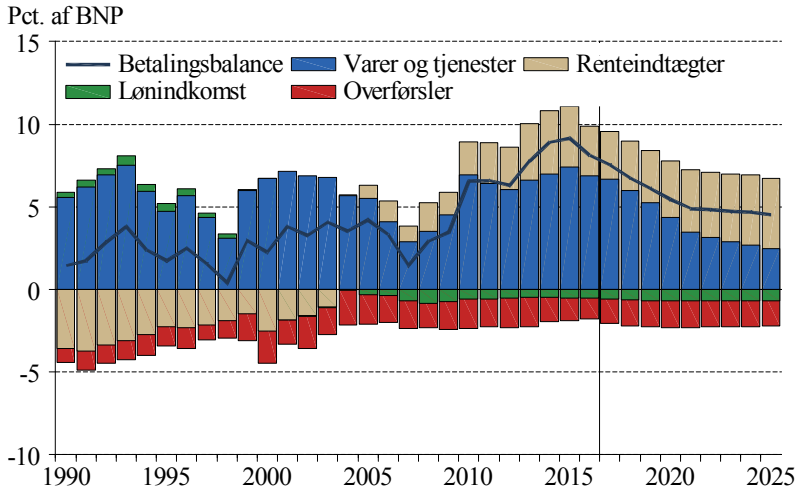


Anm: Figuren viser betalingsbalancens løbende poster.

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, jf. figur 6.6.

Figur 6.6 Betalingsbalancen, dekomponeret

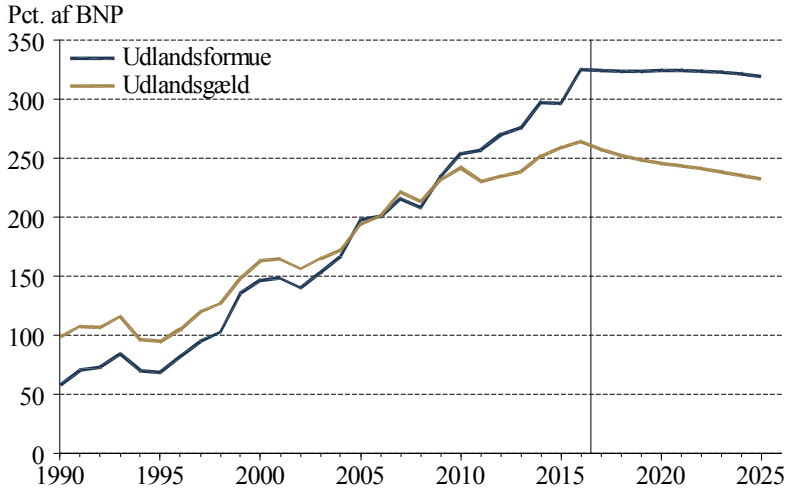


Anm: Figuren viser betalingsbalancens løbende poster fordelt på underkomponenter. Alle komponenter er angivet som nettostørrelser.

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

Siden 2005 har nettorenteindtægterne også bidraget positivt til overskuddet. I fremskrivningen udgør overskuddet på vare- og tjenestebalancen en stadigt mindre andel af overskuddet på betalingsbalancen. Denne udvikling skyldes primært nettorenteindtægterne fra udlandet, der udgør en større og større andel af BNP. 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 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.

Figur 6.7 Formuer



Anm: Figuren viser hhv. den finansielle bruttoformue og bruttogæld i udlandet i pct. af BNP.

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. Den gennemsnitlige strukturelle vækst frem mod 2025 ventes at blive ca. 2 pct. årligt, hvilket er højt i en historisk sammenhæng.

Beskæftigelsen ventes at stige med ca. 165.000 personer frem mod 2025. Beskæftigelsesstigningen skønnes primært at stamme fra en udvidelse af arbejdsstyrken som følge af arbejdsmarkedsreformer. Den strukturelle beskæftigelse er nedjusteret med knap 12.500 personer i 2015 primært som følge af en reduktion i den strukturelle arbejdsstyrke, mens en ny metode til beregning af den strukturelle ledighed kun har begrænset betydning for skønnet for den strukturelle ledighed og beskæftigelse. Presset på arbejdsmarkedet er tiltaget siden 2014, men der er fortsat ikke tegn på overophedning på linje med situationen i 2008.

7.1 Produktion

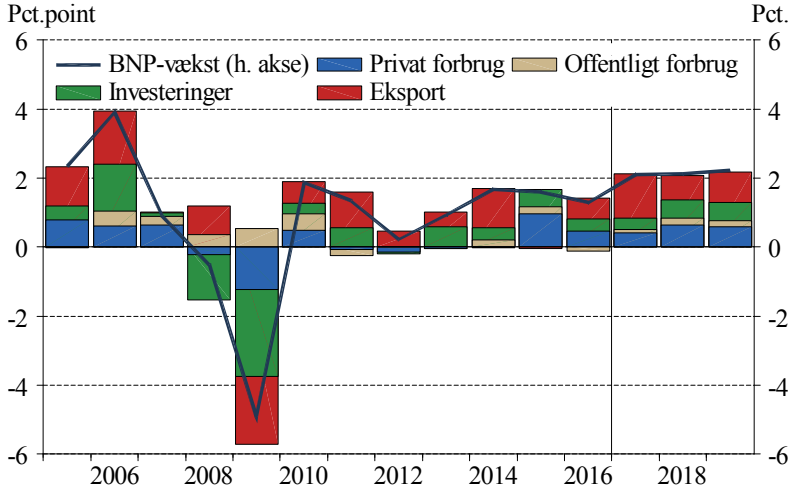
BNP steg med 1,3 pct. i 2016, hvilket dækker over gennemsnitlige kvartalsvise vækstrater på ca. 0,5 pct. gennem hele 2016. Denne vækst ventes at fortsætte gennem 2017-19, hvor der skønnes årlige vækstrater på godt 2 pct. BNP-indikatoren for 1. kvartal 2017[3] viser lidt mindre vækst end skønnet, men indikatoren er stadig ny og har de første to gange skudt under den senere offentliggjorte BNP-vækst.

Væksten de kommende år ventes at være bredt funderet i den private sektor og udlandet, jf. figur 7.1. I 2017 ventes det særligt at være eksporten, der trækker væksten, mens både det private forbrug og investeringerne trækker mere i årene efter. Det offentlige forbrug ventes kun at have begrænset indflydelse på BNP-væksten de kommende år.

Konjunktursituationen i dansk økonomi vurderes til at være omtrent neutral i 2017. Output gap skønnes til ca. -½ pct. af BNP i 2017, og det afspejler hovedsageligt, at produktiviteten og arbejdstiden vurderes en smule under de strukturelle niveauer, jf. figur 7.2. De kommende år ventes væksten i faktisk BNP således at være en smule højere end den strukturelle vækst, hvormed output gap forventes at lukke helt indenfor to-tre år.

[3] Offentliggjort 15. maj 2017.

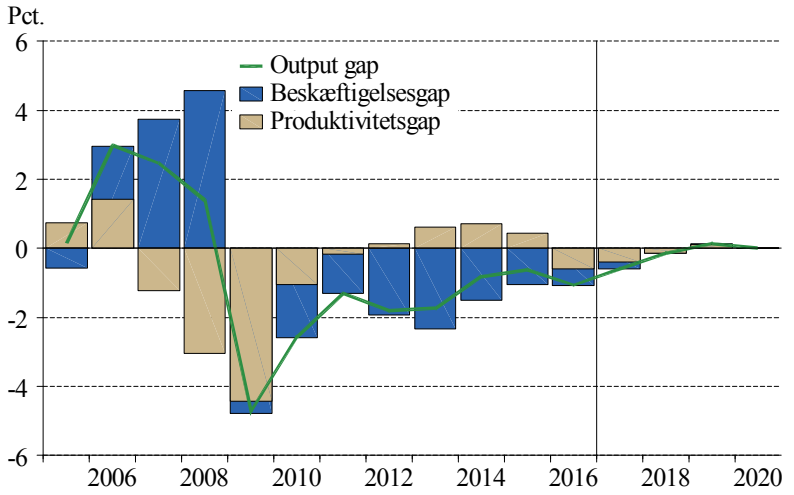
Figur 7.1 Importrensede vækstbidrag



Anm: Figuren viser vækstbidrag til BNP fra de importrensede efterspørgselskomponenter. Søjlerne summerer kun approximativt til BNP-væksten, da prisudviklingen i importindholdet i de enkelte komponenter i beregningen er approximeret med prisudviklingen i den pågældende efterspørgselskomponent.

