

PERISKOPET

Forår, 2019

Guldlok er falmet

Vores vurdering er, at verdensøkonomien er ved at bevæge sig ud af et unormalt konjunkturforsøb og ind i en mere normal gænge. På sin vis fortsætter Guldlok-scenariet (økonomisk vækst og lav inflation) om end i en falmet udgave i forhold til, hvad der var forventet i den forrige udgave af Periskopet.

Redaktion

Cheføkonom

Signe Roed-Frederiksen



Aktuelt forventer vi en BNP-vækst i **USA** i år i intervallet 2,25-2,5 pct., hvilket er et uændret skøn i forhold til tidligere. Derimod er BNP-vækstskønnet på **eurozonen** sænket til 1,0-1,25 pct. mod et skøn på 1,75 pct. sidst. For 2020 forventes lavere væksttempo i USA og et nogenlunde uændret væksttempo i eurozonen.

Inflationen forventes grundlæggende at forblive lav, men dog med "pil op" på grund af tiltagende lønstigningstakt i både USA og i eurozonen.

Chefanalytiker
Bjarne Kogut



Samtidig skal dog nævnes, at der er **usædvanlig mange usikkerhedsfaktorer** i spil, som kan få udviklingen til at tage en anden retning end i hovedscenariet. Det er eksempelvis Brexit, handelskonflikten mellem USA og Kina og risikoen for øget amerikansk importtold på biler fra EU.

Økonom
Anders Christian Overvad



Pengepolitikken forventes at blive holdt uændret i både USA og i eurozonen de kommende 12 måneder. **Renten på 10-årige statsobligationer** forventes at forblive omkring de nuværende niveauer på 3 måneders sigt og at være let stigende på 12 måneders sigt.

Privatøkonom
Brian Friis Helmer



Det danske opsving er relativt afdæmpet, men særdeles robust. Det skyldes, at både virksomhederne og forbrugerne indtil videre har været tilbageholdende med forbrug og investeringer. Tilbageholdenheden betyder, at der er plads til vækst de kommende år, men i et lavere tempo end tidligere. Det robuste danske opsving betyder også, at risikofaktorerne skal findes uden for landets grænser.

International økonomi: Guldlok er falmet

Forventningsoversigt

		USA	Pr. 26/03	Eurozonen	Pr. 26/03	Danmark	Pr. 26/03
BNP-vækst	2018	2,9		1,8		1,2	
	2019	2,3-2,5		1,0-1,3		1,6	
	2020	1,5-2,0		1,0-1,3		1,3	
Centralbankens ledende rente (ECB's og NBK's udlånsrenter)	om 3 mdr.	2,25-2,50	2,25-2,50	0,00	0,00	0,05	0,05
	om 12 mdr.	2,25-2,50		0,00		0,05	
ECB's indlånsrente og NBK's indskudsbevisrente	om 3 mdr.			-0,40	-0,40	-0,65	-0,65
	om 12 mdr.			-0,40		-0,65	
Rente på 10-årig statsobligation	om 3 mdr.	2,40-2,65	2,44	0,00-0,25*	-0,02	0,10-0,35	0,06
	om 12 mdr.	2,85-3,10		0,25-0,50*		0,35-0,60	

*) = tysk statsobligation

Goldlok er falmet

2018 sluttede mistrøstigt med skuffende signaler fra verdensøkonomien og med store aktiekursfald. Men straks efter årsskiftet vendte stemningen på aktiemarkedet, og ved redaktionens slutning ligger aktiekurserne pænt "i plus" år-til-dato.

Stemningsskiftet blev sat i gang af ændrede markedsforventninger til pengepolitikken efter nye udmeldinger fra den amerikanske centralbank om, at den pengepolitiske rente var tæt på at være passende. Det blev fortolket som en aflysning af de tre renteforhøjelser, som ellers var varslet for 2019. Stemningsskiftet på aktiemarkedet blev desuden støttet af overraskende stærke regnskaber fra selskaberne.

Også signalerne fra verdensøkonomien lysnede lidt i starten af 2019. De fremadrettede aktivitetsbarometre har vist tegn på stabilisering efter mange måneders nedgang. Hertil kommer tegn på, at den skuffende udvikling i verdensøkonomien i 2018 kan have skyldtes nogle usædvanlige bevægelser i produktion, udenrigshandel og varelagre, hvilket alt sammen kan føres tilbage til risikoen for en handelskrig.

Vores vurdering er, at verdensøkonomien er ved at bevæge sig ud af et unormalt konjunkturforløb og ind i en mere normal gænge. På sin vis fortsætter Guldlok-scenariet (økonomisk vækst og lav inflation) om end i en falmet udgave i forhold til, hvad der var forventet i den forrige udgave af Periskopet.

Aktuelt forventer vi en BNP-vækst i USA i år i intervallet 2,25-2,5 pct., hvilket er et uændret skøn i forhold til tidligere. Derimod er BNP-vækstskønnet på eurozonen sænket til 1,0-1,25 pct. mod et skøn på 1,75 pct. sidst. For 2020 forventes lavere væksttempo i USA og et nogenlunde uændret væksttempo i eurozonen.

Inflationen forventes grundlæggende at forblive lav, men dog med "pil op" på grund af tiltagende lønstigningstakt i både USA og i eurozonen.

Vores vurderinger bygger på en forventning om, at USA og Kina indgår en handelsaftale, at USA ikke øger importtolden på biler fra EU, samt at Storbritannien forlader EU under ordnede forhold.

USA: På vej mod det længste opsving i nyere tid

Alt tyder på, at USA i 2. kvartal 2019 vil kunne fejre det længst varende opsving i økonomien nogensinde. Den gamle rekord var opsvinget i 1990'erne, der varede i 39 kvartaler, inden der kom en recession. I 1. kvartal i år vil det nuværende opsving nå præcis de 39 kvartaler, og intet taler for nærværende imod, at økonomien ikke også vil kunne vokse i 2. kvartal.

