

KAPITEL I

KONJUNKTURVURDERING

I.1 Indledning

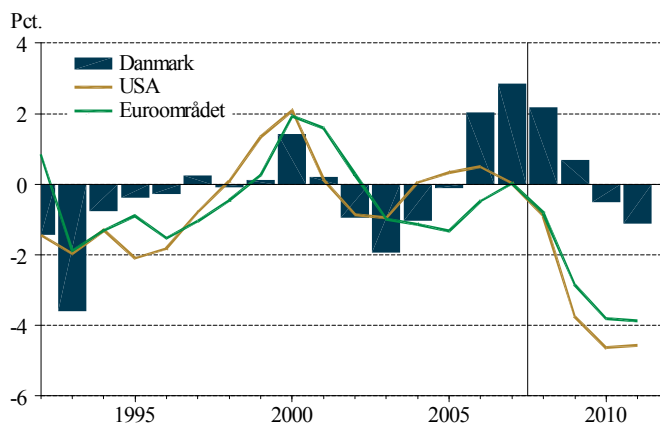
Finansiell krise giver økonomisk tilbageslag

Den globale finansielle uro er forøget markant de seneste måneder med voldsomme fald i aktiekurserne, store problemer i den finansielle sektor og stigende renter. I Danmark kom kronen under pres i oktober, og Nationalbanken måtte ensidigt hæve renten i flere omgange. Den finansielle krise har nået et omfang, der vil føre til et mærkbart internationalt realøkonomisk tilbageslag. Væksten i USA er allerede negativ, og der er udsigt til negative vækstrater i 2009 i flere lande, herunder også i Danmark.

Gunstig udgangspunkt i Danmark

Udgangspunktet for dansk økonomi er heldigvis gunstigt, også sammenlignet med udlandet. Hvor dansk økonomi i flere år har oplevet en kraftig højkonjunktur, har USA og euroområdet ikke oplevet helt samme opgang. Output gap, der måler produktionens størrelse i forhold til en normal konjunktursituation, er således større i Danmark end i USA og euroområdet. Endvidere er der ingen alvorlige balanceproblemer i dansk økonomi, der er store overskud på såvel betalingsbalancen som de offentlige finanser. Selv om væksten i Danmark ventes at falde tilbage på linje med vækstudsigterne i flere andre lande, forudses der en mildere lavkonjunktur i Danmark end i udlandet, jf. figur I.1.

Figur I.1 Output gap



Anm.: Output gap er defineret som forskellen mellem faktisk og strukturelt BNP målt i pct. af strukturelt BNP. For Danmark er strukturelt BNP OECD's bud til og med 2005 og derefter egne skøn. For USA og euroområdet er strukturelt BNP beregnet af OECD, og det er antaget, at væksten i strukturelt BNP i 2010 og 2011 er uændret i forhold til 2009, dvs. 2,4 pct. for USA og 1,9 pct. for euroområdet. Overgangen til prognoseperioden er markeret med lodret streg.

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

Periode med høj vækst erstattes af lavkonjunktur

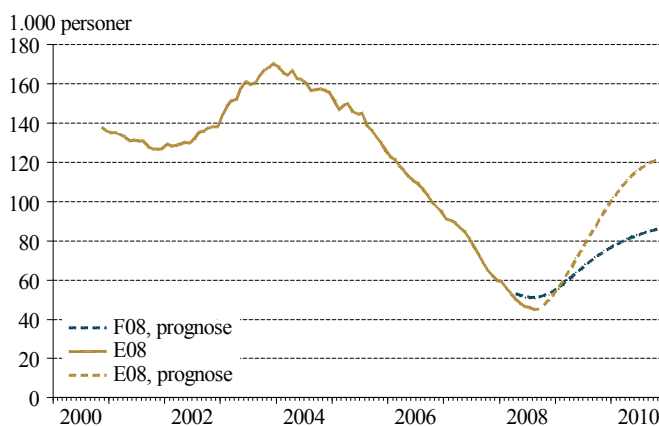
Danmark har i flere år oplevet en høj vækst, som har været bredt funderet på såvel høj indenlandsk som høj udenlandsk efterspørgsel. Beskæftigelsen er steget til et historisk højt niveau, og ledigheden er faldet markant. Den høje vækst og faldende ledighed har bragt økonomien nær kapacitetsgrænsen, og det skønnes, at BNP i 2007 lå knap 3 pct. over niveauet i en normal konjunktursituation. Selv om ledigheden er fortsat med at falde, har der siden slutningen af 2007 været en afdæmpet vækst i den økonomiske aktivitet, og den seneste udvikling på de finansielle markeder gør, at der må forventes en mere brat nedgang i efterspørgselsvæksten. I de kommende år ventes perioden med højkonjunktur dermed at blive afløst af en decideret lavkonjunktur.

**Væksten
nedjusteres
markant ...**

**... og nu forudses
en hård landing**

BNP er kun steget med 0,2 pct. i første halvår 2008 i forhold til samme periode året før. I andet halvår 2008 og igennem 2009 forventes også lav vækst og sandsynligvis flere kvartaler med direkte fald i BNP. Herefter ventes BNP at vokse svagt i takt med, at den internationale økonomi stabiliseres. I år ventes BNP således at vokse omkring $\frac{1}{2}$ pct., mens væksten i 2009 skønnes at blive omkring $-\frac{1}{2}$ pct. Dette forløb indebærer en markant nedjustering i forhold til den seneste konjunkturvurdering i *Dansk Økonomi, forår 2008*. Der forventes nu, at output gap bliver negativt allerede i 2010, og at ledigheden vil stige hurtigere, jf. figur I.2. Den forventede udvikling indebærer med andre ord en hård landing efter perioden med høj vækst, hvor vurderingen i foråret var, at der var udsigt til en klart mere blød landing.

Figur I.2 Ledighed



Anm.: Seneste observation i nærværende prognose (E08) er september 2008, og seneste observation i *Dansk Økonomi, forår 2008* (F08) var marts 2008.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, og egne beregninger.

**Væksten begrænses
af fald i
efterspørgslen**

Den forventede lave vækst i de kommende år er et resultat af en mærkbart afdæmpet udvikling i efterspørgslen. På samme tid indebærer den historisk lave ledighed imidlertid, at der fortsat er et betydeligt pres på store dele af arbejdsmarkedet. Selvom der er stor usikkerhed om niveauet for den strukturelle ledighed og dermed for produktions-

niveauet i en normal konjunktursituation, er der ikke tvivl om, at en normalisering af konjunkturerne under alle omstændigheder ville kræve en periode med lav vækst i produktionen og en stigning i ledigheden.

**Den finansielle
krise er eskaleret**

Den finansielle krise, som startede sidste sommer, er de seneste måneder blevet forværret og har ført til manglende likviditet, stigende risikopræmier, konkurser i banksektoren og kraftige fald i aktiekurserne. I flere lande er der gennemført redningspakker for at skabe stabilitet på finansmarkederne og i banksektoren. I forsøget på at afhjælpe krisen har centralbanker og regeringer stillet likviditet til rådighed og indskudt kapital i banker og kreditinstitutioner. Dette gælder både i USA og de fleste europæiske lande. I et yderligere forsøg på at stabilisere det finansielle system og understøtte realøkonomien gennemførte flere centralbanker i begyndelsen af oktober 2008 en koordineret nedsættelse af den pengepolitiske rente. Ultimo oktober sænkede centralbanken i USA igen den pengepolitiske rente med 0,5 pct.point til 1 pct. Primo november sænkede ECB den pengepolitiske rente med yderligere 0,5 pct.point, mens Bank of England samtidig sænkede sin rente med hele 1½ pct.point. ECB's rente er nu 3,25 pct., hvilket er 1 pct.point mindre end i sommer.

**De finansielle
markeder fungerer
ikke effektivt**

Manglende tillid og frygt for, at modparten går konkurs, har gjort bankerne meget tilbageholdende med at låne til hinanden, og reelt brød interbankmarkedet sammen i september måned. Bankerne har lidt store tab, og der er en stor risiko for en såkaldt kreditklemme, hvor kreditinstitutterne reducerer låneudbuddet mere, end konjunkturudviklingen tilsiger. Redningspakkerne og rentenedsættelserne forsøger at modvirke dette. Det er dog endnu ikke muligt at vurdere redningstiltagenes fulde virkning, men udsigten for den internationale økonomi må under alle omstændigheder vurderes at være dystre.

Redningspakker skal bidrage til at redde danske banker og realkreditobligationer

Den internationale finansielle krise påvirker også dansk økonomi. Flere danske banker er kommet i vanskeligheder og er blevet hjulpet af Nationalbanken eller opkøbt af andre banker. I Danmark er der også iværksat en redningspakke af regeringen og bankerne, der giver statsgaranti for bankindskud og søger dermed at sikre finansiel stabilitet. Den danske redningspakke indebærer, at bankerne selv skal dække tabet af de første 35 mia. kr., der måtte opstå. Det er således ikke i første omgang skatteyderne, som skal betale, hvilket er tilfældet i mange andre lande. Regeringen har også lempet reglerne for pensionssekskabernes hensættelser. Lempelserne har blandt andet til hensigt at stabilisere udviklingen på markedet for realkreditobligationer, hvor renten som følge af den finansielle uro er steget markant.

Usikkerhed om konsekvenserne af den finansielle krise

Den finansielle krise indebærer, at der er stor usikkerhed om den realøkonomiske udvikling. På den ene side kan det naturligtvis ikke afvises, at de negative effekter af finanskrisen er overvurderet i denne prognose. De omfattende aktioner fra de fleste landes centralbanker og regeringer indikerer en betydelig vilje til at modvirke finanskrisens negative effekter, og det er muligt, at de finansielle markeders funktionsevne som følge heraf genoprettes hurtigere end implicit antaget i prognosen. Der er dog også en risiko for, at den finansielle krise får større realøkonomiske konsekvenser end forudsat i prognosen. Den negative udvikling i forbrugernes og erhvervslivets forventninger kan blive selvforstærkende, hvilket kan trække forbrug, investeringer og produktion nedad. Faldet i aktiekurser og boligpriser kan fortsætte, og de massive redningspakker kan forårsage så betydelige omkostninger på statsbudgetterne, at risikopræmierne på de ellers sikre statspapirer øges. I afsnit I.8 præsenteres derfor et risikoscenarium, hvor væksten i udlandet er lavere, og hvor faldet i boligpriserne er større, og væksten i det private forbrug er mindre end i nærværende prognose. I risikoscenariet falder BNP-væksten til omkring $-1\frac{1}{4}$ pct. i 2009, hvilket er ca. $\frac{3}{4}$ pct.point lavere end i prognosen. Også i 2010 bliver væksten i risikoscenariet lavere, og ledigheden stiger til ca. 170.000 personer inden for de næste tre år, hvilket er omkring 50.000 personer mere end i prognosen. Risikoscenariet indebærer lavere vækstrater og en længere lav-

konjunktur end det økonomiske tilbageslag i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Ledigheden vil dog være lavere og balanceproblemerne mindre end i 1980'erne.