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

Figur 7.2 Output gap



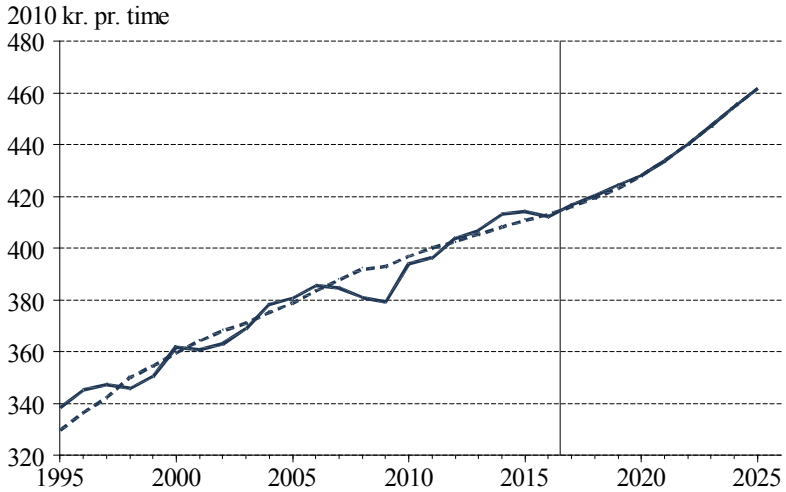
Anm: Output gap (procentvis afvigelse mellem faktisk og strukturelt BNP) er omtrent lig med summen af det i figuren viste beskæftigelsesgap i personer for hele økonomien og mandeproduktivitetsgap i de private byerhverv.

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

Når output gap er lukket, forudsættes BNP at vokse i takt med strukturelt BNP med en gennemsnitlig vækst på godt 2 pct. om året. Til sammenligning venter Finansministeriet, at væksten i samme periode kun er knap 1½ pct., jf. tabel 9.15. Forskellen skyldes primært forskellige antagelser om den strukturelle timeproduktivitetsvækst. Den strukturelle vækst i nærværende prognose i fremskrivningsperioden er forholdsvis høj i en historisk sammenhæng. Væksten kommer dels fra den strukturelle timebeskæftigelse og dels fra den strukturelle timeproduktivitet. Den strukturelle timebeskæftigelse ventes i gennemsnit at stige med knap ¾ pct. om året i perioden 2017-25. Dette er i høj grad et resultat af de seneste års arbejdsmarkedsreformer, herunder særligt Tilbagetrækningsaftalen. Reformerne ventes at udvide den strukturelle arbejdsstyrke og dermed den strukturelle beskæftigelse.

Ligeledes ventes den strukturelle timeproduktivitet at stige i fremskrivningsperioden, jf. figur 7.3. Her ventes stigningen i gennemsnit fra 2017-25 at være ca. 1¼ pct. om året. Det er særligt den strukturelle timeproduktivitet i de private byerhverv, der trækker denne stigning. Den relativt høje vækst i timeproduktiviteten de kommende år afspejler blandt andet forudsætningen om høje investeringer, som gradvist øger virksomhedernes kapitalapparat og dermed arbejdskraftens produktivitet.

Figur 7.3 Timeproduktivitet



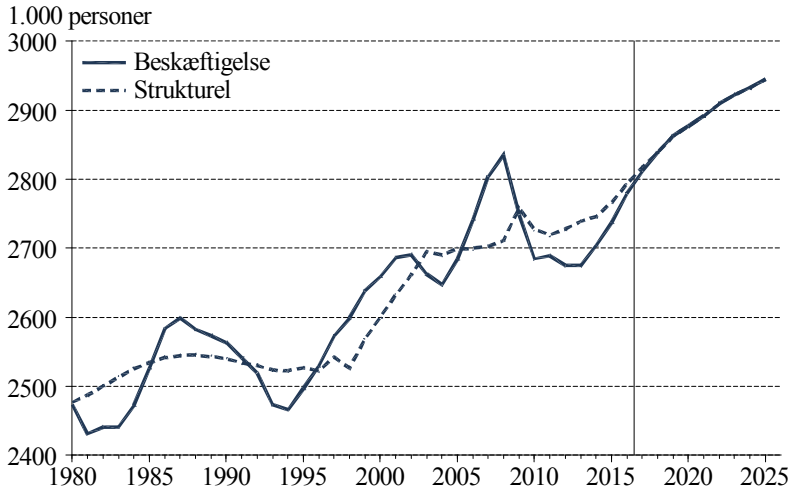
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

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 samt 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.

Det såkaldte beskæftigelsesgap er næsten lukket i 2017, hvor det vurderes at være på ca. 5.000 personer. De kommende år ventes væksten dermed næsten udelukkende at afspejle stigninger i den strukturelle beskæftigelse, hvilket medfører aftagende vækstrater i beskæftigelsen, jf. figur 7.4. I 2017 og 2018 er forventningen, at hhv. yderligere 33.000 og 27.000 personer vil blive beskæftigede. Forventningen, om at væksten i beskæftigelsen de kommende år bliver lavere, understøttes af tallene for beskæftigelse for lønmodtagere. Den gennemsnitlige månedlige stigning i 2016 var knap 3.800 personer, mens den i de første to måneder af 2017 var knap 1.600 personer.

Figur 7.4 Beskæftigelse

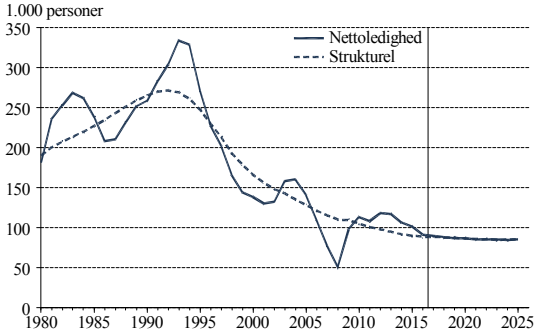


Anm: Den stiplede linje angiver det skønnede strukturelle niveau for den samlede beskæftigelse. Den strukturelle beskæftigelse er bestemt som forskellen mellem den strukturelle arbejdsstyrke og den strukturelle ledighed.

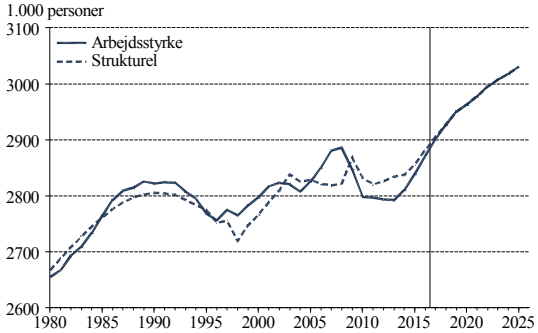
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Beskæftigelsesgap er lig arbejdsstyrkegap minus ledighedsgap. Nettoledigheden har været omtrent uændret det seneste år, jf. figur 7.5. Ledighedsgap ventes omtrent at være lukket i 2017, mens arbejdsstyrkegap forventes at udgøre ca. 4.000 personer, jf. figur 7.6.

Figur 7.5 Nettoledighed



Figur 7.6 Arbejdsstyrke



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

Bruttoledigheden er steget siden midten af 2016. Dette skyldes primært 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 i DØR's definition af arbejdsstyrken, der består af beskæftigede samt nettoledige.

Frem mod 2025 ventes den strukturelle ledighed at falde med knap 8.000 personer som følge af en række politiske tiltag, som allerede er besluttet, men først får virkning de kommende år. Det skyldes hævningen af beskæftigelsesfradraget i perioden frem til 2022, samt at satsreguleringen frem mod 2023 reguleres mindre end lønningerne. Det forudsættes beregningsteknisk, at den faktiske ledighed vil følge den strukturelle ledighed, efter ledighedsgap er lukket.