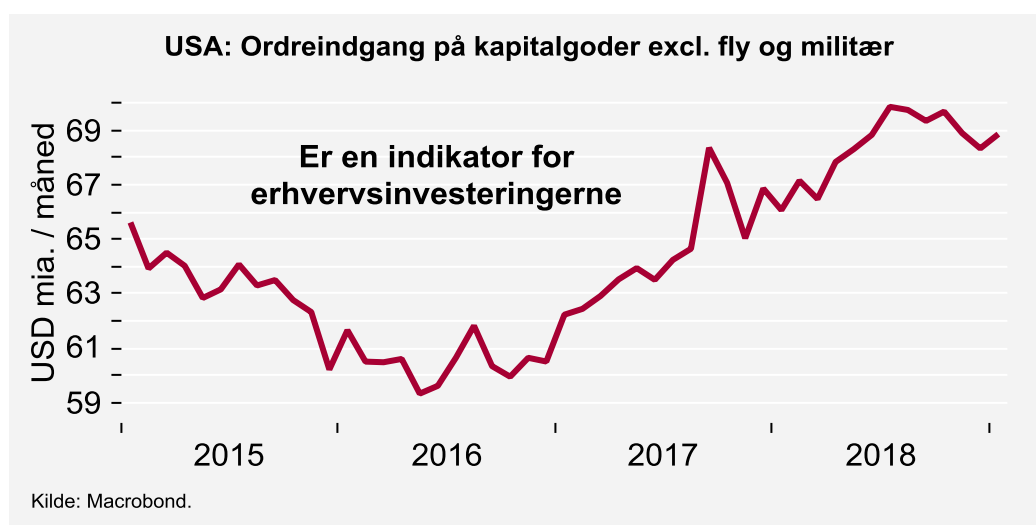
På finansmarkedet bliver der talt meget om risikoen for en snarlig recession i USA, og selvfølgelig stopper opsvinget da også på et tidspunkt og afløses af et tilbageslag. Der er bare intet i de aktuelle signaler fra økonomien, der peger i dén retning. Det er svært at sige, hvad der til sin tid skal udløse den næste recession. Mulighederne er mange:

- rentestigninger,
- et aktiekrak,
- et stort dyk i verdensøkonomien,
- en ny bankkrise,
- en storpolitisk krise,
- stigende arbejdsløshed,
- en finansiell boble der brister
- osv. osv.

Men ingen af disse faktorer er i spil i øjeblikket, og vi forventer da heller ikke, at det vil ske indenfor vores 1-årige prognosehorisont.

Grundlæggende forventer vi, at det amerikanske opsving fortsætter det næste års tid med en BNP-vækst i år på 2,25-2,5 pct. efter 2,9 pct. i 2018. Væksttempoet i årets første del forventes at blive højere end i andet halvår, fordi effekten af Trumps skattelettelser klinger af.

Når vi forventer et lidt lavere væksttempo i år end sidste år, er det begrundet i tegn på opbremsning i erhvervsinvesteringerne, ligesom aktiviteten på boligmarkedet har været bremset op i mere end et år.



Privatforbruget forventes fortsat at være den dominerende vækstmotor, idet privatforbruget understøttes af en høj forbrugertillid og af stigende indkomster som følge af den moderate inflation og stigende beskæftigelse.

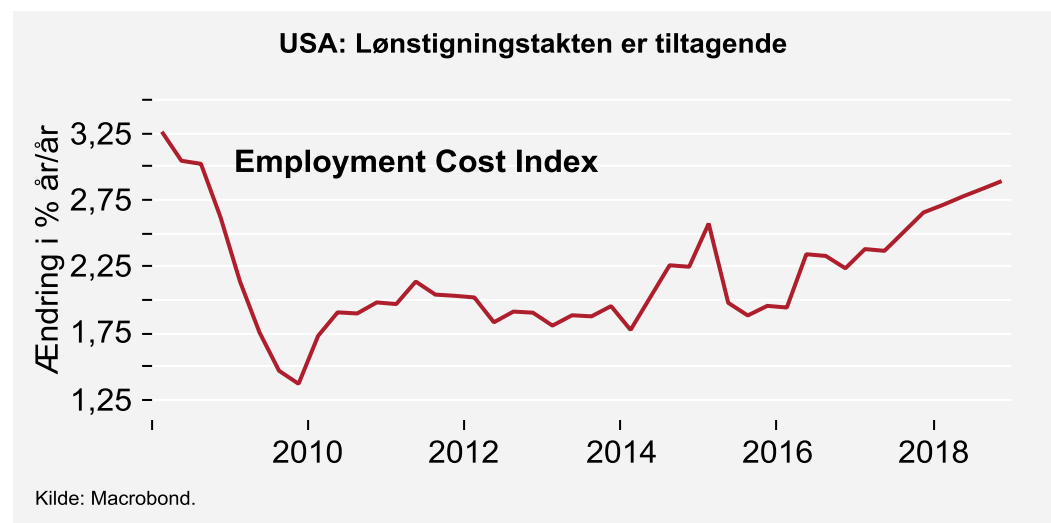
Vi forventer som udgangspunkt, at opsvinget fortsætter i 2020, men i et lavere væksttempo end i år. Vi indikerer en BNP-vækst i 2020 på 1,5-2,0 pct., om end forudsigelser to år ud i fremtiden er forbundet med stor usikkerhed.

Arbejdsmarked, løn og inflation

Arbejdsmarkedet forventes at forblive stærkt som følge af den fortsatte vækst i økonomien. I øjeblikket vokser beskæftigelsen med 200.000-225.000 nye arbejdspladser pr. måned i gennemsnit, men tallet vil formentlig aftage i takt med, at det bliver stadig vanskeligere at finde den ledige arbejdskraft.

Arbejdsløshedsprocenten ligger i øjeblikket på omkring 4 pct., som er det laveste niveau i omkring 50 år, og vi forventer, at ledighedsprocenten kan falde lidt endnu. Skønsmæssigt skal den månedlige jobvækst blot ligge på omkring 100.000 personer pr. måned for at holde status quo på arbejdsløshedsprocenten.

Lønstigningstakten forventes at tage yderligere til de kommende måneder som følge af øget konkurrence om arbejdskraften. Aktuelt er lønstigningstakten på knapt 3 pct. p.a., hvor toppen under højkonjunktoren i 00'erne var på omkring 3,5 pct. p.a. (begge målt med Employment Cost Index).



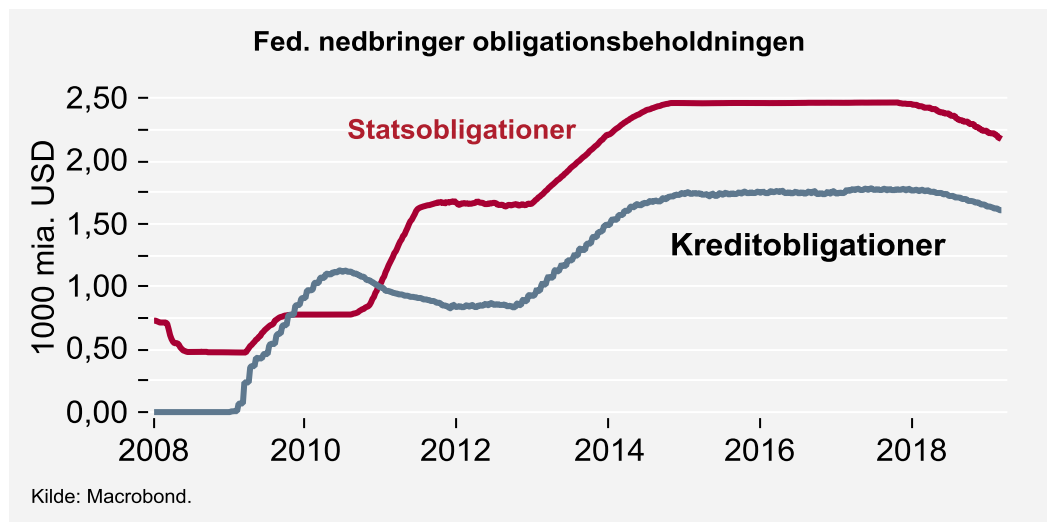
Inflationen forventes at forblive grundlæggende moderat. Den samlede inflation vil især blive styret af de uforudsigelige oliepriser. Kerneinflationen (som er uden fødevarer- og energipriser) kan blive presset lidt op af tiltagende lønstigningstakt og dyrere importvarer som følge af de indtil nu forøgede toldsætter på import fra Kina.