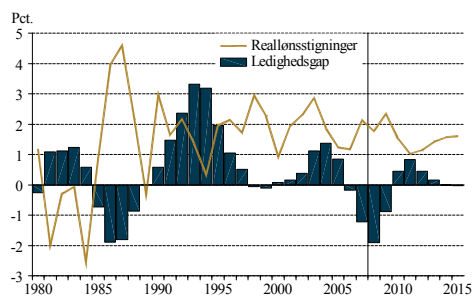
Kapacitetspres som i 1980'erne, men betydelige forskelle

De seneste år har ligesom perioden frem imod overophedningen i 1980'erne været karakteriseret ved høj vækst og markante fald i ledigheden. Den gang blev højkonjunktoren efterfulgt af syv år med lav vækst og stigende ledighed. Siden 1980'erne har skattereformer og struktur-reformer på arbejdsmarkedet dog understøttet væksten, og skønnet over den strukturelle ledighed er reduceret fra omkring 250.000 personer i 1980'erne til omkring 100.000 personer i dag. Samtidig er den danske økonomi i dag væsentligt mere åben, end den var i 1980'erne. Selvom den faktiske ledighed også er faldet og er betydeligt lavere end den strukturelle ledighed, har reallønsstigningerne ikke været nær så høje som i 1980'erne, jf. figur I.3a.

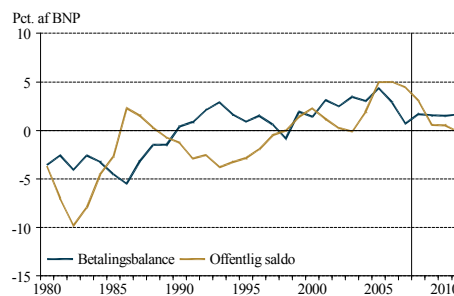
Økonomien i dag er mere robust ...

Dansk økonomi var i 1980'erne karakteriseret ved betydelige ubalancer med kraftig forværring af betalingsbalancen og et stort underskud på de offentlige finanser, jf. figur I.3b. Udviklingen var uholdbar, og det var nødvendigt at stramme den økonomiske politik. Stramningen af den økonomiske politik var en væsentlig del af forklaringen på, at perioden med lav vækst i kølvandet på overophedningen kom til at vare længe. I dag er der ikke tilsvarende problemer med ubalancer, og selv i et risikoscenarium vil der være overskud på betalingsbalancen og begrænset underskud på de offentlige finanser. Hvis konjunkturerne udvikler sig meget negativt, er der derfor i modsætning til i 1980'erne et råderum til ved hjælp af ekspansiv finanspolitik at begrænse effekterne af lavkonjunkturerne.

Figur I.3a Løn og ledighed



Figur I.3b Balancer



Anm.: Ledighedsgap er forskellen mellem faktisk og strukturel ledighed.

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

**... så
lavkonjunkturen
bliver næppe
så slem som i
1980'erne**

Strukturreformer på arbejdsmarkedet, lavere reallønsstigninger og ingen balanceproblemer er således nogle faktorer, der peger på, at lavkonjunkturen bliver mere begrænset end for 20 år siden. Et usikkerhedsmoment er dog den finansielle krise. Lavkonjunkturen sidst i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne var dog også præget af international recession, en nordisk bankkrise og en europæisk valutakrise i slutningen af perioden, men den finansielle krise i dag er af større omfang. Samlet vurderes perioden med lav vækst dog at blive kortere og knap så dyb som i lavvækstperioden fra 1987 til 1993.

Hovedtræk i konjunkturvurderingen

**Forbrugsfesten
er slut**

Sidste år voksede det private forbrug med 2,4 pct. efter tre år med vækst over 3½ pct. I første halvår 2008 steg det private forbrug kun med 0,2 pct. i forhold til andet halvår 2007. Samtidig er forbrugertilliden faldet til det laveste niveau siden slutningen af 1980'erne. I andet halvår 2008 ventes det private forbrug at falde, hvilket indebærer, at væksten i det private forbrug i indeværende år bliver omkring ¾ pct. Boligpriserne er begyndt at falde, hvilket mindsker de store boligformuer, der er opbygget gennem de seneste år, og som har understøttet det private forbrug. I år og de kommende år ventes boligpriserne – og dermed også boligformuerne – at falde yderligere. Det private forbrug holdes dog oppe af de skattelettelser, der er givet i 2008 og

2009, og af den fortsatte suspension af den Særlige Pensionsordning (SP). Fremadrettet ventes lav vækst i det private forbrug i takt med afdæmpningen af konjunkturerne, faldende boligpriser og faldende beskæftigelse, jf. tabel I.1. Den lave vækst i forbruget indebærer, at forbrugskvoten ventes at falde.

**Boligpriserne
falder fortsat**

Boligpriserne har været stigende de seneste 14 år som følge af fald i renten og gode konjunkturer. Væksten i boligpriserne var særligt kraftig i 2005 og 2006, men aftog i 2007. I første halvår 2008 er boligpriserne faldet, og antallet af boliger til salg er steget markant. Som følge af højere renter, den finansielle uro og udsigten til faldende beskæftigelse ventes boligpriserne at falde yderligere i de næste år. Fra 2008 til 2011 ventes samlet et reelt boligprisfald på omkring 20 pct. Dette vil bringe de reale huspriser ned på et niveau, der svarer til niveauet i 2005.

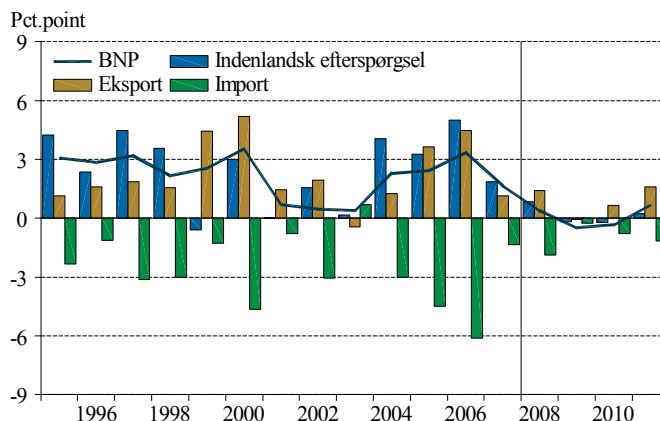
**Investeringer
aftager**

De stigende boligpriser i det seneste årti har ført til stigende boliginvesteringer, og boliginvesteringerne udgør i dag en markant større andel af BNP, end de har gjort de seneste 20 år. Det forventede fald i boligpriserne indebærer faldende byggeaktivitet, og boliginvesteringernes andel af BNP ventes derfor at blive reduceret. Erhvervsinvesteringerne har også været kraftigt stigende i flere år. Fremadrettet begrænses erhvervsinvesteringerne af højere renter og aftagende efterspørgsel, og erhvervsinvesteringerne ventes at udvise deciderede fald de kommende år.

**Indenlandsk
efterspørgsel
aftager markant**

Bidraget til væksten i BNP fra den indenlandske efterspørgsel ventes på denne baggrund at falde til knap 1 pct. i år, og de kommende år ventes direkte fald i efterspørgslen, jf. figur I.4.

Figur I.4 Bidrag til BNP-vækst



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

Lav eksportvækst i de kommende år

De danske lønstigninger har i længere tid været markant højere end i udlandet, hvilket har forringet den danske konkurrenceevne og ført til tab af markedsandele. Samtidig har den internationale finansielle krise allerede sat negative spor på de danske eksportmarkeder. I de kommende år ventes både meget lav vækst i den udenlandske efterspørgsel og fortsatte tab af markedsandele som følge af udviklingen i lønkonkurrenceevnen. På denne baggrund ventes en meget lav eksportvækst i de kommende år.

Dæmpet udvikling i importen

I de seneste år har efterspørgslen været meget høj, og importen er steget kraftigt. Importkvoten er steget væsentligt mere end i en normal konjunktursituation, hvilket kan tilskrives, at økonomien har opereret nær kapacitetsgrænsen. I de kommende år ventes presset på arbejdsmarkedet at aftage og importkvoten at vokse mindre. Efter nogle år med negative vækstbidrag fra den samlede udenrigshandel vil nettoeksportens vækstbidrag dermed blive relativt tæt på nul i de kommende år. Dette afspejler nedgangen i de danske og udenlandske vækstudsigter, men det afspejler også forventningen om mindre pres på arbejdsmarkedet. Et mindre presset arbejdsmarked gør det i højere grad muligt at tilfredsstille efterspørgslen med dansk produktion, hvorfor efterspørgslen efter importvarer mindskes.

Tabel I.1 Hovedtal i konjunkturvurderingen

	Årets	Mængdestigning				
	priser	2007	2008	2009	2010	2011
	2007	2007	2008	2009	2010	2011
	Mia. kr.	Pct.				
Privat forbrug	827	2,4	0,8	1,1	0,6	-0,2
Offentligt forbrug	439	1,3	1,4	1,2	0,8	1,0
Offentlige investeringer	29	-10,0	2,0	0,5	1,9	2,0
Boliginvesteringer	117	4,8	-1,6	-8,5	-7,4	-1,6
Erhvervsinvesteringer	230	4,4	1,0	-4,1	-2,4	1,0
Lagerændringer	9	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.652	1,9	0,9	-0,2	-0,2	0,3
Eksport i alt	883	2,2	2,7	-0,1	1,2	2,9
Vareeksport	545	-0,4	1,9	-0,7	1,4	2,5
heraf industrivarer	366	1,4	2,4	0,2	1,4	3,4
Tjenesteeksport	337	6,7	3,9	1,0	0,9	3,5
Efterspørgsel i alt	2.535	2,0	1,5	-0,1	0,3	1,2
Import i alt	847	2,8	3,7	0,5	1,5	2,2
Vareimport	558	2,2	3,4	0,1	1,6	1,7
heraf industrivarer	446	2,3	3,3	0,1	1,7	1,7
Tjenesteimport	288	4,0	4,5	1,3	1,1	3,3
Bruttonationalprodukt	1.688	1,6	0,4	-0,5	-0,3	0,7
Bruttoværditilvækst	1.427	1,7	0,4	-0,3	-0,3	0,7
heraf private byerhverv	872	3,1	0,9	-0,6	-0,9	0,9