Der er til denne prognose ændret i beregningen af den strukturelle ledighed, jf. boks 7.1. Metodeændringen har begrænset betydning for vurderingen af det strukturelle ledighedsniveau.

Boks 7.1 Ændret beregning af strukturel ledighed

Beregningen af den strukturelle ledighed er ændret i forhold til tidligere. Ændringerne er af beregningsteknisk karakter og har ikke nævneværdige konsekvenser for niveauet for den strukturelle ledighed.

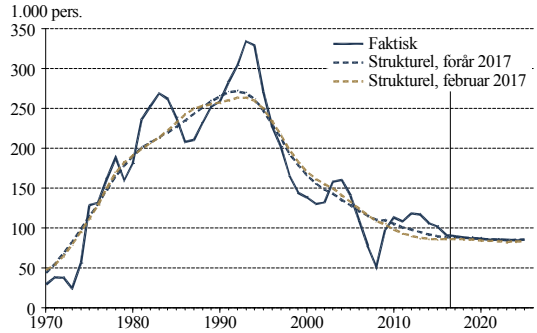
Beregningen af strukturel ledighed går grundlæggende ud på at rense den faktiske ledighed for konjunkturudsving. Til dette anvendes information fra løn- og prisudviklingen og sammenspillet mellem disse og ledighedsgap – den såkaldte løn-Phillips kurve. Intuitionen bag løn-Phillips kurven er, at der på kort sigt kan eksistere et trade-off mellem reallønsstigninger og ledighed, f.eks. kan ledigheden være under det strukturelle niveau, hvilket medfører højere reallønsstigninger. På lang sigt vil et sådant trade-off ikke være muligt, fordi ledighed, der ligger varigt under det strukturelle niveau, vil medføre eksplosive lønsstigninger. Det strukturelle ledighedsniveau er dermed den ledighed, der på lang sigt medfører en stabil reallønsvækst.

Der er ændret følgende to forudsætninger i beregningen af strukturel ledighed:

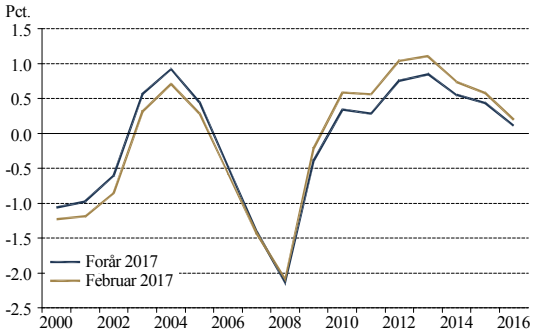
1) Beregningen tager udgangspunkt i en tilstandsmodel, hvor den strukturelle ledighed bestemmes igennem et Kalman filter. Den strukturelle ledighed er en uobserverbar størrelse, som igennem modellen estimeres med information fra løn-Phillips kurven. Tidligere blev beregningen foretaget med et udvidet HP-filter
2) Specifikationen af løn-Phillips kurven er ændret. Det sikres nu, at den langsigtede lønstigning er lig med summen af produktivitets- og prisstigninger. Ydermere antages det, at lønvæksten på kort sigt både påvirkes af den faktiske og forventede inflation

Ændringerne betyder, at den strukturelle ledighed er opjusteret med ca. 2.200 personer i 2016, jf. figur A. Dette er en konsekvens af, at den ændrede metode til beregning af den strukturelle ledighedsprocent medfører en opjustering af denne med knap 0,1 pct.point i 2016. Samtidig er den strukturelle arbejdsstyrke nedjusteret med ca. 7.300 personer, hvilket isoleret set trækker knap 250 personer ud af den strukturelle ledighed. Det aktuelle ledighedsgap i 2016 vurderes på baggrund af den ændrede metode at have været på ca. 3.000 personer, jf. figur B.

Figur A Faktisk og strukturel ledighed



Figur B Ledighedsgap



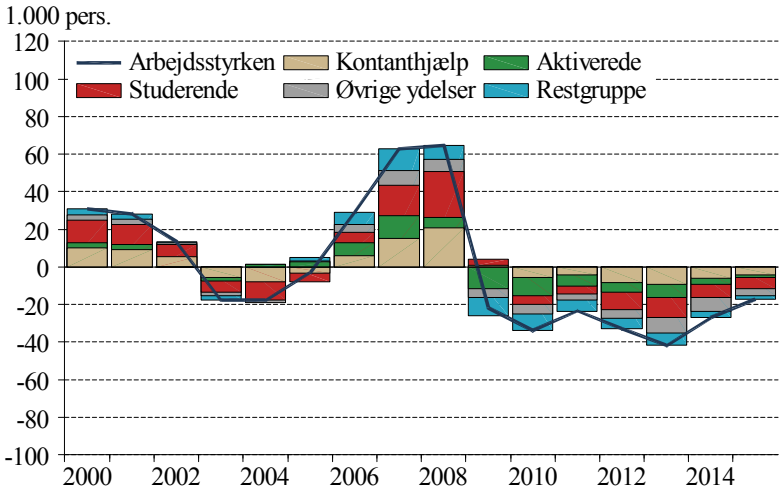
Anm: I venstre figur angiver de stiplede linjer den skønnede strukturelle ledighed fra hhv. *Dansk Økonomi, forår 2017* og *Konjunkturvurdering og offentlige finanser, februar 2017*.

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

Den strukturelle arbejdsstyrke vurderes at være steget siden 2011 og ventes fortsat at stige frem mod 2025. Stigningen skyldes de seneste års arbejdsmarkedsreformer. Reformerne vurderes tilsammen at løfte den strukturelle arbejdsstyrke med ca. 150.000 personer fra 2016 til 2025.

Den strukturelle arbejdsstyrke er ændret historisk i forhold til *Konjunkturvurdering og offentlige finanser, februar 2017*, jf. boks 7.2. I 2015, som er det seneste år i estimationen af strukturel arbejdsstyrke, er vurderingen, at arbejdsstyrkegap er ca. -17.000 personer, jf. figur 7.7. Dette indebærer en nedjustering på godt 8.500 personer i forhold til februarprognosen, hvor arbejdsstyrkegap blev vurderet til knap -26.000 personer.

Figur 7.7 Arbejdsstyrkegap



Anm: Et negativt tal angiver, at der er flere personer i den pågældende kategori uden for arbejdsstyrken end i en normal konjunktursituation.

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

Den strukturelle arbejdsstyrke er opdateret i prognoseperioden, da der er kommet ny socioøkonomisk fremskrivning fra DREAM. Den nye fremskrivning indebærer, at befolkningen er sænket med knap 10.000 personer i 2025. Heraf er det knap 5.000 færre folkepensionister og godt 5.000 færre i arbejdsstyrken samt en række småjusteringer på de øvrige befolkningsgrupper.

Boks 7.2 Ændret strukturel arbejdsstyrke frem til 2015

Metoden til at konjunkturrense den faktiske arbejdsstyrke afhænger primært af to datakilder. Den ene er DØR's aktuelle vurdering af ledighedsgap. Den anden er ADAM's befolkningsregnskab, UADAM, fordelt på 1-års alderstrin, der afhænger af RAS-data, jf. notatet *Beregning af strukturel arbejdsstyrke*, som findes på De Økonomiske Råds hjemmeside. Beregningen foretages for perioden 1996-2015.

Ledighedsgap er mindsket med knap 4.000 personer i 2015 i forhold til vurderingen i *Konjunkturvurdering og offentlige finanser, februar 2017*. Nedjusteringen skal ses i sammenhæng med, at en ændret beregning af strukturel ledighed, jf. boks 7.1, medfører en vurdering af, at konjunktursituationen er tættere på sit normale niveau. Dette vil isoleret set bidrage til, at arbejdsstyrkegap mindskes.

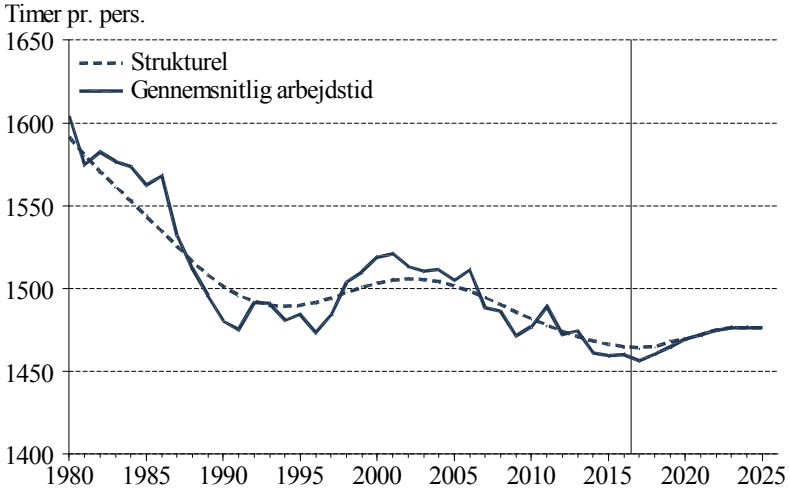
Ligeledes har Danmarks Statistik offentliggjort registerbaseret data for 2015, som derfor er inkluderet i estimationsperioden for beregningen af strukturel arbejdsstyrke. Dette bidrager til en yderligere mindskelse af arbejdsstyrkegap. Samlet set har disse to forhold medført en nedjustering af den strukturelle arbejdsstyrke på godt 8.500 personer i 2015.

Ændringen i den strukturelle ledighed og den strukturelle arbejdsstyrke medfører samlet, at den strukturelle beskæftigelse er sænket med ca. 12.500 personer i 2015.

Aktuelt vurderes det, at der er et negativt gap i den årlige gennemsnitlige arbejdstid. Omvendt vurderes den strukturelle arbejdstid ikke at være faldet ret meget de seneste år. Den faktiske gennemsnitlige arbejdstid er reduceret de seneste år, hvilket skal ses i lyset af, at en relativt stor del af de seneste års beskæftigelsesstigning har været udgjort af et stigende antal deltidsbeskæftigede. Mens antallet af lønmodtagere fra 3. kvartal 2012 til 4. kvartal 2016 steg med knap 130.000 personer, steg antallet af fuldtidsbeskæftigede lønmodtagere kun med ca. 95.000 personer.

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 grundet en højere andel af ældre, der har højere arbejdstid end gennemsnittet.

Figur 7.8 Gennemsnitlig arbejdstid

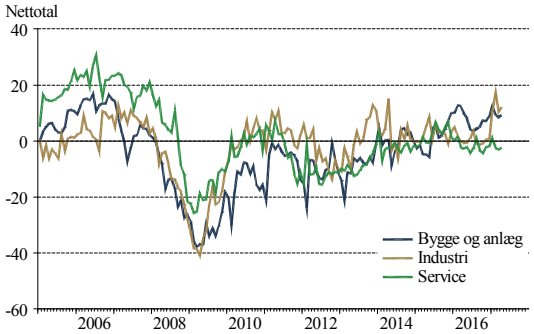


Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

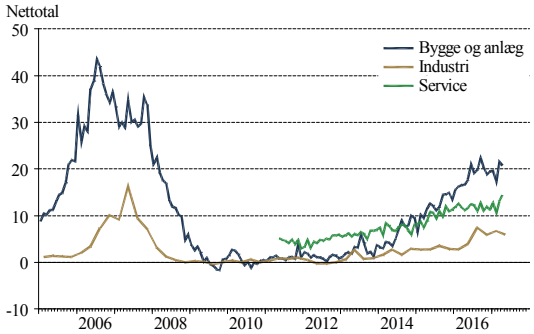
7.3 Pres på arbejdsmarkedet

Efterhånden, som økonomien nærmer sig en neutral konjunktursituation, ventes presset på arbejdsmarkedet at stige. Beskæftigelsen ligger aktuelt tæt på det strukturelle niveau, og beskæftigelsesforventningerne, særligt i industrien, er stigende, jf. figur 7.9. Ligeledes ligger arbejdskraftmanglen på niveau med 2006, jf. figur 7.10, men manglen har dog været nogenlunde stabil gennem 2016 og starten af 2017.

Figur 7.9 Beskæftigelsesforventninger



Figur 7.10 Arbejdskraftmangel



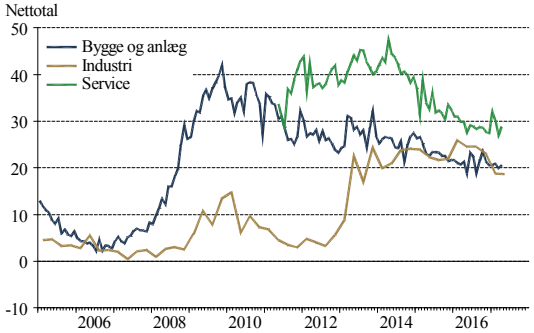
Anm: Beskæftigelsesforventningerne og arbejdskraftmangel er fra erhvervenes konjunkturbarometer. Nettotal er forskellen imellem procentandelene af virksomheder, der angiver positiv og negativ udvikling. Seneste observation er april 2017 for bygge- og anlæg samt service, mens den er 2. kvartal 2017 for industrien.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

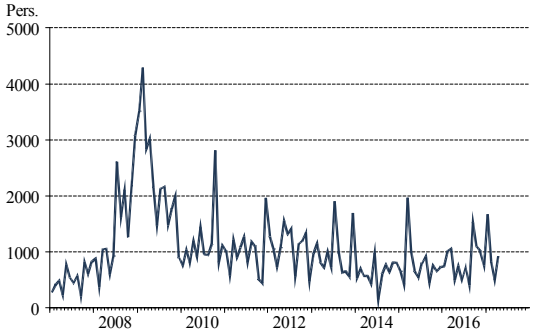
Det er her værd at nævne, at der i byggeriet er en lige så stor andel, der angiver mangel på efterspørgsel som produktionsbegrænsning som mangel på arbejdskraft, jf. figur

7.11. I industrien og servicebrancen er andelen af virksomheder, der angiver manglende efterspørgsel som produktionsbegrænsning, større end dem, der angiver mangel på arbejdskraft. Dette trækker i retning af, at presset på arbejdsmarkedet ikke er så voldsomt på nuværende tidspunkt.

Figur 7.11 Mangel på efterspørgsel



Figur 7.12 Fyringsvarsler

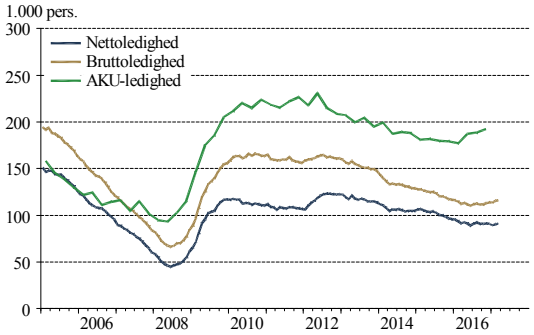


Anm: Magenl på efterspørgsel er fra erhvervenes konjunkturbarometer. Nettotal er forskellen imellem procentandelene af virksomheder, der angiver positiv og negativ udvikling. Seneste observation er april 2017 for bygge- og anlæg samt service og fyringsvarsler, mens den er 2. kvartal 2017 for industrien.

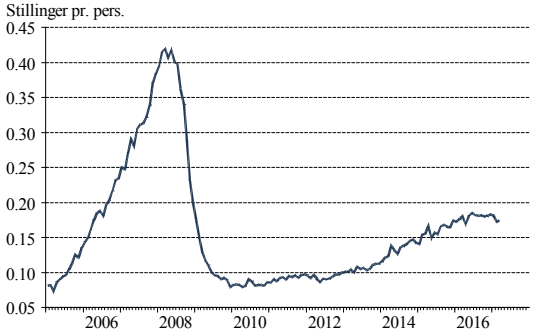
Kilde: Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering, www.jobindsats.dk, Danmarks Statistik, Statistikbanken.

En række indikatorer peger i retning af, at presset på arbejdsmarkedet ikke er uholdbart. Antallet af fyringsvarsler er steget i 2017, jf. figur 7.12. Samtidig er både brutto- og nettoledighed steget i februar og marts 2017, jf. figur 7.13. Ligeledes har antallet af opslåede stillinger pr. ledig ligget på omtrent samme niveau gennem 2016 og starten af 2017, jf. figur 7.14. Når man tager med, at lønstigningerne har været moderate, og at det forventes, at den strukturelle arbejdsstyrke udvides markant de kommende år som følge af arbejdsmarkedsreformer, så vurderes det samlet, at der ikke er tegn på overophedning.

Figur 7.13 Ledighed



Figur 7.14 Opslåede stillinger på Jobindex pr. bruttoledig



Anm: Seneste observation er marts 2017 for netto- og bruttoledighed samt opslåede stillinger og 4. kvartal 2016 for AKU-ledigheden.

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

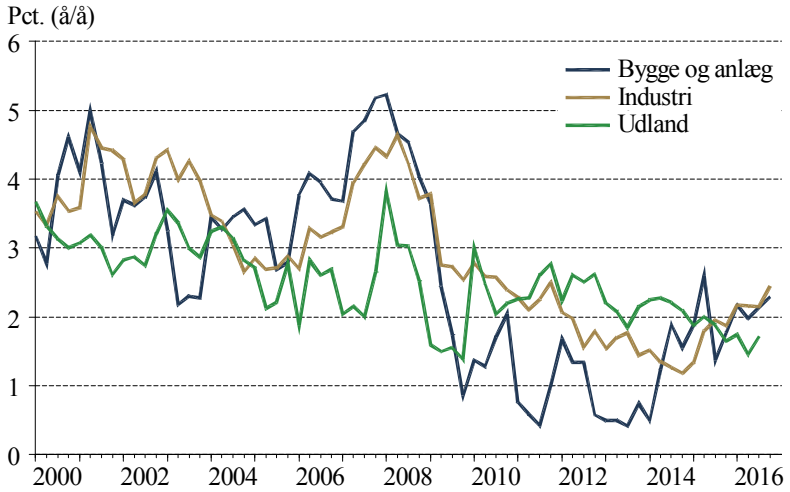
8 Løn og priser

Hovedbudskaber:
Lønningerne i industrien ventes de kommende år at stige op mod 3 pct. Inflationen, målt ved den private forbrugsdeflator, ventes på kort sigt at holde sig under 1½ pct. Samlet ventes dette at medføre en reallønsvækst på godt 1½ pct. Da produktiviteten ventes at vokse i samme omfang, skønnes det, at der ikke er udsigt til overophedning grundet uholdbare lønstigninger. På mellemlang sigt ventes reallønnen også at vokse med godt 1½ pct. Dette skyldes en antagelse om relative høje vækstrater i timeproduktiviteten, samt at de seneste års produktivitetsstigninger ikke er slået igennem på reallønnen.

8.1 Løn og priser

I både bygge- og anlægssektoren og industrien er de nominelle lønninger steget de seneste år, men lønvæksten er stadig relativ lav set i forhold til de seneste 15 år jf. figur 8.1.

Figur 8.1 Lønstigningstakster



Anm: Udlandet dækker over et vægtet gennemsnit af lønstigningstakterne i fremstillingssektoren i Danmarks 10 vigtigste samhandelslande. Seneste observation for bygge og anlæg og industri er 4. kvartal 2016, mens det er 3. kvartal for udlandet.

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

Der er i starten af februar 2017 indgået nye overenskomster på industriens område. Aftalens hovedpunkter fremgår af boks 8.1.

Boks 8.1 Industriens overenskomst

I starten af februar 2017 blev der indgået en aftale mellem arbejdsmarkedets parter om overenskomsten på industriens område. Efterfølgende har lønmodtagerorganisationerne tiltrådt aftalen efter afstemning blandt medlemmerne. Nedenfor er angivet de vigtigste punkter, som kan have betydning for løndannelsen.

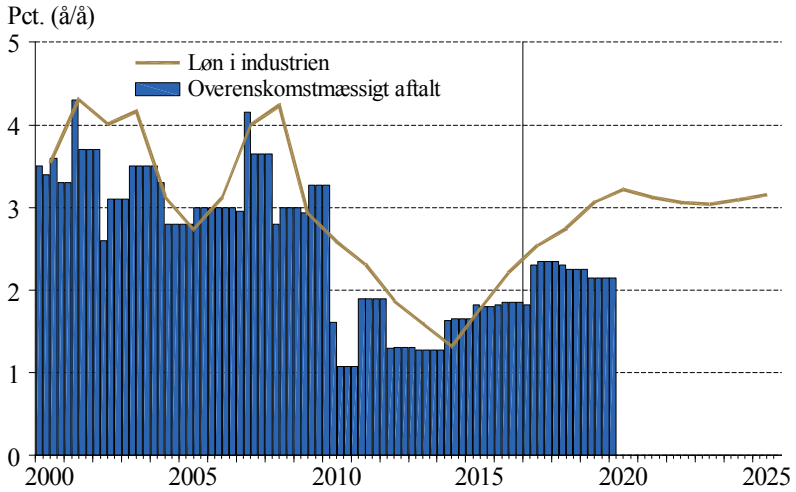
- Mindstelønnen stiger med 2 kr. årligt
- Normallønnen stiger med 2,5 kr. årligt
- Fritvalgs Lønkontoen hæves fra 2 pct. til 4 pct. fra 2. kvartal 2017. Beløbene, der indsættes på Fritvalgs Lønkontoen, kan enten udbetales som løn, indbetales til pension eller bruges til køb af fridage for personer med børn under 14 år og personer med højst 5 år til pensionsalderen
- Ret til op til 32 seniorfridage om året. Ligesom man kan bruge pengene på Fritvalgs Lønkontoen til at holde fri, har man ved samme alder lov til at stoppe de obligatoriske pensionsindbetalinger og i stedet holde fri for pengene
- Fuld løn under forældreorlov. Tidligere har der været et loft på 145 kr. i timen. Der kan afholdes forældreorlov i samlet 13 uger, fordelt med 5 uger til hver forælder, og 3 uger, der kan afholdes af den ene eller den anden
- Ret til at kræve systematisk overarbejde, givet gennemsnitlig 37 timers arbejdsuge over et år. Dermed får arbejdsgiverne ret til at varsle op til 5 timers overarbejde om ugen. Overarbejdet skal dog afspadseres, således at man på et år fortsat i gennemsnit har en 37 timers arbejdsuge

Derudover blev der afsat flere penge til uddannelse, og der blev bedre muligheder for børnefamilier for at kunne holde omsorgsdage og barns sygedage.

Det dyreste element i aftalen er den øgede indbetaling til Fritvalgs Lønkontoen, der hæves med 2 pct. for alle lønmodtagere. De øvrige tiltag gælder kun for visse lønmodtagere, er betalt af lønmodtagerne selv eller er noget lavere end en omkostning på 2 pct. af lønnen. Da ca. 20 pct. af LO/DA-området har overenskomster uden lønsatser, skal reelle lønforbedringer, udover de 2 pct. på Fritvalgs Lønkontoen, her forhandles hjem decentralt. Ydermere er der også lokale lønforhandlinger for både mindste- og normallønsområdet, og dette forudsættes at medføre højere lønstigninger end aftalt.

Denne prognose bygger på, at lønningerne i industrien stiger mere i perioden 2017-19, end den aftalte stigning i overenskomsten, jf. figur 8.2. Dette skyldes en forventning om, at lønningerne vil stige i takt med, at den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet mindskes. Dertil kommer, at lønkvoten er relativt lav i disse år, og det ventes, at den stiger til det vurderede langsigtede niveau omkring 2020, jf. nedenfor. I perioden 2020-25 forventes den gennemsnitlige lønvækst i industrien at være godt 3 pct.

Figur 8.2 Løn i industrien



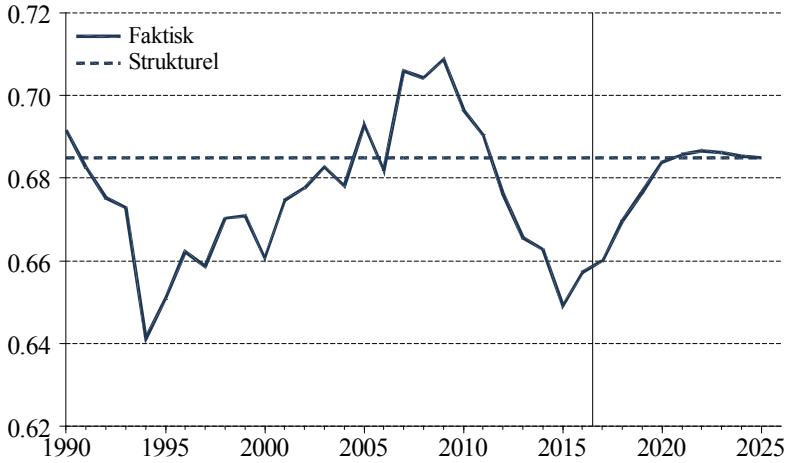
Anm: De blå søjler angiver Økonomi- og Indenrigsministeriets referenceforløb, som viser den forventede lønstigning på baggrund af overenskomsten, herunder gennemslag fra lokale forhandlinger.

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, jf. figur 8.3. Til trods for en stigning i den faktiske lønkvote i 2016 var denne fortsat 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.

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. Igennem 4. kvartal 2016 steg forbrugerprisindekset som følge af en stigning i prisen på varer, hvilket til dels skyldes en betydelig stigning i olieprisen. Denne stigning ventes at slå igennem på deflatoren for det private forbrug i 2017, hvor inflationen ventes at være godt 1 pct. Inflationen vurderes at stige yderligere i 2018 i takt med, at væksten i lønningerne og dermed produktionsomkostningerne stiger. Inflationen ventes at påvirkes negativt af aftalen om PSO-afgiften fra november 2016, hvor PSO-afgiften udfases i perioden 2017-21. Frem mod 2025 ventes en tiltagende inflation til omkring 1¾ pct.

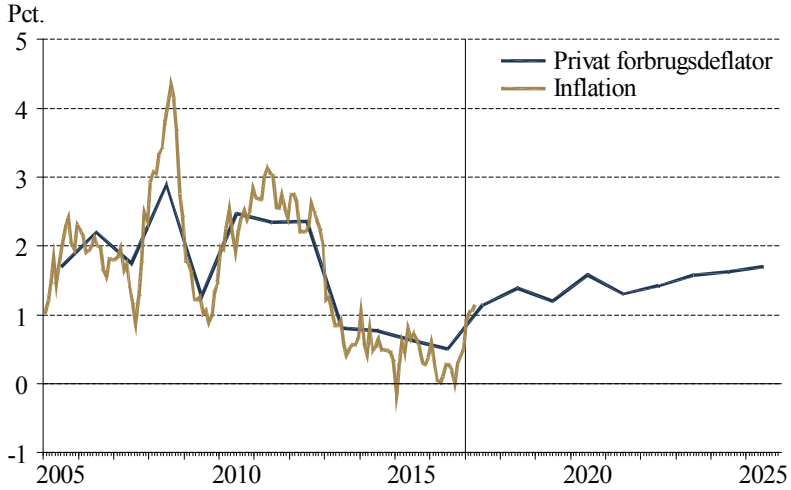
Figur 8.3 Lønkvote i privat sektor og private byerhverv



Anm: Lønkvoten angiver lønsum delt med BVT i de private byerhverv. Det strukturelle niveau er dannet som et historisk gennemsnit.

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

Figur 8.4 Privat forbrugsdeflator



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

9 Tabelbilag

Indholdsfortegnelse

Tabel 2.1 Offentlig gæld og saldo i udvalgte eurolande 10
Tabel 2.2 Forskellige institutioners skøn for væksten i Storbritannien 13
Tabel 3.1 Hovedtræk af renteprognosen 20
Tabel 9.1 Skøn for dansk økonomi, februar 2017 hhv. forår 2017 58
Tabel 9.2 Hovedtræk af international konjunkturvurdering 59
Tabel 9.3 BNP-vækst i Danmarks aftagerlande 60
Tabel 9.4 Skøn for international økonomi, februar 2017 hhv. forår 2017 60
Tabel 9.5 Langsigtet disponibel indkomst i SMEC 61
Tabel 9.6 Kortsigtet disponibel indkomst i SMEC 61
Tabel 9.7 Løn- og restindkomst 62
Tabel 9.8 Lønkonkurrenceevne 63
Tabel 9.9 Eksport og import opdelt på underkomponenter, priser 64
Tabel 9.10 Eksport og import opdelt på underkomponenter, mængder 64
Tabel 9.11 Betalingsbalancens løbende poster og udlandsgæld 64
Tabel 9.12 Hovedposter på forsyningsbalancen 65
Tabel 9.13 Hovedposter på forsyningsbalancen, vækstbidrag 65
Tabel 9.14 Vækstbidrag til BNP 66
Tabel 9.15 Sammenligning med Finansministeriet 66
Tabel 9.16 Befolkningsregnskab 67

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

	Februar 2017					Forår 2017				
	2016	2017	2018	2019	2025[a)]	2016	2017	2018	2019	2025[a)]
	Mængdestigning i pct.									
Privat forbrug	1,8	1,9	2,4	2,6	2,5	1,9	2,2	2,4	2,4	2,6
Offentligt forbrug	0,4	0,7	1,2	0,6	1,1	-0,1	0,8	1,0	1,0	1,1
Offentlige investeringer	0,8	0,9	1,5	0,9	1,9	2,2	-0,4	-2,7	1,6	2,2
Boliginvesteringer	10,8	1,4	3,1	3,7	2,2	11,0	2,9	2,9	3,7	2,2
Erhvervsinvesteringer	2,2	4,2	4,4	4,3	2,1	4,1	5,9	5,2	5,6	4,6
Lagerændringer	-0,4	0,3	0,3	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,3	0,1	0,0
Indl. efterspørgsel i alt	1,3	2,1	2,6	2,2	2,0	1,6	2,3	2,5	2,6	2,5
Eksport	0,3	2,5	3,5	4,3	4,8	1,7	4,4	3,0	4,1	4,6
Import	1,3	3,4	4,3	4,4	5,2	2,4	5,1	4,0	5,0	5,4
Bruttonationalprodukt	0,8	1,7	2,3	2,3	2,0	1,3	2,1	2,1	2,2	2,1
	Pct.									
Output gap	-1,1	-1,1	-0,6	-0,3	0,0	-1,0	-0,5	-0,1	0,1	0,0
	Ændring i 1.000 pers.									
Arbejdsstyrke	35	31	29	25	13	32	31	26	23	13
Strukturel arbejdsstyrke	24	25	24	23	13	25	25	21	23	13
Privat beskæftigelse	51	32	30	27	7	51	32	25	21	6
Offentlig beskæftigelse	-6	1	2	0	7	-9	0	2	4	8
	1.000 pers.									
Nettoledighed	92	90	87	85	83	92	90	88	87	86
	Pct.									
Forbrugerpriser	0,6	1,7	1,8	1,4	1,6	0,5	1,1	1,4	1,2	1,5
Kontantpris på boliger	3,9	2,7	1,5	1,6	2,6	3,9	2,7	2,5	2,3	2,1
Timelønomkostninger	2,2	2,5	2,7	2,9	3,1	2,2	2,5	2,7	3,1	3,1
Realvækst i aftagerlande	2,1	2,0	2,1	2,4	2,2	2,1	2,2	2,1	2,3	2,1
10-årig obligationsrente	0,3	0,6	1,3	2,0	4,0	0,3	0,7	1,3	1,9	4,0
Timeprod., priv. byerhv.	-1,0	0,4	1,1	1,5	1,7	-0,5	1,5	1,2	1,6	1,9
	Pct. af BNP									
Betalingsbalance	7,9	7,3	6,2	5,8	6,1	8,1	7,5	6,8	6,1	4,5
Offentlig saldo	-0,8	-1,3	-0,8	-0,6	0,7	-0,9	-1,3	-0,2	-0,2	0,4

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	1,6	2,3	2,5	2,8
Euroområdet	1,7	1,7	1,6	1,8
Danmarks aftagerlande	2,1	2,2	2,1	2,3
Inflation				
USA	1,3	2,7	2,4	2,4
Euroområdet	0,2	1,7	1,6	1,7
Lønomkostninger				
USA	2,5	2,5	2,6	2,7
Tyskland	2,2	2,4	2,4	2,5
Danmarks aftagerlande	1,8	2,2	2,6	2,8
Produktivitet				
USA	-0,1	0,7	1,5	2,2
Tyskland	0,1	0,5	0,9	1,7
Danmarks aftagerlande	0,3	0,7	1,0	2,0
Pengepolitiske renter				
USA	0,5	1,1	1,9	2,7
Euroområdet	0,0	0,0	0,3	0,9
Lange renter				
USA	1,8	2,5	3,1	3,7
Tyskland	0,1	0,5	1,0	1,6
	---------- Dollar pr. tønde ----------			
Oliepris, Brent	44	54	59	63
	---------- Euro pr. dollar ----------			
Dollar/euro-kurs	0,90	0,90	0,90	0,90

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 9.8. 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.

Tabel 9.3 BNP-vækst i Danmarks aftagerlande

	Eksport-vægt	2016	Mængdestigning 2017	2018	2019
	Pct.				
Tyskland	23,3	1,8	1,6	1,5	1,5
Sverige	13,3	3,1	2,7	2,4	2,4
USA	14,8	1,6	2,3	2,5	2,8
Norge	9,1	0,7	1,2	1,9	2,2
Storbritannien	6,8	1,8	2,0	1,5	1,5
Frankrig	4,8	1,1	1,4	1,6	2,2
Holland	5,2	2,1	2,1	1,8	2,1
Kina	5,3	6,5	6,6	6,2	6,2
Finland	3,5	1,4	1,3	1,4	2,2
Italien	2,9	1,0	0,8	0,8	1,6
Polen	3,7	2,9	3,4	3,2	3,2
Spanien	2,8	3,2	2,6	2,1	2,1
Belgien	2,2	1,2	1,6	1,5	1,8
Japan	2,3	1,0	1,0	0,6	0,9
Danmark		1,3	2,1	2,1	2,2
Euroområdet	44,7	1,7	1,7	1,6	1,8
Aftagere	100,0	2,1	2,2	2,1	2,3

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 aftager-lande. Væksten i aftagerlandene er sammenvejet med eksportvægte.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Tabel 9.4 Skøn for international økonomi, februar 2017 hhv. forår 2017

Anm: 2019-25* er den gennemsnitlige årlige vækst i det strukturelle niveau.

		Februar 2017					Forår 2017				
Land	Vægt	2017	2018	2019	2019-25	2019-25*	2017	2018	2019	2019-25	2019-25*
Aftagere	100,0	2,0	2,1	2,4	2,2	2,2	2,2	2,1	2,3	2,1	2,1
Euroområdet	44,7	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9
Tyskland	23,3	1,7	1,7	0,8	0,8	1,1	1,6	1,5	1,5	0,6	1,1
Sverige	13,3	2,5	2,2	2,9	2,7	2,7	2,7	2,4	2,4	2,5	2,7
USA	14,8	2,3	3,0	2,6	2,4	2,4	2,3	2,5	2,8	2,3	2,4
Norge	9,1	0,7	1,4	2,9	2,7	2,0	1,2	1,9	2,2	2,5	2,0
Storbritannien	6,8	1,2	1,0	3,6	3,2	2,8	2,0	1,5	1,5	2,6	2,3
Frankrig	4,8	1,3	1,6	3,0	2,7	2,4	1,4	1,6	2,2	2,7	2,4
Holland	5,2	1,8	1,9	2,7	2,5	2,4	2,1	1,8	2,1	2,4	2,4
Finland	3,5	0,9	1,3	3,2	2,8	2,3	1,3	1,4	2,2	2,6	2,3
Kina	5,3	6,4	6,1	5,3	4,5	4,5	6,6	6,2	6,2	4,3	4,5
Italien	2,9	0,6	0,4	2,7	2,5	2,0	0,8	0,8	1,6	2,4	2,0
Polen	3,7	3,2	3,1	2,3	2,1	2,1	3,4	3,2	3,2	1,9	2,1
Spanien	2,8	2,3	2,2	2,1	2,0	1,6	2,6	2,1	2,1	1,9	1,6
Belgien	2,2	1,3	1,5	2,5	2,3	2,2	1,6	1,5	1,7	2,3	2,2
Japan	2,3	1,0	1,0	0,7	0,7	1,1	1,0	0,6	0,9	0,6	1,1

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Tabel 9.5 Langsigtet disponibel indkomst i SMEC

	2016	2017	2018	2019
	---------- Mia. kr. ----------			
Bruttoværditilvækst	1.787	1.849	1.906	1.968
Indkomstoverførsler	353	360	368	377
Øvrige overførsler, netto	1	-8	-11	-12
Bruttoindkomst	2.141	2.202	2.262	2.332
- Bidrag til sociale sikringsordninger	19	19	19	19
- Direkte skatter	594	609	629	647
- Øvrige skatter	30	31	34	35
- Afskrivninger	346	356	366	376
Disponibel indkomst, jf. SMEC (lang sigt)	1.153	1.187	1.215	1.254

a) Direkte skatter dækker over kildeskatter (undtagen skat af nettorenter og -pensioner), husholdningernes vægtafgifter, arbejdsmarkedsbidrag, andre personlige indkomstskatter samt selskabsskatter.

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 skatter og afskrivninger.

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

Tabel 9.6 Kortsigtet disponibel indkomst i SMEC

	2016	2017	2018	2019
	---------- Mia. kr. ----------			
Lønsum inkl. selvstændiges indkomst	1.140	1.178	1.223	1.273
Indkomstoverførsler	353	360	368	377
Renteindtægter, husholdninger	-48	-43	-42	-39
Nettopensionsudbetalinger	-41	-41	-38	-40
Restindkomst, husholdninger	116	120	123	126
Bruttoindkomst	1.520	1.576	1.634	1.696
- Bidrag til sociale sikringsordninger	19	19	19	19
- Direkte skatter	523	540	559	579
- Øvrige skatter	8	8	8	9
Disponibel indkomst, jf. SMEC (kort sigt)	971	1.009	1.048	1.089

a) Direkte skatter dækker over kildeskatter, husholdningernes vægtafgifter, arbejdsmarkedsbidrag og øvrige personlige indkomstskatter.

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

Tabel 9.7 Løn- og restindkomst

	2016	2017	2018	2019
	----------	Mia. kr.	----------	
Bruttoværditilvækst i alt	1.787	1.850	1.906	1.968
Lønsum	1.084	1.121	1.165	1.213
Nettorestindkomst	339	353	354	357
Afskrivninger	346	356	366	376
Anden produktionsskat	18	20	21	23
Bruttoværditilvækst, off. sektor	385	391	403	417
Lønsum	328	333	343	355
Afskrivninger	59	60	61	63
Anden produktionsskat	-2	-2	-1	-1
Bruttoværditilvækst, privat sektor	1.402	1.459	1.503	1.551
Lønsum	757	788	822	858
Nettorestindkomst	339	353	354	357
Afskrivninger	287	296	304	313
Anden produktionsskat	20	21	23	24
	----------	Pct.	----------	
Lønkvote i alt	60,7	60,6	61,1	61,6
Lønkvote, privat sektor	54,0	54,0	54,7	55,3
Udvidet lønkvote, i alt	64,4	64,4	64,9	65,4
Udvidet lønkvote, privat sektor	58,7	58,8	59,5	60,1
Strukturel udvidet lønkvote, privat sektor	59,9	60,0	60,0	60,0

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 9.8 Lønkonkurrenceevne

		2016	2017	2018	2019
Stigning i timelønomkostninger	Vægt				
Tyskland	24,17	2,2	2,4	2,4	2,5
USA	17,22	2,5	2,5	2,6	2,7
Storbritannien	8,91	2,0	2,6	3,6	4,1
Frankrig	8,16	1,3	1,6	1,9	2,1
Sverige	10,42	1,9	2,1	3,0	3,4
Japan	5,89	1,5	1,8	2,0	2,0
Italien	6,50	0,4	1,4	1,7	2,3
Norge	6,50	1,8	2,5	3,4	3,8
Belgien	5,89	0,7	1,5	2,2	2,6
Holland	6,34	1,1	1,8	2,5	3,2
Udlandet i alt		1,8	2,2	2,6	2,8
Stigning i timelønsomkostninger, Danmark		2,2	2,5	2,8	3,1
Ændring i relativ lønudvikling (1)		0,4	0,4	0,2	0,2
Ændring i effektiv kronekurs (2)		1,6	-0,2	0,0	0,0
Ændring i lønkonkurrenceevne (3=1+2)		2,0	0,2	0,2	0,2
Ændring i dansk produktivitet (4)		-0,2	0,9	1,1	1,4
Ændring i udenlandsk produktivitet (5)		0,3	0,7	1,1	2,0
Ændring i relativ produktivitet (6=4+5)		-0,6	0,2	0,1	-0,7
Ændring i relative enhedslønomkostninger (7=3-6)		2,6	0,0	0,2	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 fratrukket ændringen i den effektive kronekurs. En stigning i den relative lønudvikling bidrager til en forbedring 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 9.9 Eksport og import opdelt på underkomponenter, priser

	2016	2017	2018	2019
	---------- Pct. ----------			
Eksport	-3,9	0,3	0,7	0,7
Energi	-8,4	25,7	4,9	7,7
Varer i øvrigt	0,2	-1,0	-0,1	-0,2
Tjenester	-9,9	0,4	1,8	1,7
Import	-4,1	0,2	1,3	1,5
Energi	-12,8	33,1	7,0	7,0
Varer i øvrigt	-2,4	-2,3	0,3	0,5
Tjenester	-5,2	-0,2	1,7	1,9

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

Tabel 9.10 Eksport og import opdelt på underkomponenter, mængder

	2016	2016	2017	2018	2019
	Mia. kr.	---------- Pct. ----------			
Eksport	1.094	1,7	4,4	3,0	4,1
Energi	32	-16,4	-4,3	-7,0	-7,5
Varer i øvrigt	667	2,6	4,3	3,8	4,6
Tjenester	395	2,1	5,2	2,8	4,2
Import	953	2,4	5,1	4,0	5,0
Energi	50	-9,4	0,0	2,8	4,8
Varer i øvrigt	546	3,2	5,9	4,0	4,7
Tjenester	357	3,3	4,6	4,3	5,5

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

Tabel 9.11 Betalingsbalancens løbende poster og udlandsgæld

	2016	2017	2018	2019
	---------- Mia. kr. ----------			
Varebalance	104	97	90	82
Tjenestebalance	38	45	42	38
Formueindkomst, netto	62	62	66	71
Øvrige poster	-36	-44	-49	-52
Løbende poster i alt	167	160	148	139
Udlandsformue, ultimo	1.260	1.420	1.569	1.708
	---------- Pct. af BNP ----------			
Løbende poster i alt	8,1	7,5	6,8	6,1
Udlandsformue, ultimo	61,1	66,8	71,5	75,4

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 9.12 Hovedposter på forsyningsbalancen

	Årets priser	Mængdestigning			
	2016	2016	2017	2018	2019
	Mia. kr.				
Privat forbrug	979	1,9	2,2	2,4	2,4
Offentligt forbrug	526	-0,1	0,8	1,0	1,0
Offentlige investeringer	74	2,2	-0,4	-2,7	1,6
Boliginvesteringer	92	11,0	2,9	2,9	3,7
Erhvervsinvesteringer	247	4,1	5,9	5,2	5,5
Lagerændringer	2	-0,4	0,1	0,3	0,1
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.919	1,6	2,3	2,5	2,6
Vareeksport	699	1,5	3,9	3,2	4,0
heraf industrivarer	667	2,6	4,3	3,8	4,6
Tjenesteeksport	395	2,1	5,2	2,8	4,2
Eksport i alt	1.094	1,7	4,4	3,0	4,1
Samlet efterspørgsel	3.014	1,7	3,0	2,7	3,1
Vareimport	596	1,9	5,4	3,9	4,7
heraf industrivarer	546	3,2	5,9	4,0	4,7
Tjenesteimport	357	3,3	4,6	4,3	5,5
Import i alt	953	2,4	5,1	4,0	5,0
Bruttonationalprodukt	2.061	1,3	2,1	2,1	2,2
Bruttoværditilvækst	1.787	1,0	2,1	2,1	2,2
heraf private byerhverv	1.194	1,9	3,2	2,7	2,9

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

Tabel 9.13 Hovedposter på forsyningsbalancen, vækstbidrag

	Årets priser	Bidrag til vækst i BNP			
	2016	2016	2017	2018	2019
	Mia. kr.				
Privat forbrug	979	0,9	1,0	1,1	1,2
Offentligt forbrug	526	0,0	0,2	0,3	0,3
Offentlige investeringer	74	0,1	0,0	-0,1	0,1
Boliginvesteringer	92	0,4	0,1	0,1	0,2
Erhvervsinvesteringer	247	0,5	0,7	0,6	0,7
Lagerændringer	2	-0,4	0,1	0,3	0,1
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.919	1,5	2,1	2,4	2,4
Vareeksport	699	0,5	1,3	1,1	1,4
heraf industrivarer	667	0,8	1,4	1,2	1,5
Tjenesteeksport	395	0,5	1,0	0,5	0,8
Eksport i alt	1.094	1,0	2,3	1,6	2,2
Samlet efterspørgsel	3.014	2,4	4,5	4,0	4,6
Vareimport	596	-0,6	-1,6	-1,2	-1,4
heraf industrivarer	546	-0,9	-1,6	-1,1	-1,2
Tjenesteimport	357	-0,6	-0,8	-0,7	-1,0
Import i alt	953	-1,2	-2,3	-1,9	-2,4
Bruttonationalprodukt	2.061	1,3	2,1	2,1	2,2

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

Tabel 9.14 Vækstbidrag til BNP

	Årets priser	Bidrag til vækst i BVT			
	2016	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
	Mia. kr.				
Landbrug	24	0,0	0,0	0,1	0,1
Nordsø	20	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Energiforsyning	31	0,0	-0,1	0,0	0,0
Boligbenyttelse	138	0,0	0,1	0,1	0,1
Søfart	6	0,1	-0,1	0,0	0,0
Private byerhverv	1.194	1,3	2,1	1,8	2,0
Offentlig	373	-0,2	-0,1	0,1	0,2
Bruttoværditilvækst	1.787	1,0	2,1	2,1	2,2

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

Tabel 9.15 Sammenligning med Finansministeriet

	DØR		KP	
	2017-20	**2021-25**	**2017-20**	**2021-25**
	----------Pct.----------			
BNP	2,1	2,2	1,7	1,4
Privat forbrug	2,4	2,6	2,0	2,1
Eksport	4,0	4,6	3,1	2,8
Import	5,0	5,3	3,8	3,9
Investeringer	4,3	3,5	4,0	2,2
Boligpriser	2,4	2,1	3,6	2,7
	----------1.000 personer----------			
Beskæftigelse	25	14	25	13
	----------Pct.----------			
	2017	**2020**	**2017**	**2020**
Output gap	-0,5	0,0	-0,6	0,0

Kilde: *Danmarks Konvergensprogram 2017* 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	-4	82	-47	35	-82	192	174	17	3031
- Beskæftigede	188	21	167	-98	55	-153	208	179	29	2945
- Nettoledige	-110	-25	-84	51	-20	71	-16	-4	-12	86
Udenfor arbejdsstyrken heraf	-90	-8	-83	119	37	82	5	22	-17	912
- Aktiverede dagpengemodtagere	-7	-5	-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	42	-34	121	91	30	2	8	-6	271
- Ledighedsydelse	3	6	-3	4	2	3	-2	-1	0	13
- Revalidering	-7	-7	0	-8	-8	0	-1	-1	0	6
- Kontanthjælpsmodtagere	-25	4	-29	37	12	25	-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	5
- Efterløn	-42	-42	0	-58	-58	0	-39	-39	0	42
- Restgruppe	-17	-10	-7	39	30	9	11	12	-2	55

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.