Pengepolitik og obligationsrente

Vi forventer som udgangspunkt, at Feds blødere signaler fra først på året står til trone. Det betyder, at den pengepolitiske rente nu forventes at blive holdt uændret de næste 12 måneder, hvor vi tidligere forventede op til 3 renteforhøjelser.

Afgørende for Feds rentepolitik bliver de kommende måneders udvikling i vækst, inflation samt på aktiemarkedet. Hvis det nuværende billede ændrer sig i retning af tiltagende vækst og inflation, kan renteforhøjelser igen komme på tale, mens en skuffende udvikling kan bringe rentenedsættelse på banen. Men hovedscenariet taler for, at Fed holder pause med renteforhøjelserne.

Derudover har Fed annonceret, at de nedbringer tempoet i nedbringelsen af deres obligationsbeholdning, som i øjeblikket reduceres med USD 50 mia. pr. måned. Fra oktober stopper nedbringelsen stort set. Obligationsbeholdningen er aktuelt på omkring USD 3.800 mia. efter at have toppet på USD 4.200 mia. Obligationerne blev opkøbt i kriseårene som led i Feds likviditetstilførsel til pengekrebsløbet, og nedbringelsen svarer til, at Fed trækker likviditet tilbage. Det skal tilføjes, at den skete reduktion af obligationsbeholdningen er foregået uden synlige effekter på renterne, hvor der på forhånd var frygt for, at det ville kunne presse de lange renter op. At Fed til oktober stort set stopper nedbringelsen betyder, at Fed til den tid ikke længere trækker likviditet ud af pengekrebsløbet. Pengekrebsløbet vil med andre ord fortsat svømme i likviditet med deraf grundlæggende lave obligationsrenter og et incitament til at anbringe likviditet i mere risikofyldte aktiver som aktier og virksomhedsobligationer.



Obligationsrenten, målt som renten på en 10-årig statsobligation, forventes at ligge uændret til lidt højere på 3 måneders sigt begrundet i, at Fed forventes at holde den pengepolitiske rente i ro. På 12 måneders sigt forventes den lange rente at ligge lidt højere end i dag, trukket op af lidt højere inflation.

Usikkerhedsfaktorer

- **Handelskonflikt:** I skrivende stund er der udsigt til, at USA og Kina indgår en handelsaftale. Men hvis det mislykkes, og parterne gensidigt øger importtolden, så vil det betyde lavere vækst og højere inflation end i vores hovedscenario.
- **Aktiemarkedet:** Amerikanske aktier er steget i kurs siden nytår, hvilket er "godt" for økonomien, da mange amerikanere har en stor del af formuen placeret i aktier. Men der er mange trusler mod aktiemarkedet og et kursdyk kan bestemt ikke udelukkes.

- **Arbejdsmarkedet:** Risikoen går begge veje. Der er risiko for en kraftigere stigning i lønningerne end antaget, hvis behovet for arbejdskraft forbliver uændret højt. Det vil presse inflationen op og vil kunne få Fed til at stramme pengepolitikken mere end forventet.

Men risikoen går også den anden vej: Usikkerheden om verdensøkonomien kan få virksomhederne til at holde igen med ansættelser af flere folk. Hvis jobvæksten falder mærkbart, vil det kunne ramme forbrugertilliden og dermed privatforbruget, hvilket vil resultere i lavere vækst end forventet.

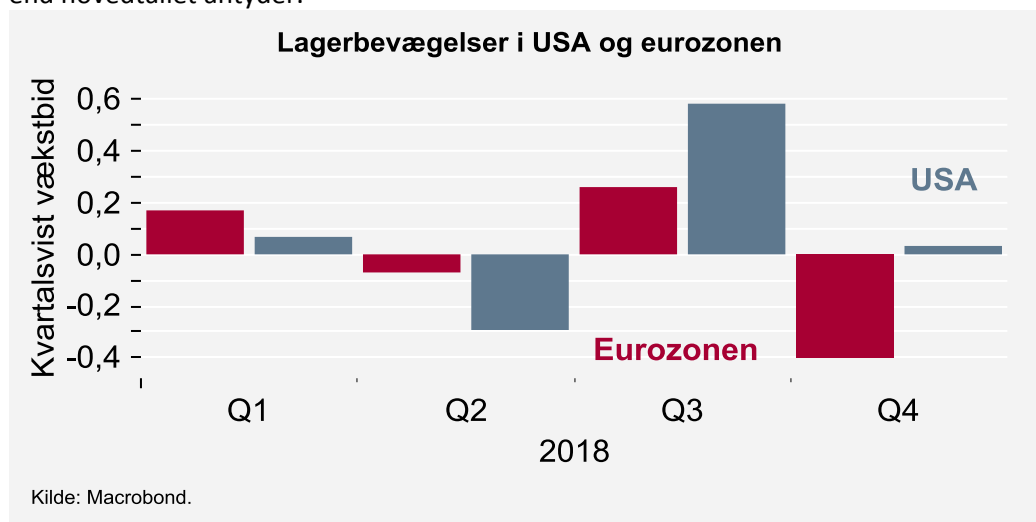
- **Bankernes udlån:** Bankerne har strammet op på deres kreditvilkår efter lang tids vedholdende lempelse. De strammere kreditvilkår kan potentielt føre til en opbremsning i kreditgivningen, hvilket vi kunne resultere i lavere vækst end ellers.

Eurozonen: På vej tilbage mod mere normale forhold

Set i bakspejlet havde eurozonens økonomi en skuffende udvikling gennem andet halvår 2018 med lav BNP-vækst og stor nedgang i industriproduktionen.

Vi mener dog, at en stor del af afmatningen skyldtes usædvanlige forhold omkring lagerbevægelser, industriproduktion og udenrigshandel, som alt sammen kan føres tilbage truslen om handelskrig, parret med formentlig forbigående udfordringer for den store europæiske bilindustri i forbindelse med overgangen til nye test og emissionsregler. Tilsammen har disse forhold givet et overdrevet negativt billede af økonomien.

Som et eksempel på de usædvanlige forhold kan fremhæves lagerbevægelserne. I 3. kvartal var der en usædvanlig stor opbygning af varelagre i erhvervene efterfulgt af en stor lagernedbringelse i 4. kvartal. Nedbringelse af varelagre "trækker ned" i BNP-væksttallene og omvendt, når varelagrene opbygges. Korrigeres eurozonens BNP-tal for bevægelserne i varelagrene er billedet, at væksten var langt mere robust i 4. kvartal end hovedtallet antyder.



Desuden bemærkes, at der på det seneste har været bedring i de fremadrettede barometre over aktiviteten i erhvervslivet.

Samlet set vurderer vi, at eurozonens økonomi er i færd med at arbejde sig ud af et meget usædvanligt vækstforløb og ind i noget mere normalt.

Det er baggrunden for vores forventning om en BNP-vækst i eurozonen på 1,0 – 1,25 pct. i år og nogenlunde det samme i 2020. I 2018 voksede BNP med 1,8 pct.

Væksten forventes især drevet af en fortsat robust fremgang i privatforbruget, som støttes af stigende beskæftigelse og stigende lønninger.

Desuden bidrager de offentlige udgifter også til væksten, idet flere store lande er begyndt at øge de offentlige udgifter, bl.a. Tyskland og Italien.

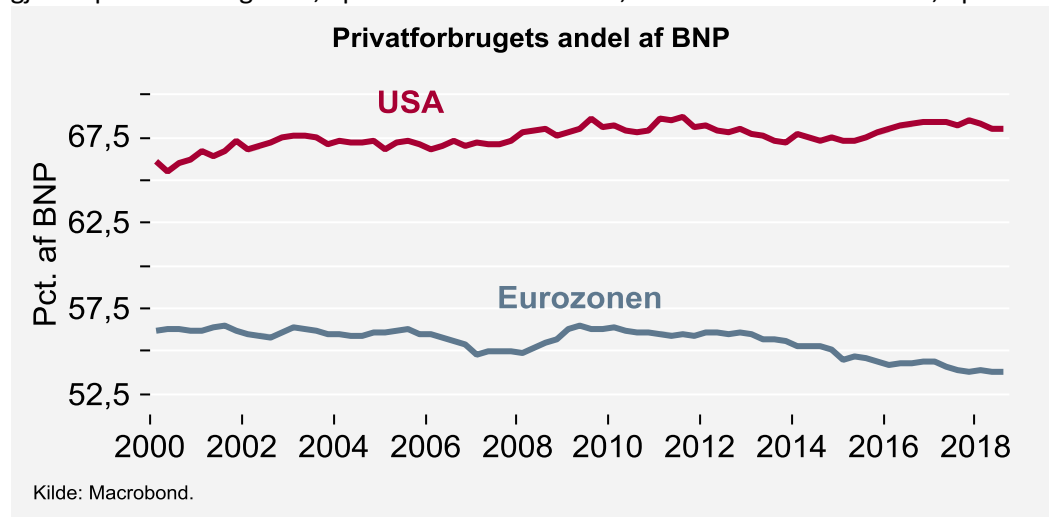
Sluttelig forventer vi mere normale forhold for udenrigshandlen under antagelse om, at USA og Kina indgår en handelsaftale, ligesom vi forudsætter, at USA undlader at øge importtolden på biler fra EU.

Hvis det sidste skulle ske, kan konsekvensen blive et markant dyk i europæisk økonomi.

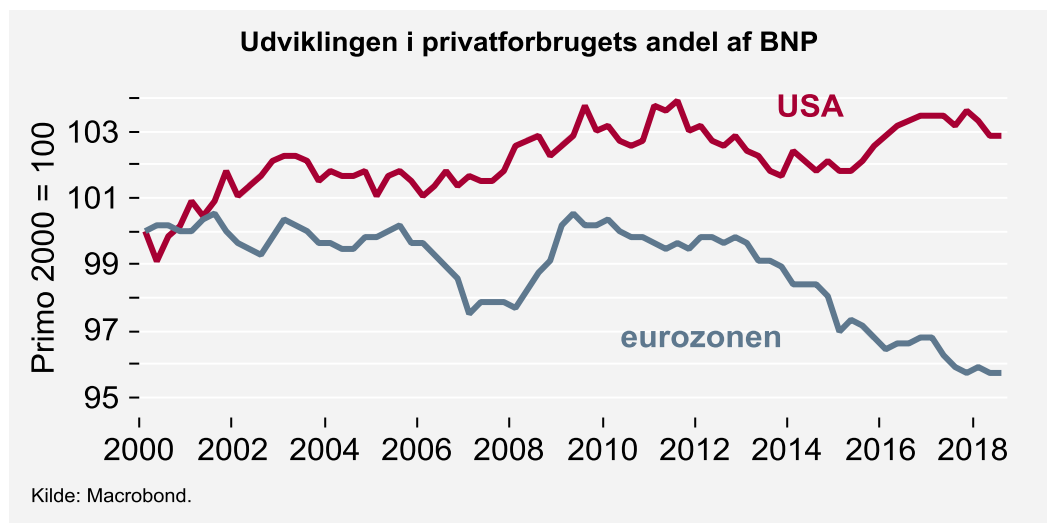
Lavt privatforbrug i eurozonen sammenlignet med USA

Betragter man eurozonens økonomi i fugleperspektivet, springer det i øjnene, at privatforbruget er lavt i forhold til, hvad det burde/kunne være. Det betyder, at væksttempoet i eurozonens økonomi samlet set er lavere, end hvad det kunne være, ikke bare lige nu, men set over en længere periode.

Grafen nedenfor viser udviklingen i privatforbrugets andel af den samlede økonomi i USA og i eurozonen, målt med BNP, siden årtusindskiftet. I USA udgør privatforbruget dels en højere andel af BNP end i eurozonen, og dels har andelen været mere stabil over tid end i eurozonen, hvor den har været faldende siden finanskrisen. I 2009 udgjorde privatforbruget 56,5 pct. af eurozonens BNP, men er siden faldet til 53,8 pct.



For at tydeliggøre forskellen i udvikling er de to regioners forbrugsandele af BNP sat lig med indeks 100 primo 2000 i næste graf.



Hvorfor er privatforbruget ikke fulgt med den generelle fremgang i eurozonens økonomi, sådan som tilfældet har været i USA? En mulig forklaring er, at husholdningernes opsparingskvote er forblevet høj i eurozonen siden finanskrisen, mens den er faldet i de amerikanske husholdninger. Spareiveren i eurozonens husholdninger kan egentlig undre, henset til et efterhånden langvarigt økonomisk opsving, faldende arbejdsløshed, rekordlav rente osv.

Udviklingen i de største europæiske økonomier

	BNP-vækst		
	2018	2019	2020
Tyskland	1,4%	0,7%	1,1%
Frankrig	1,5%	1,3%	1,3%
Italien	0,8%	-0,2%	0,5%
Spanien	2,5%	2,2%	1,9%
Storbritannien	1,4%	0,8%	0,9%

Kilde: OECD.

Tyskland undgik med nød og næppe en recession i andet halvår 2018, idet BNP faldt 0,2 pct. i 3. kvartal og kom ud på et rundt 0 i 4. kvartal. Underliggende var vækstbilledet dog bedre i 4. kvartal, end hovedtallet viser, idet væksten var trukket ned af en stor lagernedbringelse i erhvervene, mens den indenlandske økonomi endnu engang leverede et solidt vækstbidrag.

Den tyske økonomi har især været ramt af store produktionsudsving indenfor bilindustrien, knyttet til indførelsen af nye test- og emissionsregler, kombineret med de tidligere nævnte usædvanlige udsving i lagerbevægelser og udenrigshandel.

Svagheden i tysk økonomi er til dels fortsat ind i starten af 2019, så forventningen er, at årets starter med et fortsat moderat væksttempo, som så gradvist tager til i løbet af året. Væksten støttes grundlæggende af et robust privatforbrug, der får næring fra en stigende beskæftigelse og en pæn fremgang i den gennemsnitlige realløn.

Hertil kommer forventning om, at produktionsforholdene indenfor bilindustrien – der udgør omkring 1/8-del af den samlede tyske økonomi – gradvist normaliseres, ligesom

det antages, at der kommer en handelsaftale mellem USA og Kina, som vil normalisere verdenshandlen.

Største risiko for den tyske økonomi er, hvis USA beslutter sig for at øge importtolden på biler fra EU. Dét vil kunne sende den tyske økonomi ud i en recession.

I **Frankrig** forventes økonomien at vokse hurtigere end i Tyskland, fordi fransk økonomi er mindre afhængig af eksport og bilindustri, end den tyske økonomi er det. I slutningen af 2018 var den franske økonomi ramt af de gule vestes protestaktioner, men det synes at være ebbet ud nu, hvorefter aktiviteten i økonomien vender tilbage til mere normale tilstande.

Væksten forventes drevet af privatforbrug og erhvervsinvesteringer, blandt andet fordi regeringen har gennemført skattelettelser. Bagsiden af medaljen er, at budgetunderskuddet balancerer på kanten af det tilladelige i forhold til EU's budgetregler.

Den **italienske** økonomi er i recession uden tegn på væsentlig bedring, om end væksttempoet i slutningen af 2018 blev trukket ekstraordinært ned af lagernedbringelse ligesom i Tyskland.

Aktiviteten hæmmes af lav vækst i privatforbrug og erhvervsinvesteringer, hvilket har været et problem gennem mange år.

De offentlige finanser er under pres, fordi regeringen ønsker at lempe finanspolitikken, men samtidig vil statsgælden og det løbende underskud, målt i pct. af BNP, formentlig stige. Det presser obligationsrenten op og øger derved rentebetalingerne andel af de offentlige finanser.

Samtidig synes regeringen ikke indstillet på reformer, som kunne bane vejen for en holdbar fremgang i væksttempoet.

I **Spanien** fortsætter den økonomiske fremgang om end i gradvist aftagende tempo i takt med, at opsvinget modnes, og også fordi væksttempoet i den europæiske økonomi generelt er gået ned.

Der afholdes valg i utide til parlamentet søndag den 28. april, efter at centrum-venstre mindretalsregeringen brød sammen. Meningsmålingerne tyder i skrivende stund på dødt løb mellem centrum-højre partierne og centrum-venstre partierne uden flertal til en af blokkene. Den ukendte faktor i valget er det helt nye højreparti, Vox, som står til at storme ind i det spanske parlament med 10-12 pct. af stemmerne, og som kunne udgøre en del af centrum-højre blokken. Partiet ligger tæt op ad andre nye partier i Europa, som er højrenationale og kritiske overfor immigration og EU.

Partiet beskrives som ikke som EU-kritisk i samme grad som de to regeringspartier i Italien, og det forventes, at den spanske EU-politik vil være omtrent uændret positiv efter valget, som den er i dag.

Den **britiske** økonomi er ramt af usikkerheden omkring Brexit, men indtil nu har britisk økonomi dog ikke præsteret væsentligt dårligere end økonomien i eurozonen, især fordi der grundlæggende ikke er forandret noget som helst i Storbritanniens relationer til EU endnu. De er stadig med i Toldunionen, og de er stadig med i Det Indre Marked. Den væsentligste Brexit-effekt på økonomien ses på boligmarkedet, hvor prisstignings-takten stort set er gået i stå, og hvor nybyggeriet er gået i stå.

Arbejdsmarkedet er fortsat meget robust med den laveste ledighedsprocent siden midten af 1970'erne, fortsat fremgang i beskæftigelsen samt fremgang i den gennemsnitlige realløn. Det taler for, at privatforbruget også den kommende tid vil være en væsentlig drivkraft for den britiske økonomi.

I skrivende stund er der endnu ingen afklaring omkring Storbritanniens og EU's "skilsmisseaftale", men forventningen er, at der før eller siden kommer en aftale, således at et "no-deal" Brexit bliver undgået.

Skulle det uventede ske – at det ender med et "no-deal" Brexit - kan det potentielt få stor negativ betydning for såvel den britiske økonomi såvel som for eurozonens økonomi.

Arbejdsmarked og inflation

Eurozonens arbejdsmarked er stærkt og forventes at forblive sådan de kommende måneder. Arbejdsløsheden ligger aktuelt i 7,8 pct., som er det laveste i 10 år og kun 0,3 procentpoint højere end bunden i 2008. De seneste 5 år er beskæftigelsen steget med 11,6 millioner personer og har for længst passeret de gamle rekordniveauer.



Lønstigningstakten er tiltagende og ligger aktuelt på omkring 2,6 pct. p.a., hvilket er væsentligt lavere end lønstigningstakten i 2009, der var i underkanten af 4 pct. p.a. Så selv om arbejdsmarkedet er stærkt, ligger lønstigningstakten fortsat forholdsvis lav, men som sagt med "pil op".

Inflationen ligger fortsat under ECB's målsætning om "tæt på, men ikke over 2 pct.". Den samlede inflation svinger op og ned i takt med de uforudsigelige oliepriser, men vigtigere er, at kerneinflationen (som er excl. de svingende priser på energi og fødevarer) gennem flere år har ligget lavt på omkring 1 pct. p.a. Umiddelbart set er det en skuffende lav inflation set i lyset af den historisk lempelige pengepolitik og et længe-revarende opsving i eurozonens økonomi. Men kerneinflationen holdes nede af den moderate lønstigningstakt og af fortsat stagnation i salgspriserne på industrivarer.

Set fremad forventes kerneinflationen at kunne stige lidt gennem 2019 trukket op af tiltagende lønstigningstakt, men uden at nå op på ECB's målsætning foreløbig.

Pengepolitik og obligationsrente

ECB forventes at holde sine pengepolitiske rentesatser uændrede indenfor vores et-årige prognosehorisont. ECB's egen udmelding er, "uændrede renter i hele 2019". Pengepolitik er altid afhængig af den økonomiske situation, men så længe væksttempoet er moderat, og inflationen ligger mærkbart lavere end målsætningen, er der ingen grund til at stramme pengepolitikken.

Oblighationsrenterne, her udtrykt med renten på en 10-årig tysk statsobligation, forventes at forblive lav også det næste års tid, men dog med en lille pil op til niveauet 0,25-0,50 pct. på et års sigt. Begrundelsen er forventning om en lidt højere inflation samt at nogle af de aktuelle usikkerheder (handelskrig, Brexit) er drevet over til den tid.

Risikoforhold

- **Brexit:** Både britisk og europæisk økonomi kan blive ramt af et negativt stød, hvis Storbritannien forlader EU uden en aftale.
- **Handelskrig:** USA kan bruge en endnu ikke offentliggjort rapport om bilimporten set i lyset af national sikkerhed som argument for at øge importtolden på biler fra EU. Det vil være et stort negativt stød til eurozonens økonomi.
- **Amerikansk økonomi:** Hvis USA bliver ramt af en dybere økonomisk nedtur, end vi forventer, vil det næsten uundgåeligt ramme europæisk økonomi negativt.
- **Arbejdsmarkedet:** Arbejdsmarkedet er fortsat robust i eurozonen som tidligere omtalt, men risikoen er, at virksomhederne bliver mere tilbageholdne med at ansætte nye folk, jo længere tid, at der er usikkerhed om udsigterne for økonomien.
- **Politisk uro:** 2019 er valgår i bl.a. Spanien og Grækenland, hvilket giver risiko for politisk støj. Yderligere politisk støj fra Italien kan heller ikke udelukkes.

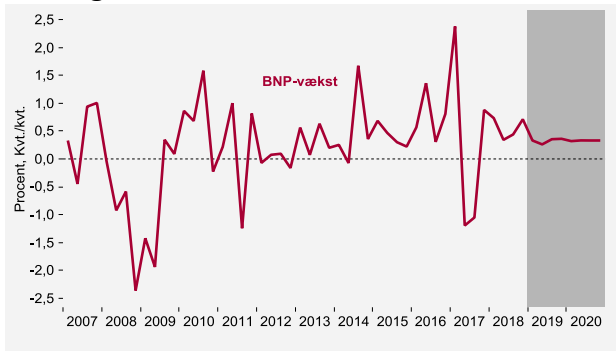
Dansk økonomi: Usikkerheden ligger i omverden

Moderat vækst

Dansk økonomi går ind i sit sjette år med opsving. Opsvinget er dog mere moderat end tidligere opsving. Indtil nu er dansk økonomi i gennemsnit vokset med 1,8 pct. fra 2013-2018, hvor den gennemsnitlige vækstrate var 3 pct. om året igennem højkonjunkturerne i 1997-2000 og 2004-2006.

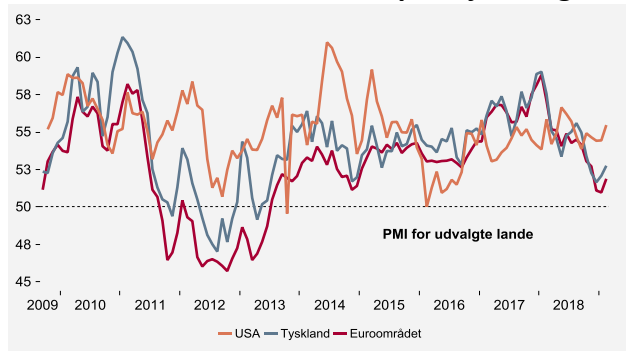
Det moderate opsving skyldes, at forbrugerne har brugt de gode tider til at spare op og nedbringe deres gæld. Dertil har virksomhederne ikke overinvesteret som under sidste opsving. Det nuværende opsving er derved bund solidt, og der er ikke opbygget nogle væsentlige ubalancer i dansk økonomi. Vi forventer, at BNP vokser med 1,6 pct. i år og 1,3 pct. næste år.

Udsigt til moderat vækst de kommende år



Anmærkninger: Det mørkegrå område angiver prognoseperioden
 Kilde: Arbejdernes Landsbanks egne beregninger og Danmarks Statistik

Den økonomiske aktivitet er på vej ned i gear



Kilde: Arbejdernes Landsbank på baggrund af IHS Markit

De største risikofaktorer for dansk økonomi ligger i øjeblikket udenfor landets grænser. Den politiske usikkerhed fylder meget. Italiensk gæld, Brexit og Trumps handelskrig er alt sammen med til at sløre de økonomiske udsigter.

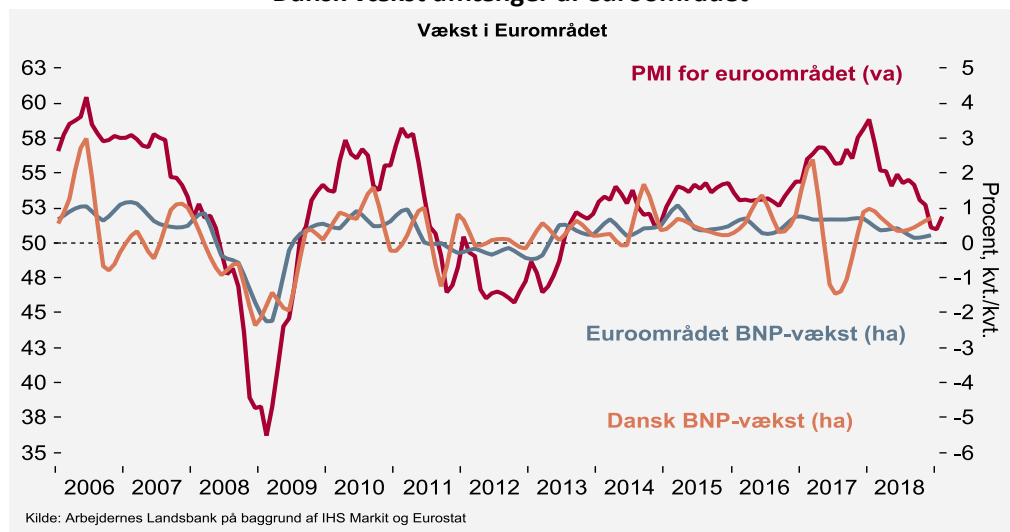
Dertil er global vækst på vej ned i gear, og de udenlandske virksomheder er ikke længere så optimistiske omkring den økonomiske aktivitet. Vi tror dog fortsat på, at væksten i euroområdet vil få lidt mere fart de kommende måneder, men vi mangler fortsat at se overbevisende indikationer på, at vækstafmatningen ikke fortsætter længere ind i 2019.

Usikkerheden ligger i omverden

De udenlandske virksomheder har igennem 2018 nedjusteret deres syn på den økonomiske aktivitet, og meget tyder på, at vækstafmatningen ikke kan affejes. Euroområdets økonomier voksede med blot 0,2 pct. i 4. kvartal i forhold til foregående kvartal. Desuden bekræfter de seneste tal for Tyskland, at industrien ikke er i topform.

Danmark er en lille åben økonomi, hvor eksporten udgør over 50 pct. af BNP, og vi er derfor meget afhængige af, hvordan væksten er i vores eksportmarkeder.

Dansk vækst afhænger af euroområdet



Kilde: Arbejdernes Landsbank på baggrund af IHS Markit og Eurostat

Kilde: Arbejdernes Landsbanks på baggrund af Danmarks Statistik, Eurostat og IHS Markit.

Arbejdstidsregnskabet afslørede, at der på trods af en flot beskæftigelsesfremgang i 4. kvartal i den private sektor, på 0,5 pct. fra 3. til 4. kvartal, faktisk var blevet arbejdet mindre, da antallet af præsterede timer i den private sektor var faldet med 0,1 pct. Virksomhederne havde med andre ord ikke nok ordrer til timemæssigt at øge deres arbejdskraftinput. Dertil har industrien og serviceerhvervenes optimisme også været dalende over de seneste måneder. Virksomhederne valgt dog at ansætte 8.100 flere personer i januar, målt på lønmodtagerbeskæftigelsen, hvilket indikerer, at der stadig er tro på fremtiden.

Vi forventer, at væksten i omverden aftager til et lavere tempo, og ser derfor heller ikke den store eksportvækst fremad. Tiltager vækstafmatningen i omverden mere end forventet, vil det naturligt også smitte af på dansk økonomi. Vores hovedscenarie er dog, at væksten i euroområdet vil få lidt mere fart på de kommende måneder, men vi mangler fortsat at se overbevisende indikationer.

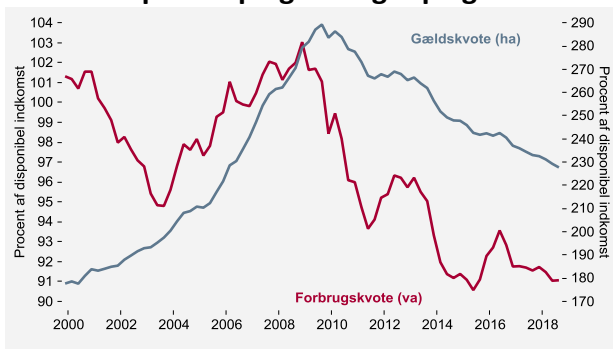
Plads til højere privatforbrug

Med en beskeden eksportvækst i sigte vil privatforbruget blive vækstmotoren i dansk økonomi, og der er heldigvis plads til højere privatforbrug. Forbrugskvoten, det vil sige, hvor meget af den disponible indkomst, der bruges på forbrug, er historisk lav - på trods af at danskerens formuer har været stigende. Danskerne har med andre ord brugt de gode tider til at spare op og afdrage på deres gæld.

At danskerne ikke bruger flere penge end de tjener, i modsætning til perioden op til finanskrisen, betyder, at kreditvæksten har været mere afdæmpet under det nuværende opsving. Danskernes økonomi er derved mere solid nu end under det sidste opsving.

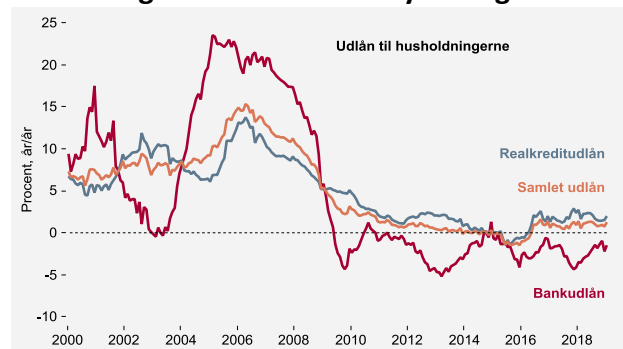
Ser vi fremad, forventer vi voksende formuer, ligesom boligprisstigningerne breder sig til provinsen. Vi forventer også, at fremgangen på arbejdsmarkedet fortsætter, dog i et lavere tempo end vi hidtidigt har set. Beskæftigelsesfremgangen forventes at aftage i takt med, at arbejdsmarkedet strammer til, men lønmodtagerne kan glæde sig over en kraftigere lønvækst de kommende år.

Vi sparer op og afdrager på gæld



Kilde: Arbejdernes Landsbanks egne beregninger og Danmarks Statistik

Og låner derfor ikke synderligt



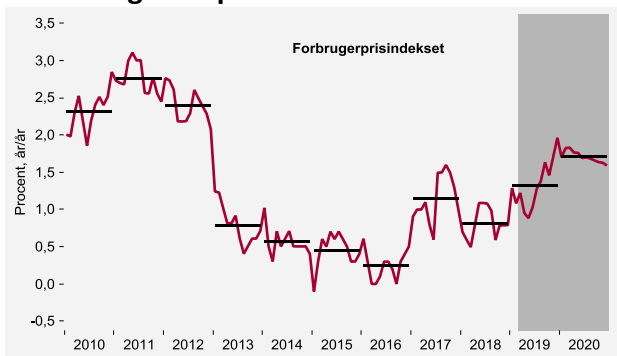
Kilde: Arbejdernes Landsbank på baggrund af Danmarks Nationalbank

En historisk lav forbrugskvote kombineret med stigende formuer, stigende beskæftigelse og højere lønninger giver medvind til forbruget de kommende år. Vi tror derfor, at forbruget vil være den økonomiske vækstmotor de kommende år.

Tiltagende inflation og lønninger

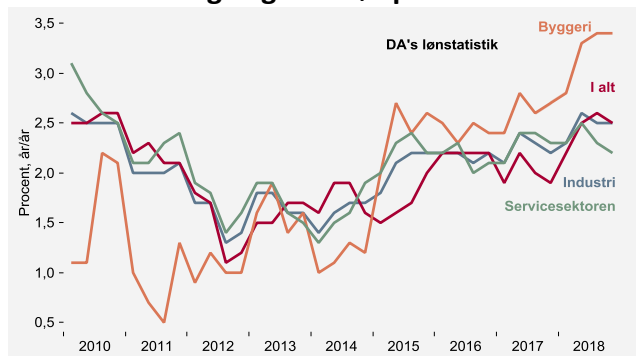
Lønmodtagerbeskæftigelsen steg med 45.000 personer i 2018, og målt på visse indikatorer er arbejdsmarkedet lige så stramt som i 2007. På trods af at flere virksomheder melder om mangel på arbejdskraft, og beskæftigelsesvæksten buldrer derudad, er antallet af ledige kun faldet med 8.500 personer i 2018.

Stigende priser de kommende år



Anmærkninger: Det mørkegrå område angiver prognoseperioden
Kilde: Arbejdernes Landsbanks på baggrund af Danmarks Statistik

Og stigende lønpres



Kilde: Arbejdernes Landsbank på baggrund af Dansk Arbejdsgiverforening

Det skyldes blandt andet, at arbejdsstyrken vokser markant disse år, som følge af de politisk aftalte stigninger i efterløn- og pensionsalderen. Dertil er halvdelen af beskæftigelsesfremgangen gået til udenlandsk arbejdskraft, siden opsvinget startede i 2013. Lønstigningerne har derfor også været mere afdæmpende i dette opsving. Arbejdsstyrken står dog til at vokse mindre de kommende år, som effekten af tidligere reformer aftager. Vi forventer, at beskæftigelsesvæksten aftager, men at lønvæksten vil tiltage, som arbejdsmarkedet strammer mere til.

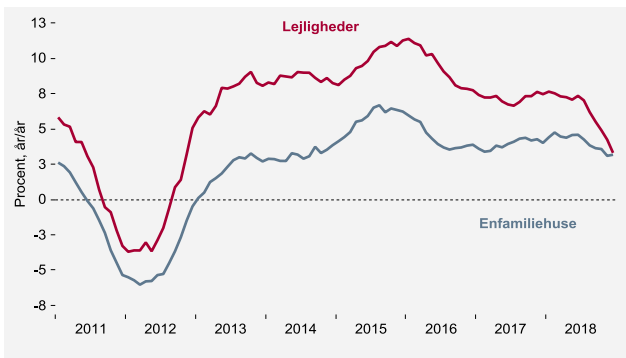
Det stigende lønpres vil også betyde, at det underliggende prispress stiger i økonomien. Vi forventer en inflation i år på 1,3 procent og på 1,7 procent i 2020 hvor det primært er tiltagende kerneinflation, der presser inflationen opad.

Plads til fortsatte prisstigninger på enfamiliehuse

Boligmarkedet har igennem opsvinget kørt i to forskellige gear. Lejlighederne er steget langt mere i pris end et typisk enfamiliehus. Prisstigningerne for lejligheder er dog aftaget igennem 2018. Ser man på boligbyrden, der måler hvor stor andel 1. årsydelsen efter fradrag, men inklusive boligskatter, udgør af den disponible indkomst, lader lejlighederne til at have ramt et naturligt loft. Det er med andre ord blevet så dyrt at bosætte sig i de store byer, at de færreste i dag har råd. Det har betydet, at lejlighederne helt naturligt, ikke har kunne stige lige så meget i pris.

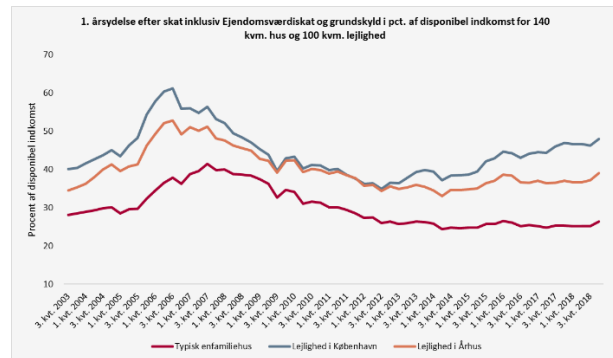
For lejlighedsmarkedet i de største byer er der derudover udsigt til mere modvind fra et massivt nybyggeri, strammere lånekrav, samt nye boligskatter, der alle vil trække i retning af lavere priser de kommende år.

Prisstigningerne falder for lejligheder



Anmærkninger: Der er taget to kvartalers glidende gennemsnit
 Kilde: Arbejdernes Landsbank på baggrund af Danmarks Statistik

Lejligheder er dyre set med de historiske briller



Kilde: Arbejdernes Landsbank på baggrund af Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank, Skat og Finans Danmark

Enfamiliehuse er dog stadig billige i en historisk kontekst, når man ser på boligbyrden. Vi forventer derfor, at prisstigningerne vil sprede sig til provinsen, hvor prisstigningerne indtil nu har været mere afdæmpede. På landsplan regner vi med, at boligpriserne vil stige omtrent 3 pct. i år, understøttet af fortsat lave renteniveauer.

Der er udsigt til moderat stigende renter over det kommende år, men renteniveauet vil fortsat være lavt. Den amerikanske centralbank har sat renteforhøjelserne på pause, og ECB har signaleret, at en renteforhøjelse tidligst kommer i 2020. Vi forventer, at Nationalbanken følger ECB og holder renten uændret ind i næste år.

Såfremt vi får ret i, at global økonomi finder et lidt højere væksttempo i 2. halvår og inflationen kryber opad, forventer vi en stigning i de lange renter over det kommende år, men den vil være meget moderat.

Forsyningsbalance – udvikling i procent år/år

	2018	2019	2020
Privatforbrug	2,4	1,7	1,9
Offentligt forbrug	0,6	0,7	0,4
Fastebruttoinvesteringer	5,0	-2,6	3,1
- Erhvervsinvesteringer	5,0	-4,2	3,0
- Boliginvesteringer	5,1	2,6	3,6
Vækstbidrag fra lagerændringer	0,1	-0,1	-0,1
Eksport	0,5	1,7	1,8
Import	2,9	-0,7	2,4
BNP	1,2	1,6	1,3
Inflation	0,8	1,3	1,7

Kilde: Arbejdernes Landsbanks egne beregninger og Danmarks Statistik

(Redaktionen er afsluttet 27. marts 2019)

Kontakt

Cheføkonom Signe Roed-Frederiksen	srf@al-bank.dk	24 90 14 10
Chefanalytiker Bjarne Kogut	bjk@al-bank.dk	38 48 45 52
Økonom Anders Christian Overvad	aco@al-bank.dk	28 83 60 08
Privatøkonom Brian Friis Helmer	bf@ak-bank.dk	38 48 45 55

Dette materiale er udarbejdet af Arbejdernes Landsbank, som generel information til personlig brug. anbefalinger skal ikke opfattes som hverken tilbud om eller opfordring til køb eller salg af de pågældende papirer, tjenesteydelser mv. Materialet er alene udarbejdet på basis af offentligt tilgængeligt materiale. Banken har omhyggeligt søgt at sikre sig, at materialet er korrekt og retvisende. Banken påtager sig intet ansvar for materialets nøjagtighed eller fuldkommenhed. De oplysninger, der er anført, kan have ændret sig i forhold til produktionstidspunktet, ligesom informationen ikke tager udgangspunkt i eller er tilpasset nogen kunders personlige forhold. Derfor opfordrer vi dig til at indhente yderligere og/eller opdateret information i banken. Arbejdernes Landsbank samt medarbejdere i banken kan have positioner i eller foretage køb eller salg mv. af i de værdipapirer, som er omtalt.