Tabel I.1 Hovedtal i konjunkturvurderingen, fortsat

	2007	2008	2009	2010	2011
	----- Pct. -----				
Forbrugerpriser	1,8	2,7	1,9	2,2	2,0
Eksportpriser	2,1	5,6	1,2	1,8	1,5
Importpriser	3,3	4,9	1,1	1,3	1,4
Timelønomkostninger	3,9	4,5	4,2	3,8	3,1
Kontantpris på boliger	5,2	-5,4	-7,8	-1,8	1,2
	----- Ændring i 1.000 pers. -----				
Arbejdsstyrke	48	-4	-18	-12	-10
Privat beskæftigelse	79	29	-53	-49	-20
Offentlig beskæftigelse	1	-5	8	1	1
	----- 1.000 pers. -----				
Ledighed	78	50	76	112	121
	----- Mia. kr. -----				
Betalingsbalance	12	29	28	28	31
Offentlig saldo	75	53	10	10	-3
Tilgodehavende i udlandet	-112	-82	-53	-25	6
Offentlig bruttogæld	441	387	377	368	371
	----- Pct. -----				
Realvækst i aftagerlande	3,3	1,7	0,3	1,5	2,5
Vækst i udlandets timelønomkostninger	2,9	2,9	2,6	2,2	2,7
Ændring i den effektive kronekurs	1,8	1,6	-2,0	0,0	0,0
10-årig obligationsrente	4,3	4,4	4,4	4,5	4,6
Timeproduktivitet i private byerhverv	-2,0	-0,3	2,6	2,2	2,2

Anm.: Mængdestigninger er angivet i kædeindeks. Mængdestigning i "Lagerændringer" angiver vækstbidraget til BNP, dvs. ændringen i lagerinvesteringerne i pct. af BNP det foregående år. Udviklingen i forbrugerpriserne er udtrykt ved væksten i deflatoren for det private forbrug. Det er antaget, at ændringen i den offentlige bruttogæld i fremskrivningsperioden er lig den offentlige sektors saldo ekskl. sociale kasser og fonde, og at ændringen i tilgodehavende i udlandet er lig saldoen på betalingsbalancen.

Kilde: Danmarks Statistik, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank, Bureau of Labor Statistics, EcoWin og egne beregninger.

Historisk god udvikling på arbejdsmarkedet

men ledigheden forventes at stige

Ledigheden er de seneste år faldet til et meget lavt niveau, og beskæftigelsen er steget betydeligt. Ledigheden er i september 2008 faldet til ca. 45.000 personer, hvilket vurderes at være væsentligt lavere end det ledighedsniveau, der på lang sigt er foreneligt med en indenlandsk inflation på niveau med inflationen i euroområdet. Beskæftigelsesstigningen har i de senere år været større end faldet i ledigheden, hvilket betyder, at arbejdsstyrken er steget. Manglen på arbejdskraft har de senere år bl.a. øget antallet af "grænsearbejdere" i Danmark. Manglen på arbejdskraft er imidlertid aftagende. Ledigheden har dermed nået bunden, og det forventes, at den vil stige mærkbart i de kommende år. Ifølge prognosen vil ledigheden i 2011 nå op omkring 120.000 personer, hvilket er godt 20.000 personer over det skønnede strukturelle niveau. Både beskæftigelse og arbejdsstyrke ventes at falde i de kommende år, beskæftigelsen forventes at falde ca. 110.000 personer, og arbejdsstyrken skønnes at falde ca. 40.000 personer. Mange af de udenlandske arbejdere ventes at rejse ud af landet igen i takt med, at konjunkturerne vender. Bag faldet i arbejdsstyrken ligger et konjunkturbetinget fald, men også et underliggende fald i det demografisk betingede arbejdsudbud.

Højere produktivitetsvækst ventes i de kommende år

Da beskæftigelsen steg mere end produktionen i 2007, faldt produktiviteten. Udviklingen i beskæftigelse og produktion i første halvår af 2008 tyder på et yderligere fald i produktivitsudviklingen. Den svage produktivitet kan skyldes, at den høje beskæftigelse har fået nye og mindre produktive grupper ind på arbejdsmarkedet, og at oplæring af nye medarbejdere har været ressourcekrævende. I de kommende år ventes produktiviteten at stige mere end normalt, idet de mindst produktive personer forventes at miste beskæftigelse først. Antagelsen om høj produktivitetsvækst fremover indebærer, at arbejdsgiverne nedbringer beskæftigelsen hurtigt. Givet den forventede udvikling i efterspørgsel og produktion kan det ikke udelukkes, at produktivitetsvæksten bliver lavere end antaget.

Højere lønstigninger

Den meget lave ledighed har ført til tiltagende lønstigninger. I 2. kvartal 2008 steg lønnen i industrien i forhold til samme kvartal året før med 4,5 pct. Indenfor bygge- og anlægsbranchen er lønstigningstakten dog

aftaget, idet lønnen i denne branche i 2. kvartal kun steg med 4,7 pct. mod lønstigningstakter på over 5 pct. de foregående to kvartaler. I år ventes en lønstigningstakt omkring 4½ pct. Lønstigningstakten skønnes at aftage i de kommende år, da den stigende ledighed vil fjerne en del af presset fra arbejdsmarkedet. Selvom reallønsstigningerne har været begrænsede, er størrelsen af lønstigningerne problematiske, idet de er markant højere end lønstigningerne i udlandet. Da de højere danske lønstigninger ikke har været modsvaret af højere produktivitetstigninger – snarere tværtimod – har udviklingen indebåret en markant forringelse af konkurrenceevnen, der ventes at fortsætte de kommende år.

Højere prisstigningstakt

De tiltagende lønstigninger har også bidraget til stigning i inflationen. Den tiltagende inflation har dog primært været forårsaget af stigende importpriser, herunder stigende olie- og fødevarerpriser. I år ventes inflationen, målt ved deflatoren for det private forbrug, at være ca. 2¾ pct. Inflationen ventes at ligge omkring 2 pct. i de kommende år.

Lempelig finanspolitik

Finanspolitikken har været ekspansiv de seneste år, og den har dermed bidraget til at øge og fastholde presset på arbejdsmarkedet. Også i 2008 og 2009 er der med skattelettelser og en relativ høj vækst i det offentlige forbrug lagt op til en lempelig finanspolitik. De offentlige finanser har de senere år udover af de gunstige konjunkturer været positivt påvirket af høje indtægter fra olieudvindingen i Nordsøen. I de kommende år ventes overskuddet at blive mærkbart reduceret som følge af dels den stigende ledighed, dels lempelserne af finanspolitikken og lavere skatteindtægter fra Nordsøen, selskabsskatten og skatten på pensionsafkast.

Ændringer i konjunkturvurderingen

Grundlaget for konjunktur- vurderingen

Konjunkturvurderingen er baseret på De Økonomiske Råds Sekretariats makroøkonometriske model SMEC og de senest tilgængelige statistiske oplysninger. Nationalregnskabet foreligger frem til 2. kvartal 2008, mens flere indikatorer rækker ind i andet halvår.

**Kraftig
nedjustering ...**

Den negative udvikling på de finansielle markeder de seneste måneder har medført en meget markant nedjustering af vækstudsigterne. Vækstskønnet for BNP er således nedjusteret med knap 1 pct.point i 2008, godt 1¼ pct.point i 2009 og 1 pct.point i 2010 i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2008*, jf. tabel I.2 og figur I.5a. Nedjusteringen af vækstskønnet for Danmark er af samme størrelsesorden som den nedjustering, der er foretaget af væksten i udlandet. EU-Kommissionen har eksempelvis primo november nedjusteret skønnet for BNP-væksten i euroområdet med godt ½ pct.point i år og 1½ pct.point i 2009 i forhold til prognosen fra maj 2008. IMF's skøn fra oktober for væksten i euroområdet i 2009 var omkring 1 pct.point lavere end i prognosen fra april, mens væksten i USA i 2009 var blevet nedjusteret med ½ pct.point. Primo november har IMF foretaget yderligere nedjusteringer i forhold til prognosen fra oktober. BNP-væksten i USA og euroområdet i 2009 er blevet nedjusteret yderligere med 0,8 pct.point hhv. 0,7 pct.point. I nærværende prognose er vækstskønnet for den sammenvejede udenlandske vækst nedjusteret med godt 1¾ pct.point i 2009 og knap 1 pct.point i 2010.

**... også i andre
prognoser**

Tabel I.2 Skøn for dansk økonomi, forår 2008 og efterår 2008

	Forår 2008				Efterår 2008			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
	----- Mængdestigning i pct. -----							
Privat forbrug	2,3	1,9	1,6	-	0,8	1,1	0,6	-0,2
Offentligt forbrug	1,3	1,2	0,8	-	1,4	1,2	0,8	1,0
Offentlige investeringer	4,3	6,0	1,9	-	2,0	0,5	1,9	2,0
Boliginvesteringer	-3,0	-3,8	-4,2	-	-1,6	-8,5	-7,4	-1,6
Erhvervsinvesteringer	3,4	1,2	1,3	-	1,0	-4,1	-2,4	1,0
Lagerændringer ^{a)}	0,0	0,0	0,0	-	0,1	0,1	0,0	0,0
Inkl. efterspørgsel i alt	1,8	1,3	0,9	-	0,9	-0,2	-0,2	0,3
Vareeksport	2,0	2,0	2,4	-	1,9	-0,7	1,4	2,5
Tjenesteeksport	5,1	2,8	2,2	-	3,9	1,0	0,9	3,5
Efterspørgsel i alt	2,3	1,6	1,4	-	1,5	-0,2	0,3	1,2
Vareimport	4,1	3,6	3,3	-	3,4	0,1	1,6	1,7
Tjenesteimport	4,1	2,5	2,1	-	4,5	1,3	1,1	3,3
Bruttonationalprodukt	1,3	0,8	0,7	-	0,4	-0,5	-0,3	0,7
BVT i private byerhverv	2,3	1,1	0,8	-	0,9	-0,6	-0,9	0,9
	----- Ændring i 1.000 pers. -----							
Arbejdsstyrke	-6	-5	-7	-	-4	-18	-12	-10
Privat beskæftigelse	17	-19	-24	-	29	-53	-49	-20
Offentlig beskæftigelse	1	1	1	-	-5	8	1	1
	----- 1.000 pers. -----							
Ledighed	53	66	83	-	50	76	112	121
	----- Pct. -----							
Forbrugerpriser ^{b)}	3,1	2,6	2,3	-	2,7	1,9	2,2	2,0
Eksportpriser	3,4	1,2	1,3	-	5,6	1,2	1,8	1,5
Importpriser	2,8	1,1	0,8	-	4,9	1,1	1,3	1,4
Timelønøkonomkostninger	4,9	5,0	4,4	-	4,5	4,2	3,8	3,1
Realvækst i aftagerlande	2,2	2,1	2,4	-	1,7	0,3	1,5	2,5
10-årig obligationsrente	4,4	4,6	4,8	-	4,4	4,4	4,5	4,6
Timeprod. i priv. byerhvv.	1,4	2,3	2,2	-	-0,3	2,6	2,2	2,2
	----- Mia. kr. -----							
Betalingsbalance	15	7	6	-	29	28	28	31
Offentlig saldo	69	56	42	-	53	10	10	-3

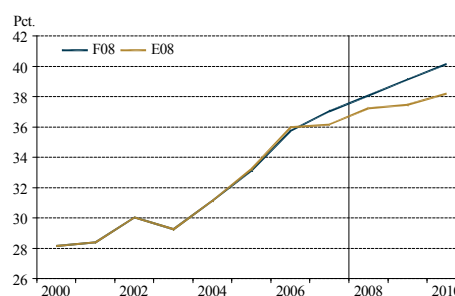
a) Vækstbidraget til BNP, dvs. lagerændringerne målt i pct. af BNP det foregående år.

b) Væksten i deflatoren for det private forbrug.

Figur I.5a BNP-vækst



Figur I.5b Importkvote



Anm.: Importkvoten vedrører kun handel med varer og er opgjort i forhold til BNP i faste priser.

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

Output gap lukkes hurtigere

Den lavere forventede vækst i BNP indebærer, at aktivitetsniveauet skønnes at blive normaliseret væsentligt hurtigere end forventet i foråret. Output gap ventes således nu at blive reduceret fra knap 3 pct. i 2007 til omkring $-\frac{1}{2}$ til -1 pct. i 2010-11, hvor skønnet for output gap i 2010 i *Dansk Økonomi, forår 2008* var 1 pct. De lavere vækstudsigter indebærer med andre ord, at BNP-niveauet målt i forhold til en normal konjunktursituation nu skønnes at være omkring $1\frac{1}{2}$ pct. lavere i 2010 end forventet i foråret.

Lavere skøn på alle komponenter

Vækstforventningerne er nedjusteret på stort set alle efterspørgselskomponenterne. Skønnet for væksten i den samlede efterspørgsel er ændret fra $2\frac{1}{4}$ pct. til ca. $1\frac{1}{2}$ pct. i 2008, fra $1\frac{1}{2}$ pct. til knap $-\frac{1}{4}$ pct. i 2009 og fra ca. $1\frac{1}{2}$ pct. til ca. $\frac{1}{4}$ pct. i 2010.

Væsentlig lavere vækst i det private forbrug skyldes bl.a. større fald i boligprisen

I nærværende prognose skønnes en vækst i det private forbrug, der i 2008 er knap $1\frac{1}{2}$ pct.point lavere end skønnet i foråret, og i både 2009 og 2010 ca. 1 pct.point lavere. Vækstbidraget fra det private forbrug er dermed godt $\frac{1}{2}$ pct.point lavere i denne prognose end i *Dansk Økonomi, forår 2008*. Den markant lavere forbrugsvækst hænger sammen med den generelle nedjustering af vækstsønnet, men nærværende prognose indebærer også en nedjustering af forbrugskvoten. Den lavere forbrugskvote hænger blandt andet sammen med det markante fald i forbrugertilliden, der

er sket i forbindelse med, at finanskrisen eskalerede i efteråret 2008. Samtidig er skønnet over boligpriserne sat ned, blandt andet i lyset af en forventning om et højere niveau for boligrenterne. I 2009 forventes boligprisen nu at falde realt med ca. 9½ pct. mod et fald omkring 3½ pct. i forrige prognose. Isoleret set har ændringen i skønnet for boligpriserne medført en BNP-vækst i 2009, der er knap ½ pct.point lavere.

Lavere vækstbidrag fra investeringerne

De samlede investeringer skønnes i denne prognose at falde i det kommende år, mens det i *Dansk Økonomi, forår 2008* var forventningen, at investeringerne ville være omtrent uændret i 2009. Det er især maskininvesteringerne, der forventes at udvise et relativt stort fald i lyset af den aftagende efterspørgsel, men også boliginvesteringerne forventes nu at falde mere som følge af det større fald i boligprisen. Nedjusteringen af udviklingen i investeringerne indebærer, at vækstbidraget fra investeringerne i 2009 er omkring ¾ pct.point mindre i nærværende prognose end i foråret.

Udsigt til større lavkonjunktur i udlandet

Den globale afmatning og finansielle krise påvirker de danske eksportmarkeder, og i de kommende år skønnes nu en markant lavere BNP-vækst i udlandet. I 2008, 2009 og 2010 er væksten i Danmarks aftagerlande således nedjusteret med ca. ½ pct.point, godt 1½ pct.point henholdsvis ca. 1 pct.point. Lavere vækst i udlandet smitter af på dansk eksport, og der ventes således et væsentligt lavere vækstbidrag fra eksporten i de kommende år. De mere dystre udsigter for væksten i udlandet er en relativt stor del af årsagen til, at der nu skønnes lavere vækst i dansk økonomi. Isoleret set medfører den lavere vækst på de danske eksportmarkeder, at BNP-væksten i Danmark bliver knap ¼ pct.point lavere i indeværende år, ca. ¾ pct.point lavere i 2009 og ca. ½ pct.point lavere i 2010.

Vækstbidrag fra nettoeksporten omtrent nul

Importen forventes også at reagere på udsigten til en mere mærkbar afmatning. Da importen er vokset meget under den aktuelle højkonjunktur, er importkvoten steget mere end i en normal konjunktursituation, men med udsigt til en større afmatning end i foråret ventes nu en noget mindre stigning i importkvoten, jf. figur I.5b. Samlet skønnes vækstbidraget

fra nettoeksporten at være tæt på nul i de kommende år, mens det var omkring minus ½ pct. i *Dansk Økonomi, forår 2008*.

Opjustering af skøn for udvikling på betalingsbalancen

Den mindre stigning i importkvoten indebærer, at skønnet over betalingsbalanceoverskuddet er opjusteret i forhold til skønnet i *Dansk Økonomi, forår 2008*. I foråret forventedes det, at betalingsbalancen ville blive forværret i de kommende år som et resultat af, at opsparingskvoten faldt hurtigere end investeringskvoten. Et kraftigere fald i investeringerne i nærværende prognose indebærer, at faldet i investerings- og opsparingskvote nu vurderes at blive stort set parallelt, hvilket indebærer, at betalingsbalanceoverskuddet vil være stort set uændret i de kommende år. Det højere skøn end i foråret for betalingsbalancen i 2008 skal bl.a. ses i lyset af, at løn- og formueindkomst fra udlandet har udviklet sig overraskende positivt i den forløbne del af 2008.

Fald i produktiviteten i 2008

Forventningen til udviklingen i beskæftigelsen i 2008 er blevet nedjusteret mærkbart. Dette skyldes primært de mere afdæmpede forventninger til efterspørgslen, men er også et resultat af en betydelig ændring i niveauet for beskæftigelsen i 2007, som er sket i forbindelse med, at Danmarks Statistik har revideret nationalregnskabet. Skønnet over produktivitetsvæksten er også sat ned i 2008. I *Dansk Økonomi, forår 2008* var det forventet, at produktiviteten oven på et markant fald i 2007 ville stige i 2008. Den forventede stigning er imidlertid udeblevet i første halvår. Udviklingen i første halvår peger derimod på et fald i produktiviteten, hvilket er baggrunden for nedjusteringen af skønnet for produktivitetsvæksten i 2008.

Mere drastisk stigning i ledigheden

Skønnet for ledigheden i 2008 er lavere end i den seneste konjunkturvurdering, da ledigheden mod forventning er fortsat med at falde hen over sommeren og efteråret. I 2009 skønnes imidlertid en hurtigere stigning i ledigheden end i *Dansk Økonomi, forår 2008*. Niveauet for ledigheden ved udgangen af 2009 skønnes nu at blive omkring 100.000 personer, hvor skønnet i foråret var omkring 75.000. I 2010 er ledighedsskønnet omkring 40.000 personer højere end i foråret.

Lavere lønstigninger

Forventningen til lønstigningerne i 2008 og 2009 er nedjusteret ca. ½ pct.point. Den lavere lønstigningstakt er et resultat af de markant nedjusterede vækstforventninger, og udsigten til højere ledighed. I 2010 skønnes lønstigningstakten nu at blive omkring 3¾ pct., hvilket er godt ½ pct.point lavere end i *Dansk Økonomi, forår 2008*. Inflationstakten er ligeledes nedjusteret, hvilket for 2009 blandt andet skyldes en lavere oliepris. I foråret forventedes en oliepris på godt 100 dollar pr. tønde i 2009-10, mens olieprisen nu antages at ligge på 80-85 dollar i disse år.

Nedjustering af skøn for offentlige finanser – bl.a. som følge af finanskrisen og lavere oliepris

Overskuddet på den offentlige saldo forværres i nærværende prognose markant fra 2007 til 2008 med en yderligere forværring i 2009. Konkret ventes nu et overskud i 2009 på kun 10 mia. kr., hvor der i *Dansk Økonomi, forår 2008* blev forudsagt et overskud på over 50 mia. kr. Den markante nedjustering skal delvis ses som et resultat af den kraftigere afmatning, der nu lægges op til. Indtægterne fra de generelle skatter er således nedjusteret, og udgifterne er opjusteret, bl.a. som følge af højere ledighed. To poster står dog for hovedparten af nedjusteringen af skønnet for den offentlige saldo, nemlig selskabsskatterne og pensionsafkastskatten. Selskabsskatterne er negativt påvirket dels af den lavere oliepris, der giver mindre indtægter fra Nord-søen, dels af mindre forventede overskud i erhvervslivet, herunder den finansielle sektor. Pensionsafkastskatten er især påvirket af den finansielle krise, hvor store kurstab indebærer, at pensionssektoren forventes stort set ikke at skulle betale skat hverken i 2008 eller 2009. Nedjusteringen af disse to poster står alene for en nedjustering på tilsammen 36 mia. kr. i 2009.

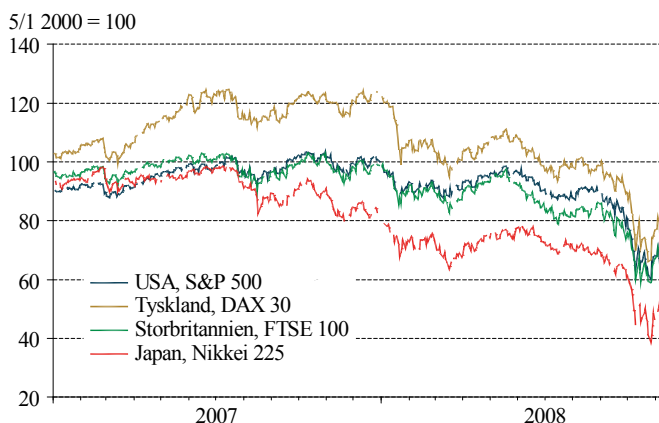
I.2 International baggrund

Finanskrisen fører til markant lavere global vækst

Den globale vækst er aftaget siden slutningen af 2007, og der er udsigt til endnu lavere vækst i år og næste år. De markant lavere vækstrater skal blandt andet ses i lyset af store prislefald på boliger, aktiekursfald, stigende renter og stramninger af kreditvilkårene som følge af finanskrisen samt en periode med høje energi- og fødevarerpriser. Den

finansielle krise eskalerede i oktober måned, hvor aktiekurserne på alverdens børser faldt med i størrelsesordenen 20 til 40 pct., jf. figur I.6. Trods omfattende tiltag fra regeringer, centralbanker og tilsynsmyndigheder har den finansielle krise nået et omfang, der gør, at en omfattende økonomisk afmatning med negativ vækst i flere lande må imødeses. For 2009 forventes således svagt negativ vækst i Europa og en negativ vækst på ½ pct. i USA, jf. tabel I.3.

Figur I.6 Aktiekursindeks



Anm.: Seneste observation er primo november 2008.

Kilde: EcoWin.

Udsigt til den værste krise i mange år

Udsigterne for den internationale økonomi er præget af betydelig usikkerhed. Den største usikkerhed vedrører konsekvenserne af den finansielle krise, herunder de afledte realøkonomiske effekter. Der er trods omfattende redningspakker, ekstraordinær likviditetstilførsel og en koordineret rentenedsættelse fortsat en betydelig nervøsitet på de finansielle markeder, og det er vanskeligt at vurdere, hvor alvorlig den økonomiske situation bliver. Nærværende vurdering tegner et billede af amerikansk økonomi, der indebærer en økonomisk recession med store fald i aktiekurser. Den negative udvikling er ikke begrænset til USA, og også i Europa forventes de laveste vækstrater i mange år. I slutningen af dette afsnit diskuteres den finansielle krise nærmere.

Tabel I.3 Hovedtræk i international konjunkturvurdering

	2008	2009	2010	2011
	----- Pct. -----			
Realvækst				
USA	1,5	-0,5	1,5	2,5
Euroområdet	1,1	-0,2	0,9	1,9
DKs aftagerlande ^{a)}	1,7	0,3	1,5	2,5
Inflation				
USA	4,4	1,5	1,0	1,5
Euroområdet	3,5	2,2	2,1	2,0
Lønomkostninger				
USA	3,7	2,6	1,2	2,0
Tyskland	2,5	3,1	2,4	2,7
DKs aftagerlande	2,9	2,6	2,2	2,7
Pengepolitiske renter				
USA	2,20	0,90	1,75	3,00
Euroområdet	4,00	2,90	2,75	3,25
Lange renter				
USA	3,80	4,00	4,10	4,40
Tyskland	4,10	4,00	4,10	4,40
	----- Dollar pr. tønde -----			
Oliepris, Brent	100	80	85	88
	----- Dollar pr. euro -----			
Dollar/euro-kurs	1,45	1,30	1,30	1,30

a) I bilagstabel I.1 er BNP-væksten i de enkelte lande angivet.

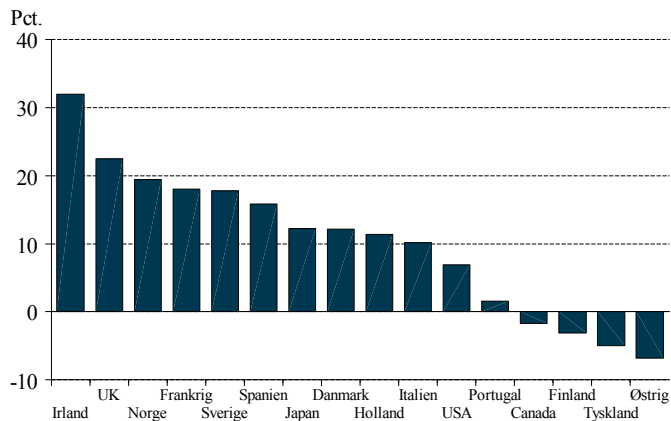
Anm.: Inflationen angiver stigningstakten i forbrugerprisindekset. Lønudviklingen angiver stigningstakten for timelønsomkostningerne i industrien. Renterne er gennemsnitlige årlige renter. De lange renter er renten på 10-årige statsobligationer.

Kilde: EcoWin og egne skøn.

Faldende boligpriser

En del af baggrunden for den finansielle krise er de seneste års store boligprisstigninger, der i de fleste OECD-lande er blevet afløst af stagnation eller prisfald. Den Internationale Valutafond (IMF) vurderer, at huspriserne indtil udgangen af 2007 har været mere overvurderet i en række europæiske lande end i USA, hvor afmatningen på boligmarkedet begyndte allerede i 2006, jf. figur I.7.

Figur I.7 Overvurdering af huspriser



Anm.: Prisfald i 2008 er ikke indregnet i figuren. Overvurderingen beregnes som den del af priserne, der ikke kan forklares ved grundlæggende faktorer som disponibel indkomst, demografiske forhold, kreditvilkår, aktiekurser samt renteutviklingen siden 1997.

Kilde: IMF. *World Economic Outlook – Financial Stress, Downturns, and Recoveries*. October 2008.

Sandsynligvis store makroøkonomiske konsekvenser

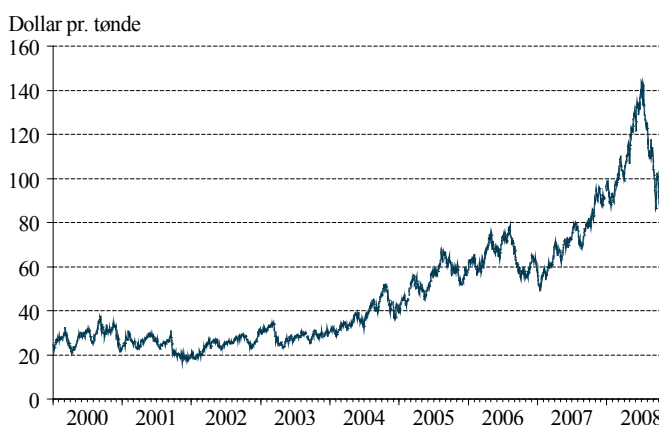
På baggrund af analyser af tidligere perioder med boligprisfald vurderer IMF, at de makroøkonomiske konsekvenser af faldende boligpriser er større, når de optræder sammen med en afmatning i økonomien (recession) og strammere kreditkrav, som det er tilfældet nu. Det gælder for både varighed af recessionen, afdæmpningen af BNP-væksten og stigningen i arbejdsløsheden.

Store udsving i olieprisen

De seneste år har olieprisen været særdeles volatil – fra en pris på omkring 50 dollar i begyndelsen af 2007 over en pris

på 145 dollar i juli i år til en pris på kun lidt over 60 dollar i slutningen af oktober, jf. figur I.8. Det markante olieprisfald siden sommeren er hovedsageligt et resultat af de mærkbart lavere vækstforventninger. Det er vanskeligt at vurdere ligevægtsniveauet for olieprisen, idet denne ikke alene afhænger af efterspørgslen, men også af de reaktioner der måtte ske på udbudssiden som følge af ændringer i markedsprisen. I prognosen antages det, at olieprisen i løbet af 2009 stiger til et niveau omkring 85 dollar pr. tønde, hvorefter den antages at stige med 3 pct. om året. Denne antagelse indebærer, at olieprisen i gennemsnit bliver ca. 100 dollar i 2008 og 80 dollar i 2009.

Figur I.8 Oliepris



Anm.: Figuren viser prisen på Brent-olie. Seneste observation er primo november 2008.

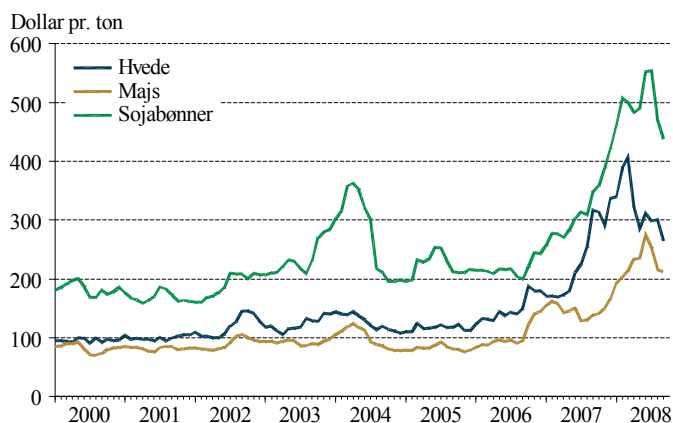
Kilde: EcoWin.

Fødevarepriserne er begyndt at falde

Prisstigningerne på fødevarer begyndte i 2006 og var hovedsageligt et resultat af stigninger i prisen på majs, hvede, ris, sojabønner samt raps- og palmeolie. Flere faktorer medvirkede til de stigende priser, bl.a. høj global vækst (og dermed stigende efterspørgsel), manglende ekstra produktionskapacitet, små fødevarelagre samt langsom tilpasning på udbudssiden. Af mere specifikke forklaringer kan blandt andet nævnes øget efterspørgsel efter biobrændstoffer, dårlig høst i 2007, indførelse af handels-

restriktioner i visse lande samt stigende omkostninger, bl.a. væsentligt højere priser på gødning. Som følge af blandt andet bedre høstresultater, fjernelse af handelsrestriktioner samt den aftagende globale vækst er de globale fødevarerpriser faldet igen, jf. figur I.9. Samtidig har de højere priser skabt et incitament til at udvide de dyrkede arealer og dermed øge produktionen.

Figur I.9 Prisen på hvede, majs og sojabønner



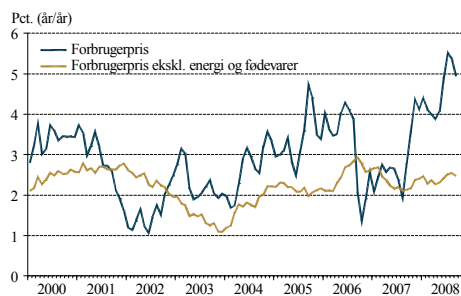
Anm.: Seneste observation er september 2008.

Kilde: Fødevarøkonomisk Institut ved Københavns Universitet.

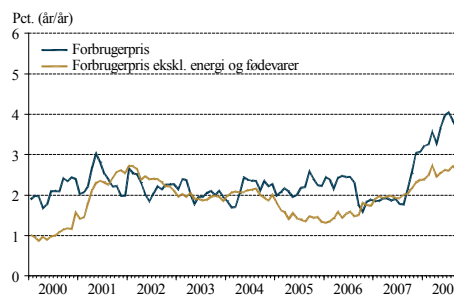
Inflationen høj, men aftagende

Forbrugerprisinflationen er steget kraftigt siden efteråret 2007 i både USA og euroområdet, jf. figur I.10. Den højere inflation skyldes især de betydelige stigninger i råvare- og fødevarerpriserne. Inflationen eksklusiv energi og fødevarer er således steget væsentligt mindre, men er i euroområdet dog steget så meget, at den er højere end ECB's inflationsmålsætning. Den aftagende vækst har allerede ført til markante fald i fødevarer- og råvarepriserne, og der er dermed udsigt til mærkbare fald i prisstigningstakten. Samtidig reduceres kapacitetspresset i takt med den aftagende vækst. For Europa og USA forventes det på denne baggrund, at inflationen ved udgangen af 2009 er faldet til et niveau, som ligger inden for centralbankernes inflationsmålsætninger. Den lavere inflation forventes at give plads til yderligere pengepolitiske lempelser.

Figur I.10a Inflation i USA



Figur I.10b Inflation i euroområdet



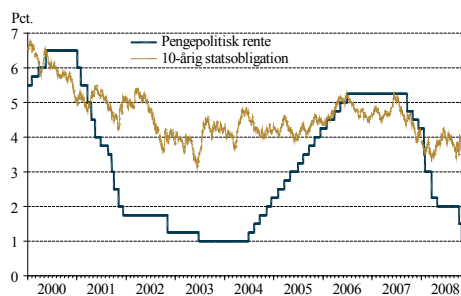
Anm.: Seneste observation er september 2008.

Kilde: EcoWin.

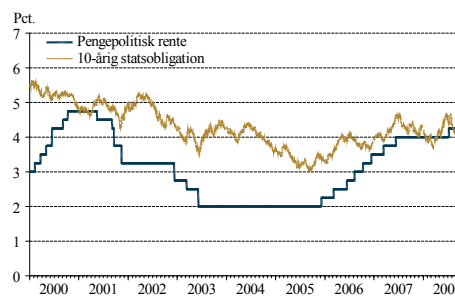
Faldende pengepolitisk rente i USA ...

I løbet af efteråret 2007 og foråret 2008 blev den pengepolitiske rente i USA sat ned fra 5,25 pct. til 2 pct. Den pengepolitiske lempelse blev begrundet med udsigten til lav vækst og betydelig usikkerhed omkring situationen på boligmarkedet og de finansielle markeder. Den seneste udvikling i finanskrisen har forværret udsigterne for økonomien yderligere, hvilket har medført, at renten i løbet af oktober måned blev nedsat ad to omgange til 1 pct., jf. figur I.11. Den meget lave rente er et udtryk for, at den amerikanske centralbank (Federal Reserve) ser med betydelig bekymring på udviklingen i såvel den finansielle sektor som i realøkonomien – kombineret med, at centralbanken vurderer, at inflationspresset er aftagende. Den første rentesænkning i oktober var en del af en fælles rentesænkning på 50 basispoint, som blev foretaget af centralbankerne i USA, euroområdet, Sverige, England, Schweiz og Canada. Som følge af den eskalerende finanskrisen og udsigterne til en meget svag økonomisk udvikling forventes pengepolitikken at være meget lempelig, og yderligere rentenedsættelser kan ikke udelukkes. Det må forventes, at renten først sættes op igen, når der er klare tegn på, at økonomien er ved at stabiliseres. Dette ventes ikke at ske før tidligst i sidste halvdel af 2009.

Figur I.11a Renter, USA



Figur I.11b Renter, euroområdet



Anm.: Den lange rente i figur b er den tyske 10-årige statsobligationsrente. Seneste observation er primo november 2008.

Kilde: EcoWin.

... og i euroområdet

Trods uroen på de finansielle markeder og moderate vækst-udsigter hævdede den europæiske centralbank (ECB) renten til 4,25 pct. i juli. Baggrunden var den høje inflation, der var drevet af de stadigt højere oliepriser, men som også havde sat sig i den underliggende inflation. I sommermånederne så ECB fortsat relativt optimistisk på vækstudsigterne for euroområdet og forventede kun en gradvis afmatning. Den seneste forværring af finanskrisen har imidlertid forværret udsigterne for økonomien betydeligt, og ECB valgte i oktober og november at nedsætte renterne med i alt 100 basispoint til 3,25 pct. Kombinationen af lav vækst, afdæmpede inflationsforventninger og fortsatte problemer på de finansielle markeder indebærer, at der er lagt op til yderligere rentenedsættelser i det kommende år. Det antages, at renten i løbet af 2009 sænkes til 2,50 pct. I takt med at økonomien stabiliseres, antages den pengepolitiske rente gradvist at blive hævet i løbet af 2010.

Lange renter

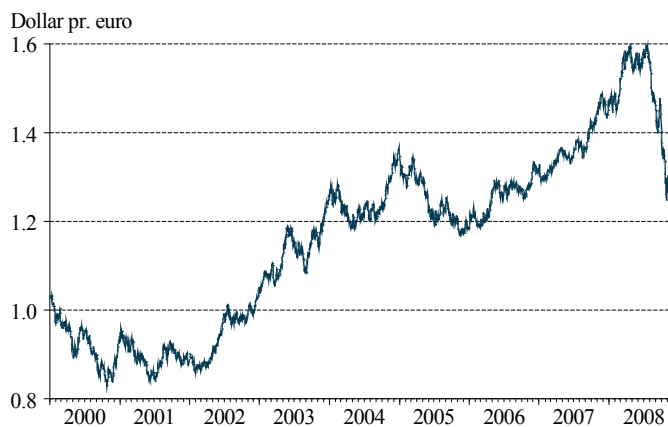
Uroen på de finansielle markeder har ført til et fald i renten på de 10-årige statsobligationer, der fungerer som "sikker havn". Udsvingene i de lange renter er langt mere begrænsede end i de korte renter, og på sigt ventes den lange rente i både USA og Tyskland at nærme sig knap 5 pct., der anses for at være det langsigtede niveau.

Stigende dollarkurs

Dollaren er siden 2002 faldet i forhold til euroen, men er på det seneste steget igen, jf. figur I.12. Årsagen til den obser-

verede stigning har været en øget efterspørgsel efter dollar, som kan skyldes flere forhold. En forklaring kan være, at finanskrisen har medført større risikoaversion hos investorer, hvilket ofte medfører, at investorerne trækker deres midler ud af udenlandske investeringer og satses på indenlandske investeringer i stedet. Stigningen i dollarens værdi kan således være et resultat af, at investorer i USA har tilpasset sig hurtigere end udenlandske investorer, hvilket har medført en nettotilstrømning af kapital til USA. Desuden medfører en øget risikoaversion, at pengene søger mod de store og mere likvide valutaer, og der kan endvidere være en forventning om, at økonomien i USA de kommende år klarer sig relativt bedre end økonomien i euroområdet. I øvrigt har mange vækstøkonomier været nødt til at sælge ud af udenlandske valutaer, specielt euro, hvilket har svækket euroen overfor dollaren. Beregningsteknisk forudsættes det, at dollar/eurokursen forbliver på det aktuelle niveau i prognoseperioden.

Figur I.12 Dollar/euro-kurs



Anm.: Seneste observation er primo november 2008.

Kilde: EcoWin.

USA

Fald i BNP i 3. kvartal

Væksten i USA har gennem de seneste tre år været aftagende, og i 2007 steg BNP således kun med godt 2 pct. I første halvår 2008 steg BNP, og specielt i andet kvartal 2008 var vækstraten høj. I dette kvartal blev væksten understøttet af en høj nettoeksport og af regeringens skattepakke, der gav et løft til det private forbrug. I tredje kvartal blev væksten imidlertid negativ med en vækstrate på -0,3 pct., og der må også forventes lav eller negativ vækst i de kommende kvartaler.

Udsigt til negativ vækst i 2009

En lang række faktorer trækker i retning af forventning om en svag (og negativ) vækst i USA. Stigende udlånsrenter og strammere kreditvilkår i kølvandet på kreditkrisen vil dæmpe forbruget og investeringerne. Lave og sandsynligvis fortsat faldende boligpriser vil ligeledes trække forbrug og især boliginvesteringer ned, og den styrkede dollar vil sammen med afmatningen i resten af verden bidrage til en lavere eksportvækst. BNP-væksten i USA ventes på denne baggrund at blive ca. 1½ pct. i år og omkring -½ pct. i 2009. Den aktuelle nedtur i amerikansk økonomi vurderes at blive den største i mange år.

Fortsat korrektion på boligmarkedet

En del af forklaringen på den nuværende krise i den amerikanske økonomi er udviklingen på boligmarkedet. Efter en periode med kraftigt stigende boligpriser er priserne nu ifølge Case-Shiller-boligprisindekset faldet med ca. 15 pct. det seneste år. De lavere boligpriser har ført til et kraftigt fald i boliginvesteringerne og et stigende antal tvangsauktioner. Faldet i boligpriserne er forstærket af finanskrisen, der har ført til strammere lånevilkår og til højere renter. Faldet i huspriserne og aktiekurserne har medført et fald i husholdningernes nettoformue, og det private forbrug forventes derfor at udvikle sig svagt. Den negative udvikling har allerede vist sig i form af lavere detailomsætning og et markant fald i forbrugerforventningerne. Forventningen om stigende ledighed trækker selvsagt yderligere ned i forbruget.

Betydelig usikkerhed

Der er fortsat stor usikkerhed om især finanskrisens og boligmarkedets påvirkning af væksten i de kommende år.

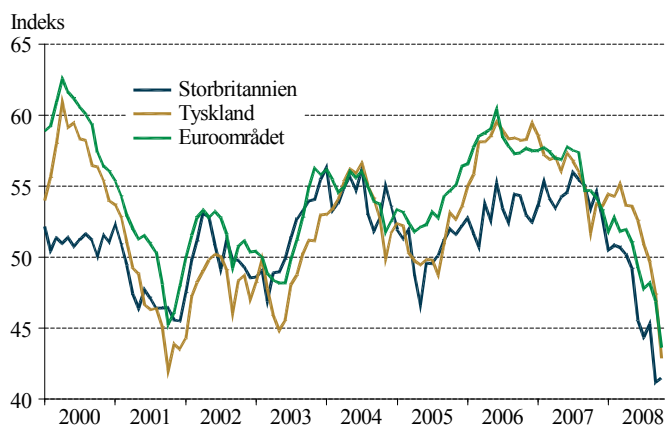
Det er aktuelt vanskeligt at vurdere, hvor omfattende problemerne er i erhvervslivet generelt og i den finansielle sektor i særdeleshed. Der hersker dog næppe tvivl om, at de amerikanske banker til trods for pengepolitiske initiativer og redningspakker har brug for at øge deres kapitaldækning. Dette øger risikoen for, at udlånspolitikken vil blive strammet yderligere med negative konsekvenser for forbrug og investeringer. På den positive side tæller omvendt, at de pengepolitiske myndigheder og regeringen er gået langt for at tilføre bankerne likviditet og sikre de finansielle institutioners overlevelse. Samtidig vil det markante fald i olieprisen og øvrige råvarepriser give et kærkomment bidrag til den reale købekraft.

Europa

Markant vækstnedgang i euroområdet

Væksten i euroområdet er aftaget det seneste 1½ år og forventes at aftage yderligere i de nærmeste kvartaler. I første kvartal 2008 steg BNP med 0,7 pct., men blev efterfulgt af en negativ vækst på 0,2 pct. i andet kvartal hovedsageligt som følge af et fald i den indenlandske efterspørgsel. Det private forbrug har været påvirket af de høje olie- og fødevarerpriser og strammere lånebetingelser, og forbrugertilliden er faldet markant. Eksporten er negativt påvirket af den internationale afmatning, men også af den styrkede euro de senere år. Da afmatningen i den indenlandske efterspørgsel samtidig har reduceret importen, var bidraget fra nettoeksporten i første halvår nul. Erhvervenes tillidsindikatorer er ligesom forbrugertilliden faldet markant i de fleste lande, jf. figur I.13.

Figur I.13 Erhvervstillid



Anm.: Seneste observation er oktober 2008.

Kilde: EcoWin.

Finanskrisen i Europa

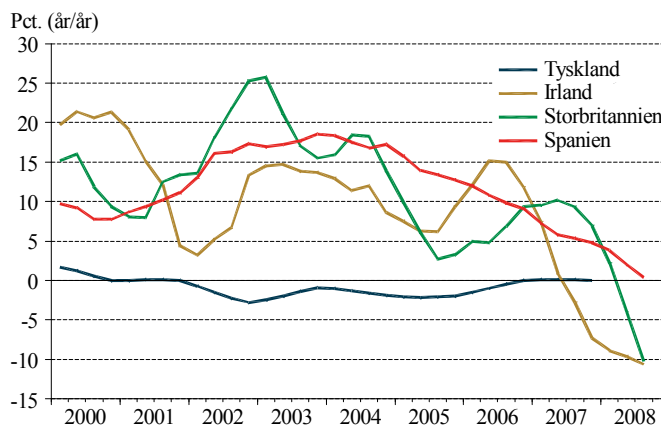
Selvom det europæiske boligmarkeds belåning ikke i samme grad som i USA består af høj-risikolån (f.eks. subprime-lån til personer med begrænset kreditværdighed), har de europæiske banker lidt tab på deres beholdninger af disse låntyper. Usikkerhed og mistillid har derfor også i Europa ført til likviditets- og solvensproblemer samt store fald i aktiekurser. Konsekvensen er stigende renter på udlån til forbrugere og virksomheder samt opstramninger af kreditpolitikken.

Nedjustering på mange boligmarkeder

Flere lande i Europa har haft store og delvist uforklarlige stigninger i huspriserne i perioden 1997-2007 heriblandt Irland, Holland, Storbritannien, Frankrig, Østrig og Spanien. Flere af disse lande har på det seneste oplevet en afmatning af boligmarkedet med aftagende eller direkte faldende priser, jf. figur I.14. En yderligere tilpasning på boligmarkedet med faldende boligpriser vil føre til en reduktion i boliginvesteringerne og et fald i formuen. Generelt slår formueændringer mindre igennem på det private forbrug i euroområdet end i USA, men formueeffekterne kan være vigtige i lande med en høj andel af husejere, eller hvor kredittsikkerhed i fast ejendom er udbredt. I Tyskland og Frankrig påvirker ændringer i bolig-

formuen næsten ikke forbruget, mens der er en effekt i f.eks. Spanien, Italien og Storbritannien.¹ Boligpriserne er fortsat overvurderede i en del europæiske lande. Kombinationen af overvurderede boligpriser, stigende rentekomkostninger og strammere kreditkrav i kølvandet på finanskrisen samt generel økonomisk afmatning giver anledning til at forvente prisfald. Resultatet vil i givet fald være, at såvel boliginvesteringer som privat forbrug dæmpes, og samtidig vil en betydelig forværring af boligmarkedet lægge yderligere pres på den finansielle sektor.

Figur I.14 Boligpriser



Anm.: Figuren angiver den årlige vækstrate. Seneste observation er 3. kvartal 2008, dog 4. kvartal 2007 for Tyskland.

Kilde: EcoWin.

Stabilitets- og Vækstpagten

De mange hjælpepakker, der er gennemført i Europa, kan belaste de offentlige budgetter, og samtidig giver afmatningen udsigt til faldende indtægter i de forskellige lande. Dette kan føre til, at flere lande får problemer med at opfylde kravet i Stabilitets- og Vækstpagten om, at budgetunderskuddet skal forblive under 3 pct. af BNP. Ekstraordinære store underskud skal fortsat følges op med strukturændringer, der sikrer balance på længere sigt, men EU-Kommissionen har dog tilkendegivet, at der vil være særlig

¹⁾ EU kommissionen. *Interim forecast, September 2008.*

opmærksomhed på, hvorvidt stigende gæld skyldes de enkelte landes redningspakker for at modvirke den finansielle krise.

**Tysk eksport
svækkes**

Den globale økonomiske afmatning og den finansielle uro ventes at få relativt stor betydning for Tysklands eksport, der sammen med investeringerne er den største drivkraft bag væksten. Erhvervsledernes forventninger til fremtiden er faldet til et niveau, der historisk er sammenfaldende med negativ vækst. Tyskland har til gengæld færre problemer på boligmarkedet end flere andre europæiske lande, og arbejdsmarkedet har indtil videre udviklet sig gunstigt. Det private forbrug ventes at blive understøttet af aftagende inflation og stigende lønninger, men dæmpes af en forventet stigning i arbejdsløsheden i kombination med et stort fald i forbrugertilliden.

**Stærkt svækket
boligmarked i
Storbritannien**

Den økonomiske vækst i Storbritannien er aftaget relativt hurtigt i de tre første kvartaler i 2008 til et fald på 0,5 pct. i 3. kvartal. Den primære drivkraft bag væksten de seneste år har været den indenlandske efterspørgsel. De seneste fald i BNP er drevet af drastiske fald i bl.a. boliginvesteringer samt et aftagende privat forbrug som følge af faldende realindkomst. Boligmarkedet er stærkt svækket af store prisfald samt strammere kreditbetingelser. Ifølge IMF kan de britiske boligpriser ved indgangen til 2008 være mere end 20 pct. overvurderet, og boliginvesteringerne forventes derfor også fremover at påvirke BNP-væksten negativt. Arbejdsløsheden ventes at stige, hvilket vil påvirke forbrug og boligpriser yderligere i negativ retning. Endvidere er der et begrænset finanspolitisk råderum til at stimulere økonomien, og EU-kommissionen skønner, at underskuddet på det offentlige budget vokser til 5 pct. af BNP i 2009.

**Generel afmatning
i Frankrig**

I Frankrig er væksten gennem mange år blevet understøttet af den indenlandske efterspørgsel, herunder især det private forbrug. På det seneste har den stigende inflation dog lagt en dæmper på det private forbrug, og finanskrisens konsekvenser i form af bl.a. højere renter og strammere kreditvilkår ventes også at bremse investeringerne. Udenrigshandlen har bidraget negativt til væksten med omkring -½ pct.point pr. år de seneste fem år, og dette ventes ikke

forbedret i lyset af afmatningen i verdensøkonomien. IMF vurderer, at huspriserne i Frankrig er næsten 20 pct. overvurderede, hvilket lægger op til et relativt stort fald i priserne fremover. Husholdningerne er dog i betydeligt mindre omfang forgældede end i Storbritannien og USA, og andelen af variabelt forrentede lån er lav. Som for Storbritannien er der kun et begrænset finanspolitisk råderum til at stimulere økonomien.

Den svenske krone svækket

Væksten i Sverige er aftaget i 2008, især som følge af svagere efterspørgsel fra udlandet. Den finansielle krise har ført til en svækkelse af den svenske krone, hvilket kan understøtte eksporten fremover, men samtidig også sænke den indenlandske købekraft. Det forventes, at væksten i forbruget vil aftage yderligere, bl.a. fordi arbejdsløsheden forventes at stige hurtigt. Også i Sverige ventes boligpriserne at falde.

Asien

Også nedjustering af væksten i Asien

Også for Asien er der tale om en nedjustering af vækstforventningerne. Forventningen til udviklingen i de asiatiske økonomier som følge af den internationale finanskrisen og globale afmatning varierer dog, hvor Kina og Indien vurderes at være de lande, der er mindst følsomme overfor udviklingen i de store industrialiserede økonomier.

Afmatning i Japan

Væksten i Japan har længe været drevet af eksporten, mens udviklingen i både det private forbrug og investeringer har været svag. I 2. kvartal 2008 var væksten negativ som følge af fald i forbruget, nettoeksporten og boliginvesteringerne. Den årlige vækstrate forventes at aftage yderligere fremover, hvilket understreges af betydelige fald i både forbruger- og erhvervsforventningerne. Den økonomiske afmatning viser sig også på arbejdsmarkedet, hvor arbejdsløsheden er steget siden midten af 2007, og lønstigningerne er aftaget. Stigende priser på fødevarer og energi har medført en inflation på omkring 2 pct. (med en kerneinflation på omkring nul), hvilket har ramt husholdningerne, som ellers har været vant til uændrede eller faldende priser på næsten alle varer.

Japan mindre sårbar over for finanskrisen

I forhold til banker i USA og Europa, anses japanske banker generelt for at være mindre sårbare overfor finanskrisen, da de kun i mindre omfang er eksponeret i forhold til boligmarkedet i USA.² Alligevel forventes finanskrisen også at påvirke Japan i form af øget pres på det finansielle system, dog i mindre grad end det er tilfældet i USA og Europa.

Kinas eksport under pres

Efter flere års kraftig fremgang med BNP-vækstrater over 10 pct. er den kinesiske økonomi inde i en periode med aftagende vækst blandt andet som følge af den generelle afmatning på eksportmarkederne. Eksportvæksten ventes derfor at aftage markant. Udsigterne for væksten i det private forbrug er relativt gode som følge af en solid real-lønsfremgang, og den kraftige stigning i inflationen i begyndelsen af året er aftaget, hvilket har givet plads til en lempelse af den pengepolitiske rente. Den indenlandske efterspørgsel ventes at blive understøttet af bl.a. en lempeligere finanspolitik. Kina er det land i Asien, som historisk set har været mindst følsomt overfor vækstforholdene i USA, Japan og euroområdet. Vækstskønnene for Kina ligger for 2009 mellem 8 og 9 pct.

Finansiell krise

Finansiell krise dæmper global vækst

Den globale økonomi er ramt af en verdensomspændende finansiell krise, der vil lægge en mærkbar dæmper på væksten de kommende år. Banksektoren har lidt store tab, og bankerne ventes derfor at øge udlånsrenterne samt begrænse udlånsvæksten i den kommende tid. Samtidig forstærkes afmatningen i den globale efterspørgsel af faldet i aktiekurserne og boligpriserne samt lavere forbrugertillid. Den finansielle krise er således med til at forværre den økonomiske afmatning, der i forvejen var sat i gang af de faldende boligpriser. De globale finansielle markeder har desuden været sat delvist ud af drift, hvilket hæmmer investeringerne.

2) IMF, *World Economic Outlook – Financial Stress, Downturns, and Recoveries*. October 2008.

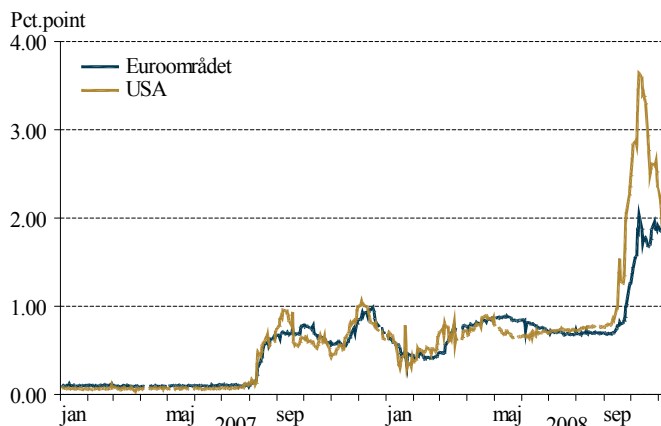
Subprime-lån som katalysator

Den finansielle krise brød ud i sommeren 2007 og har nu varet i mere end et år. Grundstenen til krisen var dog lagt noget tidligere. Såkaldte subprime-lån til boligejere med begrænset kreditværdighed var gennem en årrække blevet stadig mere udbredt i USA. Udlånene blev udstedt af lånemæglere, som solgte lånene videre til en bank eller andre finansielle institutioner. Lånemæglerne havde derfor begrænset tilskyndelse til at afvise kunder med dårlig kreditværdighed. Mange af lånene blev pakket sammen i såkaldte strukturerede produkter på en sådan måde, at en stor andel af subprime-lånene opnåede den højeste kreditvurdering hos de internationale ratingbureauer. Afmatningen på det amerikanske boligmarked førte til stigende misligholdelser på de amerikanske boliglån. Det stigende antal misligholdelser gjorde det klart, at boliglånene og specielt subprime-lånene var mere risikofyldte end hidtil antaget. Denne erkendelse førte i august 2007 til stigende risikopræmier på værdipapirer knyttet til disse lån. Udviklingen på boligmarkedet fik investorerne til at genoverveje og opjustere risikoen på andre aktiver, som derfor også faldt i værdi.

Amerikansk boligmarkedskrise blev global finanskris

De amerikanske boliglån handles mellem bankerne, og det var derfor uklart, hvilke banker der lå inde med de dårlige lån. På grund af denne usikkerhed blev bankerne tilbageholdende med at låne til hinanden, og risikopræmierne (og dermed renterne) på interbankmarkederne steg markant, jf. figur I.15. Efter den indledende uro faldt risikopræmierne til omkring et halvt pct.point i oktober måned 2007, men udmeldinger om yderligere tab i både europæiske og amerikanske banker sammenholdt med fortsatte fald på det amerikanske boligmarked fik frygten for bankkonkurser og dermed risikopræmierne til at stige igen. I slutningen af januar 2008 var risikopræmierne imidlertid faldet tilbage omkring $\frac{1}{2}$ pct.point, men flere banker var fortsat i vanskeligheder. Nyheden om, at den britiske bank Northern Rock var kommet i så store vanskeligheder, at den i februar måtte overtages af Bank of England, var medvirkende årsag til, at risikopræmierne igen begyndte at stige. Det blev ikke bedre, da det store amerikanske finanshus Bear Sterns kort efter måtte lade sig opkøbe af JPMorgan Chase med støtte fra den amerikanske centralbank.

Figur I.15 Risikopræmier



Anm.: Risikopræmierne er rentespændet mellem 3-måneders sikrede og usikrede pengemarkedsrenter på interbankmarkedet. Seneste observation er primo november 2008.

Kilde: EcoWin.

Sammenbrud på interbankmarkedet

I september 2008 nåede krisen et nyt højdepunkt. Månedens blev indledt med, at de to store amerikanske realkreditinstitutter Fannie Mae og Freddie Mac erklærede sig insolvente, og institutterne blev overtaget af det amerikanske finansministerium. Herefter kollapsede flere store finansielle institutioner, og nyheden om, at den amerikanske stat ikke ville redde den store amerikanske investeringsbank Lehman Brothers fra konkurs, fik risikopræmierne på interbankmarkedet til at stige til hidtil usete højder.

Regeringsindgreb løste op for krisen

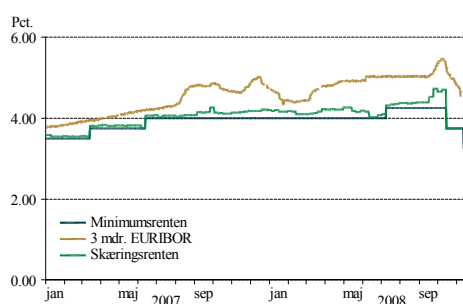
Dette sammenbrud på interbankmarkedet fik flere af verdens centralbanker – herunder ECB og Federal Reserve – til at gå sammen om en koordineret rentenedsættelse den 8. oktober 2008 for at forsyne bankerne med mere likviditet. Samtidig gennemførte ECB en teknisk ændring af lånefaciliteten, så det blev lettere for bankerne at låne den mængde likviditet i centralbanken, de havde brug for. Kort efter offentliggjorde regeringer verden over forskellige redningspakker, hvor hovedindholdet var statsgarantier af indestående samt kapitalindsud i bankerne, jf. boks I.1. Med statsgarantierne i ryggen fik bankerne mere tillid til hinanden, men der kræves fortsat høje risikopræmier på

interbankmarkederne, og meget tyder på, at der kan gå lang tid, før markederne kommer til at fungere normalt igen.

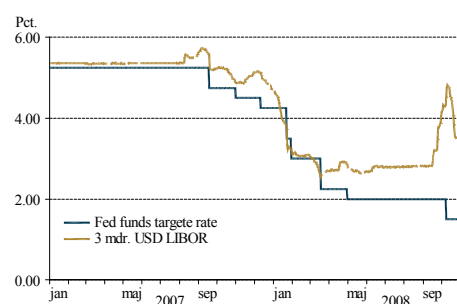
Renteinstrument svækket

Som konsekvens af de stigende risikopræmier blev spændet mellem pengemarkedsrenterne og de pengepolitiske renter udvidet, og centralbankerne havde svært ved at styre de korte renter. I Europa steg og faldt renterne uafhængigt af den pengepolitiske rente, og rentestigningen i juli 2008 slog stort set ikke igennem på pengemarkedsrenterne, jf. figur I.16a. På det amerikanske marked har spændet mellem den pengepolitiske rente og pengemarkedsrenterne også udviklet sig mere ustabil end normalt, men rentesænkningerne i andet halvår 2007 og starten af 2008 trak dog pengemarkedsrenterne ned. De to rentesænkninger i foråret 2008 slog ikke fuldt igennem på pengemarkedsrenterne, og i forbindelse med uroen i eftersommeren blev spændet udvidet markant, jf. figur I.16b. Med renteinstrumentet delvist sat ud af kraft og en banksektor, der manglede likviditet, forsøgte centralbankerne i oktober at afhjælpe situationen ved at sende mere likviditet ud i banksektoren. Bankerne fik mulighed for at låne i centralbankerne mod flere og mindre sikre aktiver. Pengepolitikken blev således lempet uden at nedsætte styringsrenterne. Samtidig annoncerede den amerikanske regering, at den ville udstede garantier for interbanklånene, og renterne begyndte herefter at falde.

Figur I.16a Euroområdet



Figur I.16b USA



Anm.: Skæringsrenten er den rente, ECB udlåner til. Skæringsrenten sættes ikke lavere end minimumsrenten. Fed funds target rate er Federal Reserves styringsrente. 3 mdr. EURIBOR og USD LIBOR er tremåneders renter på interbankmarkederne for henholdsvis euro og dollar. Seneste observation er primo november 2008.

Kilde: EcoWin.

Der blev i oktober 2008 gennemført en række statslige redningspakker. Overordnet set bygger redningspakkerne på en kombination af statsgarantier og tilførsel af statslig kapital til banksektoren. Redningspakkerne indebærer, at der stilles statsgaranti for indskud i bankerne. Dette gælder både almindelige indlån fra privatkunder og lån mellem bankerne på interbankmarkedet. Statsgarantierne skal understøtte, at privatkunderne fortsat beholder deres penge i bankerne, og at bankerne igen låner til hinanden på interbankmarkedet. Dermed får bankerne nemmere ved at anskaffe og bibeholde den fornødne kortsigtede likviditet, så de ikke bliver tvunget til at opsige udlån for at rejse ny likviditet eller i værste fald indgive konkursbegæring.

Tilførslen af statslig kapital til banksektoren foretages ved såkaldt rekapitalisering eller gennem opkøb af aktiver. Den finansielle krise har betydet, at mange aktiver er faldet i værdi, og bankerne har fået tab, som har udhulet deres egenkapital. Derfor skal de rejse ny kapital eller reducere udlånene for fortsat at leve op til de lovmæssige (og forretningsmæssige) kapitalkrav. De lave aktivpriser kan være et midlertidigt problem i lyset af den finansielle krise, og staterne kan derfor øge bankernes egenkapital ved at opkøbe undervurderede aktiver til en pris, der er højere end den umiddelbare markedspris.

Gennem rekapitaliseringerne forsyner staterne bankerne med ansvarlig kapital og likviditet mod til gengæld at modtage aktier eller lignende. Der er primært tale om præferenceaktier, som er sikrere end almindelige aktier og/eller giver større udbytte. Den nye kapital øger bankernes egenkapital, så de fortsat er i stand til at leve op til de lovmæssige (og forretningsmæssige) kapitalkrav, og derigennem sikres bankernes mulighed for at drive forretningen videre.

I mange af landene er bankernes adgang til de nye faciliteter forbundet med begrænsninger i ledelsens aflønning og udbyttebetalingerne. Samtidig skal der i flere lande betales for statsgarantierne.

Statsgarantier for indskud i bankerne er det mest udbredte instrument i redningspakkerne, og i de mest omfattende redningspakker er der afsat midler i størrelsesordenen 15-35 pct. af BNP til garantier, mens der er afsat 2-5 pct. af BNP til rekapitaliseringer mv. De afsatte midler skal ses i lyset af, at rekapitaliseringerne indebærer et umiddelbart træk på de offentlige finanser, mens garantierne ikke nødvendigvis kommer til at belaste de offentlige finanser. