

## Finanspolitikken i 2014

- **De Økonomiske Råd (DØR), Økonomi- og indenrigsministeriet (ØIM) samt Nationalbanken (NBK) har fremlagt nye konjunkturvurderinger i løbet af foråret. De peger alle på en vis fremdrift i økonomien men at konjunkturerne fortsat vil være ret svage i 2014.**
- **Med udgangspunkt i disse skøn og en enkel, stabiliseringspolitisk tommelfingerregel kan det anslås, at finanspolitikken i 2014 bør have en aktivitetsvirkning på mellem 0 og godt ½ pct. af BNP, hvis det alene er konjunktursyn, som skal være retningsgivende. Beregningen bygger på den finanspolitiske tommelfingerregel, som DØR analyserede sig frem til i deres forårsrapport fra 2007.**
- **Ifølge ØIM vil den finanspolitik, som i øjeblikket ligger i kortene, medføre et negativt vækstbidrag på ca. 0,2 pct. af BNP i 2014. Men samtidig ser det ud til, at der fortsat er luft i budgettet for 2014, uden at man bryder med EU's henstilling, samt reglerne i Budgetloven og stabilitets- og vækstpagten.**
- **Hvis regeringen fortsætter sin strategi med at gå til grænsen af, hvad reglerne tillader, kan finanspolitikken lempes midlertidigt med op mod 7 mia. kr. i forhold til det som nu er planlagt. Det ville betyde, at finanspolitikken samlet kunne styrke væksten med op til 0,2 pct. af BNP i 2014, hvilket er indenfor det nævnte interval. Hvis talgrundlaget i Økonomisk Redegørelse lægges til grund, er det derfor ikke budgetlov eller EU-regler, som står i vejen for en finanspolitik, der er nogenlunde afstemt med konjunktursituationen.**
- **DØR vurderer imidlertid, at den planlagte finanspolitik i 2014 vil svække væksten med ¾ pct. – dvs. væsentligt mere end det, som ØIM vurderer. Det kan forklare, at DØR venter et større outputgab i 2014 end ØIM. Og det betyder, at der i givet fald skal bruges væsentligt flere penge for at sikre en neutral eller svagt lempelig finanspolitik til næste år - og det ville i givet fald bryde med budgetlovens bestemmelser. Det er således ikke mindst på dette**

punkt, at DØRs og regeringens vurdering adskiller sig fra hinanden.

- Det er uheldigt, hvis de forskellige finanspolitiske anbefalinger på den måde knytter sig til tekniske spørgsmål om opgørelsen af finanspolitikens aktivitetsvirkninger. Det bør sikres, at opgørelserne sker efter sammenlignelige og gennemskuelige principper, og der savnes en konsekvent og fuldt dækkende vurdering af de tiltag, som ikke direkte påvirker det offentlige budget, men som udgør en væsentlig del af den aktuelle historiefortælling om finanspolitikken. Det gælder fx metrobyggeri, reparation af almene boliger, vindmøller, Femern-broen, investeringer på spildevandsområdet, kloakker osv. Ellers er det vanskeligt, at vurdere virkningerne af de beslutninger, som udgår fra Folketinget mv. og det svækker mulighederne for at tilrettelægge en hensigtsmæssig finanspolitik i 2014.
- Under alle omstændigheder er det Krakas vurdering, at regeringen i sin tilrettelæggelse af finanspolitikken for 2014 bør fortsætte med at gå så tæt på EU-regler og budgetlov, som det nu er muligt. Det skal ses i lyset af den fortsat afdæmpede konjunktursituation, og at de offentlige finanser samlet set er i rimelig god stand, bl.a. som følge af de senere års reformer. Budgetreglerne skal imidlertid overholdes. Det er særligt vigtigt, at Danmark kommer ud af proceduren for uforholdsmæssigt store underskud i foråret 2014, hvor ECOFIN-rådet skal tage stilling til spørgsmålet. Det vil bl.a. kræve, at den strukturelle saldo styrkes med omkring 1½ pct. af BNP fra 2010 til 2013, og at det forventede underskud i 2015 ikke overstiger 3 pct. af BNP.

**Kontakt:**

**Jens Hauch**  
Cheføkonom  
Tlf.31407715

**Jakob Hald**  
Direktør  
Tlf. 31321179

## Dosering af finanspolitikken i 2014

### Hvilken aktivitetsvirkning er der som udgangspunkt brug for?

DØR anbefaler i den netop udgivne rapport (*Dansk Økonomi, Forår 2013*) en mere ekspansiv finanspolitik i 2014 end ØIM og NBK. En af forklaringerne er måske, at der ifølge DØR er mere ledig kapacitet i økonomien i 2014 end det, som Nationalbanken og regeringsøkonomerne anslår. Ifølge DØR udgør outputgabet ca. -3 pct. af BNP i 2014. ØIM og NBK når frem til, at outputgabet er noget mindre, henholdsvis -2½ og -1¼ pct. af BNP, jf. tabel 1.

**Tabel 1. Outputgab og finanspolitikkenes aktivitetsvirkning**

	Outputgab, 2014	Finanspolitisk aktivitetsvirkning	Korrigeret outputgab	Tommelfinger- Regel
DØR	-3	-¾	- 2¼	½
ØIM	-2½	-0,2	- 2¼	½
NBK	-1¼			ml. 0 og ¼

Anm. Det "korrigerede outputgab" er beregnet som outputgabet i 2014 korrigeret for det finanspolitiske bidrag, dvs. 1. minus 2. søjle. Aktivitetsvirkningen under tommelfingerreglen (sidste søjle) er opgjort som ¼ af det korrigerede outputgab. For NBK er der ikke fundet detaljerede oplysninger om vurderingen af finanspolitikken. Derfor er det beregningsteknisk lagt til grund, at finanspolitikken bidrager negativt med mellem -0,2 og -¾ af BNP i NBKs vurdering. I det ene tilfælde vil det korrigerede gab være mindre end -1 pct. af BNP. I dette tilfælde tilsiger den finanspolitiske regel en aktivitetsvirkning på 0.

Kilde: DØR (2013): *Dansk Økonomi, Forår 2013*. DØR (2007): *Dansk Økonomi, Forår 2007*. ØIM (2013): *Økonomisk Redegørelse, maj*. Nationalbanken og egne beregninger.

Disse skøn for outputgabet skal ses i sammenhæng med vurderingen af den finanspolitik for 2014, som i øjeblikket ligger i kortene. DØR mener, at den planlagte finanspolitik i 2014 er væsentligt strammere end det, som ØIM finder frem til. Det kan ses som en forklaring på, at DØRs outputgab er større end det, som ØIM finder i 2014.

DØR finder således, at den politik, der aktuelt er planlagt, vil dæmpe væksten med ¾ pct. af BNP i 2014. Det dækker over en svagt negativ finanseffekt (-0,1 pct. af BNP), samt negative virkninger fra forskellige initiativer, som især virker via den private efterspørgsel. Det er bl.a. investeringsvinduet og tilbagebetaling af efterlønsbidrag. Disse tiltag er midlertidige og deres ekspansive virkninger ventes at ophøre fra 2014. Særligt må investeringsvinduet ventes at medføre lavere investeringer i 2014, end hvis det ikke var indført.

ØIM når derimod frem til, at finanspolitikken dæmper væksten med 0,2 pct. af BNP i 2014. Bidraget kommer fra en svagt positiv etårig finanseffekt (0,1 pct. af BNP) og negative virkninger fra andre dele af den medregnede politik. Blandt

andet indgår investeringsvinduet og efterlønsbidrag som i DØRs beregning, men også visse initiativer uden for det offentlige budget.

De to opgørelser af finanspolitikken er ikke helt sammenlignelige, og i begge tilfælde savnes en fuldt dækkende opgørelse af de tiltag, der sker via offentligt ejede selskaber og den almene sektor mv. – dvs. uden for det offentlige budget. Det drejer sig fx om metrobyggeri, Femern bælt-forbindelsen, kloakker, alment byggeri, vindmøller osv. I DØRs skøn er eventuelle bidrag herfra tilsyneladende ikke medtaget, mens der i regeringens opgørelse kun indgår en del af de semi-offentlige aktivitetsområder. Det er uheldigt da vurderingen af de finanspolitiske beslutninger ikke bør bero på, hvordan produktionen er organiseret.

Samlet er der imidlertid konsensus om, at vi har lavkonjunktur af en vis styrke med et pænt negativt outputgab i 2014. Ved en *neutral finanspolitik* ligger institutionernes skøn for outputgabets størrelse fra omkring -1 pct. af BNP (NBK) til ca. -2¼ pct. af BNP (ØIM og DØR). Ud fra rent konjunkturmæssige hensyn er der derfor ikke grundlag for stramninger af finanspolitikken i 2014.

DØR har tidligere (Forårsrapporten fra 2007) udviklet en tommelfingerregel, som kan give et bud på, hvordan finanspolitikken skal være i 2014, hvis konjunkturmæssige hensyn skal være retningsgivende. Reglen siger, at finanspolitikken samlet skal lempes med en fjerdedel af det samlede (negative) outputgab, men kun hvis outputgabets størrelse overstiger -1 pct. af BNP (for at undgå "finetuning"). Lægges denne regel til grund skulle finanspolitikken dermed samlet give et positivt aktivitetsbidrag på ca. ½ pct. af BNP i 2014, hvis de skønnede outputgab fra DØR og ØIM anvendes i beregningen. Hvis Nationalbankens opgørelse af outputgabets størrelse anvendes skal finanspolitikken i 2014 derimod være omtrent neutral eller måske svagt ekspansiv. Med afsæt i de tre institutioners skøn, ville reglen således samlet tilsi, at finanspolitikken skulle understøtte aktiviteten med 0-½ pct. af BNP i 2014, med vægten på den høje ende af intervallet, *jf. tabel 1*.

Den finanspolitiske regel skal som nævnt ses som en tommelfingerregel, der giver et udgangspunkt for vurderingen af finanspolitikken i en situation, hvor der fx ikke er risiko for højere renter som følge af svækket tillid til de offentlige finanser. Reglen ville eksempelvis ikke give mening for lande som Grækenland og Spanien, og næppe heller for Danmark, hvis finanspolitikken eksplicit og tilsigtet brød med reglerne i Stabilitets- og vækstpagten. Som det også anføres af DØR, kan reglen altså ikke stå alene. En vigtig fordel ved reglen er til gengæld, at den bygger på en analytisk tilgang, og at vurderingen af finanspolitikken dermed som udgangspunkt ikke bliver holdningspræget og baseret på uklare præmisser.

## Er der mere plads i budgettet?

Det er et centralt hensyn i tilrettelæggelsen af finanspolitikken, at Danmark kommer ud af proceduren for uforholdsmæssigt store underskud. Hvis det sker som forventet, vil det være budgetlovens bestemmelser, som i første omgang vil sætte grænser for finanspolitikken i 2014. Loven siger, at den strukturelle saldo ikke må udvise et underskud, som overstiger ½ pct. af BNP.

Med de foreløbige skøn fra ØIM, er der udsigt til, at den strukturelle saldo vil vise et underskud på 0,1 pct. af BNP i 2014, *jf. tabel 2*. Hvis der skal planlægges med en minimal margin ift. budgetlovens krav, er der dermed ca. 0,3 pct. af BNP eller 5½ mia. kr. som kan medgå til at lempe finanspolitikken i 2014, uden at komme i konflikt med budgetlovens grænse. Går man helt til grænsen er der ca. 0,4 pct. af BNP eller godt 7 mia. kr. i reserve. Disse tal skal dog ses i sammenhæng med, at skønnet for struktursaldoen kan blive revideret når der kommer mere information, og at grundlaget for finanspolitikken derfor kan være et andet allerede i efteråret, hvor finanslovsforslaget fremlægges.

Hvis det lægges til grund, at de 5-7 mia. kr. anvendes til at lempe finanspolitikken, så ville finanspolitikken i 2014 kunne understøtte væksten med mellem 0 og 0,2 pct., i stedet for at dæmpe væksten med 0,2 pct. (som i ØIMs skøn). Det kræver dog at pengene bruges på områder med høj finanseffekt. Det kunne fx være fremrykket vækst i det offentlige forbrug eller offentlige investeringer.

Dermed ville finanspolitikken være rimeligt afstemt med konjunktursituationen, idet aktivitetsvirkningen ville ligge inden for det interval på 0-½ pct. af BNP, som virker rimeligt med baggrund i de foreliggende konjunkturvurderinger fra DØR, NBK og ØIM, *jf. afsnit 1*.

**Tabel 2. Strukturel saldo i 2014 og afstand til grænse i budgetlov**

	ØIM	DØR
Strukturel saldo i 2014	-0,1	-0,4
Manko ift. budgetlovens grænse		
-Med margin på 0,1 pct. af BNP	-0,3 (5½ mia. kr.)	0
-Uden margin	-0,4 (7¼ mia. kr.)	-0,1 (1¾ mia. kr.)
Mulig aktivitetsvirkning	0 – 0,2 pct.	- 2/3 pct.
Manko ift. -¾ pct. af BNP		
-Med margin på 0,1 pct. af BNP		-0,3 (5½ mia. kr.)
-Uden margin		-0,4 (7¼ mia. kr.)
Mulig aktivitetsvirkning		-1/3 – -½ pct.

Anm: Alle kursiverede tal er opgjort af Kraka. Finanspolitikkenes aktivitetsvirkninger i første del af tabellen er opgjort som -0,3 plus virkningen af den lempelse, der kan gennemføres indenfor budgetlovens grænse, givet regeringsøkonomernes skøn for den strukturelle saldo i 2014. Med lille margin menes, at der forstsat efter lempelsen er 0,1 pct. af BNP til at grænsen nås. I den sidste del af tabel-

len (DØR-delen) er mankoen ift. grænsen beregnet med udgangspunkt i DØRs skøn for den strukturelle saldo, også i det tilfælde, hvor grænsen i budgetloven antages nedsat til -0,75 pct. af BNP. Finanspolitikens aktivitetsvirkninger tager her udgangspunkt i DØRs skøn på -3/4 pct. af BNP, hvortil kommer de viste lempelser inden for de anførte grænser. I beregningen af den mulige lempelse antages at BNP svarer til 1800 mia. kr. Det er desuden antaget at en lempelse på 0,1 pct. af BNP medfører en aktivitetsvirkning på 0,1 pct. af BNP. Den mulige lempelse i kroner er angivet i parentes.

Kilde: DØR (2013): Dansk Økonomi, Forår 2013, ØIM (2013): Økonomisk Redegørelse, maj 2013, samt egne beregninger

Ifølge regeringens foreløbige og usikre skøn (i det seneste Konvergensprogram fra april, 2013), vil underskuddet i 2015 være lige knap 3 pct. af BNP. Hvis finanspolitikken lempes i 2014 med virkning på finanserne ind i 2015 eller der kommer negative overraskelser fx fra pensionsafkastbeskatningen, kan det blive nødvendigt at opjustere det forventede underskud i 2015. Det vil i givet fald øge risikoen for, at man ikke kan komme ud af proceduren i 2014, og at dansk finanspolitik dermed kommer "under administration" i yderligere nogen tid, *jf. boks 1*. Det hensyn bør også indgå i fastlæggelsen af finanspolitikken for 2014.

Hvis der tages afsæt i DØRs mere kontraktive skøn for finanspolitikens aktivitetsvirkninger, skal der findes 10-15 mia. kr. for at sikre en aktivitetsvirkning, som er omtrent neutral. Det vil svække den strukturelle saldo med et lignende beløb og dermed bryde budgetlovens grænser.

Efter DØRs vurdering viser den strukturelle saldo et underskud på knap 0,4 pct. af BNP i 2014. Dvs. at der stort set ikke er plads til lempelser, hvis det hypotetisk blev lagt til grund, at det var DØRs opgørelse af den strukturelle saldo, som var basis for budgetloven. DØR anbefaler imidlertid samtidig, at budgetlovens grænser sættes ned fra -1/2 til -3/4 pct. af BNP, *jf. boks 1*. Det ville give mulighed for at planlægge en yderligere lempelse, som svarer til mellem 5½ og godt 7 mia. kr. (afhængig af om man fastholder en lille margin). Det er det samme, som når der tages udgangspunkt i ØIMs konjunkturgrundlag og den gældende grænse i budgetloven. Med en konsekvent anvendelse af DØRs konjunkturvurdering er der således kun et begrænset potentiale for at lempe finanspolitikken i 2014. Finanspolitikens aktivitetsvirkning ville, når DØRs skøn systematisk lægges til grund, være mellem -1/3 og -1/2 pct. af BNP.

## Boks 1. Krav i stabilitets- og vækstpagt og budgetlov

### **3 pct. grænsen**

I Stabilitets- og vækstpagten er det centrale krav, at de offentlige finanser ikke må vise underskud, som overstiger 3 pct. af BNP. Hvis et land bryder grænsen kan landet komme ind i EU's særlige "procedure for uforholdsmæssigt store underskud". Det medfører at

der skal gennemføres tiltag, som styrker de offentlige finanser med mindst ½ pct. af BNP i gennemsnit om året i en nærmere angivet periode.

Danmark er kommet ind i denne særlige procedure, og skal derfor styrke den strukturelle saldo med 1½ pct. af BNP fra 2011 til 2013. Danmark fik henstillingen herom i foråret 2010, og den daværende regering gennemførte derfor genopretningspakken (herunder dagpengereformen) med henblik på at leve op til henstillingen.

Hvis EU-kommissionen og EU's Økonomi- og finansministre (ECOFIN-rådet) finder, at Danmark lever op til denne henstilling, kan Danmark komme ud af proceduren igen. Det vil formentlig ske i foråret 2014, hvor kommissionen og ECOFIN skal tage stilling til spørgsmålet. Men det kræver givetvis, at det offentlige underskud også forventes at være omkring eller mindre end 3 pct. af BNP i 2015. Ellers kan man vanskeligt sige, at underskuddet mere vedvarende er bragt ned under grænsen.

Ifølge regeringens skøn (i det seneste Konvergensprogram fra april), er underskuddet i 2015 lige knap 3 pct. af BNP. Den strukturelle saldo skønnes til -0,2 pct. af BNP i 2015. Begge dele kan sætte nogle begrænsninger for finanspolitikken, også i 2014.

#### **MTO'en i Stabilitets- og vækstpagten og budgetloven**

Ifølge Stabilitets- og Vækstpagten skal det enkelte EU-land fastsætte et mellemfristet mål for den strukturelle offentlige saldo (*medium-term objective*, MTO). Disse mål fastsættes efter en fælles metode, som sætter minimumsstandarder for målsætningen.

For Danmark har mindstekravet gennem mange år været -½ pct. af BNP. Formålet med mindstekravet til MTO'en er bl.a. at sikre en tilstrækkelig stor sikkerhedsmargin, således at det faktiske offentlige underskud ikke overstiger Stabilitets- og Vækstpagtens 3 pct.s grænse i en normal lavkonjunktur.

MTO-målsætningen spiller en central rolle i finanspagten, hvor de deltagende lande forpligter sig til at overholde deres nationalt fastsatte MTO (dog som hovedregel mindst -½ pct. af BNP hvert år). Desuden har landene forpligtet sig til at forankre denne forpligtelse i national lov. I Danmark sker det i budgetloven.

I Budgetloven står således, at *"Den samlede budgetstilling på de samlede offentlige finanser skal være i balance eller udvise overskud"*, samt at dette krav anses for overholdt *"...hvis den strukturelle saldo er på niveau med det mellemfristede mål, der er fastsat i den reviderede stabilitets- og vækstpagt, og med en nedre grænse for et strukturelt underskud på 0,5 pct. af bruttonationalproduktet"*.

Sådan som loven er formuleret (den sidste bisætning), vil budgetgrænsen på -½ pct. af BNP således ikke automatisk blive ændret til fx -¾ pct. af BNP bare fordi mindstekravet til MTO'en (eller det nationalt fastsatte saldomål) skulle blive reduceret. En lavere grænse i loven ville således givetvis kræve en lovændring, hvilket som udgangspunkt kræver enighed blandt de partier, der var med til at beslutte budgetloven. Dvs. regeringspartierne, samt V og K.

EU-kommissionen har på grund af ændrede regneprincipper og ændret periodeafgrænsning fundet, at Danmark kan sætte MTO-mindstegrænsen den ned til  $-3/4$  pct. af BNP. Regeringen har imidlertid valgt at fastholde sine målsætninger for MTO'en, jf. *"Notat til Folketingets Finansudvalg og Europaudvalg vedr. EU-mindstekrav til mellemfristede mål for de offentlige finanser"*.

DØR har i forlængelse heraf foreslået, at man bør bruge anledningen til at sætte saldo-grænsen i budgetloven ned til  $-3/4$  pct. af BNP. Begrundelsen er bl.a., at det på kort sigt kan skabe lidt mere plads i finanspolitikken. DØR har imidlertid ikke foretaget en vurdering af, om man ved at nedsætte MTO-grænsen, vil komme i konflikt med den centrale 3-procents grænse i en normal lavkonjunktur. Det må ellers vurderes at være det centrale spørgsmål i sagen, idet de ellers er tale om en mere grundlæggende diskussion om 3-procents grænsen i Stabilitets- og vækstpagten.

Den MTO-grænse, der diskuteres, er som nævnt udtryk for en mindstegrænse for de nationale mål for den strukturelle saldo. Hvis den strukturelle saldo i Danmark svarede til  $-3/4$  pct. af BNP hvert år frem til 2020, ville finanspolitikken således være klart uholdbar. De formelle mellemfristede målsætninger, som Danmark har haft, har af samme grund været mere ambitiøse end mindstegrænsen. I 2020-planen sigtes efter strukturel balance i 2020, og det lægges til grund at den strukturelle saldo ikke må vise underskud på mere end  $1/2$  pct. af BNP i årene frem mod 2020 (hvilket er det hidtidige MTO-krav).

## Kort om konjunktursituation

På baggrund af den forventede konjunktursituation og den aktivitetsdæmpende politik, som aktuelt er planlagt i 2014, virker det fornuftigt, hvis regeringen fortsætter sin strategi med at lægge sig så tæt på budgetlovens bestemmelser og EU-kravene som muligt. Det kan – hvis ØIM's vurdering af finanspolitikken lægges til grund – medføre en aktivitetsvirkning i 2014, som er nogenlunde afstemt med den forventede konjunktursituation.

Der bør således lægges vægt på, at Danmark kommer ud af proceduren for uforholdsmæssigt store underskud i 2014, og at de øvrige EU-bestemmelser overholdes. Hvis der ønskes lidt robusthed overfor negative overraskelser, kan der argumenteres for, at man ikke på nuværende tidspunkt bruger alle frihedsgrader i den økonomiske politik, dvs. at man i planlægningen holder en lille afstand til de formelle grænseværdier. De krav der mere præcist stilles til den planlagte politik, må desuden kunne afklares nærmere med kommissionen.

Det er samtidig vigtigt at huske, at Danmark stadig har pænt store underskud på de offentlige finanser, og økonomien vil være meget skrøbelig overfor tab af tillid til den samlede økonomiske politik. Kombinationen af fastkurspolitik, stor udbredelse af variabelt forrentede og afdragsfrie lån, en stor finansiel sektor, samt at



Danmark er et lille land, stiller særlige krav om stærk offentlige økonomi og tillid til finanspolitikken, navnlig i dårlige tider. Det kan tilsige en vis forsigtighed i finanspolitikken, og særligt, at diverse regler og henstillinger overholdes.

### **Måske er der bedring på vej**

Samtidig er vækstudsigterne formentlig bedre end de har været i nogen tid. Pengepolitikken i ECB er historisk lempelig, og der er ikke udsigt til særligt markante stramninger det nærmeste år. Renteniveauet ser derfor ud til at blive forholdsvist (og usædvanligt) lavt i Danmark nogen tid endnu, hvilket isoleret set reducerer behovet for finanspolitiske lempelser. Det gælder navnlig hvis sundhedstilstanden i den finansielle sektor styrkes yderligere, og den strammere regulering af sektoren sker i et tempo, som ikke unødigt dæmper udlån og efterspørgsel.

Konkurrenceevnesvækkelsen under højkonjunkturen er også ved at være rettet op igen bl.a. i kraft af lave danske lønstigninger, ligesom der er tegn på grøde i boligmarkedet, hvor prisen på ejerlejligheder i storbyerne bl.a. er gået frem. Opsparingen er meget høj i husholdninger og virksomheder, og nedbringelsen af gæld efter højkonjunkturen er relativt fremskreden. Mange virksomheder har rationaliseret driften, og der er gennemført en række reformer, som kan styrke væksten, når konjunkturerne vender.

Det ser også ud til, at gældskrisen i Sydeuropa er ved at komme under mere kontrol. Det kan styrke tilliden og optimismen også i Danmark. Risikopræmierne i landene er reduceret siden sidste sommer, bl.a. i kraft af ECBs lancering af sit opkøbsprogram og på trods af usikkerheden i tilknytning til det Italienske parlamentsvalg og den klodsede håndtering af Cypren-krisen. Kapitalflugten fra landene er ophørt eller vendt, og der er gennemført forskellige strukturreformer, som kan understøtte væksten i landene, når opgangen på et tidspunkt får fat.

Samtidig er det centralt at flere lande nu har fået mere tid til at genoprette deres finanser, uden at det tilsyneladende har forøget deres statsrenter eller presset på deres banksystemer i nævneværdigt omfang. I EU-landene er hovedparten af de planlagte finanspolitiske stramninger gennemført. Selv om de finanspolitiske udfordringer fortsat er store i hele den vestlige verden, er der således færre synlige negative risici end tidligere, og dermed større sandsynlighed for en periode med pænere vækst i produktion og efterspørgsel.

### **Uklart hvor mange ledige resurser der er i økonomien**

Endelig er det uklart hvor mange ledige resurser der egentlig er i økonomien og på det danske arbejdsmarked. De seneste to-tre år har BNP ligget ret fladt,

mens ledigheden har været uændret og beskæftigelsen kun er faldet svagt. Det kan indikere at den underliggende produktivitetsvækst måske er mindre end det, der er lagt til grund i beregningerne af outputgabene. Desuden er en væsentlig del af outputgabets udtryk for, at arbejdsstyrken er faldet meget under krisen. Det er imidlertid uklart, hvorvidt ny fremgang vil trække arbejdsstyrken op igen, samt hvor mange arbejdskraftressurser, der i givet fald er tale om.

Efter DØR's skøn er beskæftigelsen omkring 100.000 lavere end i en normal konjunktursituation. Det svarer til, at beskæftigelsen under normale forhold skulle kunne være godt 50.000 større end i 2006, der ellers ses som et år med højkonjunktur. Regeringsøkonomerne og Nationalbanken vurderer også, at der er et relativt stort beskæftigelsesgab, men de ligger under DØR's skøn. I alle vurderinger er det særligt et stort fald i arbejdsstyrken siden 2008, der tages som udtryk for, at der er mange ledige ressourcer på arbejdsmarkedet.

Hvis man ser på bruttoledigheden er der derimod ikke så langt op til fuld kapacitetsudnyttelse. Bruttoledigheden er i dag lavere end i 2006, og markant mindre end i 2001, hvor den forrige SR-regering gik til valg på en vellykket økonomisk politik i 0'erne. Langtidsledigheden er også lav i historisk målestok. I Efterårsrapporten fra 2012 regnede DØR sig frem til, at bruttoledige havde mindst lige så stor sandsynlighed for at komme i job i 2011 (dvs. efter finanskrisen) som i 2005 og 2006, som normalt opfattes som neutrale eller ligefrem højkonjunkturår.

Også beskæftigelsen – herunder den private beskæftigelse – er faktisk højere end i 2005, som normalt ses som et fornuftigt konjunkturår. Når der i dag er lavkonjunktur, i betydningen færre beskæftigede end i en normal konjunktursituation, skal man derfor se det i sammenhæng med, at den strukturelle beskæftigelse er steget væsentligt. Ifølge DØR's seneste tal har fremgangen været på ca. 100.000 fra 2005 til 2013. Det styrker vækstgrundlaget på lidt længere sigt og afspejler bl.a. befolkningsudviklingen, flere udenlandske arbejdere i Danmark og reformer på arbejdsmarkedet (fx for de lidt ældre årgange).

Dansk økonomi er således i en lavkonjunktur, det gælder også arbejdsmarkedet, men bruttoledigheden er relativt lav i historisk målestok, og det er ikke usandsynligt at der inden for få år kan opstå flaskehalse og fornyet lønpres, når et opsving begynder at få fat. Tilsvarende kan boligmarkedet formentlig hurtigt skifte gear, når vilkårene er til stede. Flere af de forhold, som var med til skabe de kraftige boligprisstigninger i 0'erne, er således mere eller mindre intakte. Det gælder bl.a. ejendomsværdiskattestoppet og adgang til lån med lav ydelse. Men det ændrer ikke på, at en svagt lempelig finanspolitik i 2014 forekommer mere hensigtsmæssig end en egentlig stramning. Det forudsætter imidlertid, at lem-

pelsen har midlertidig karakter og at pengene kan findes uden at komme i en ny konflikt med EU-reglerne.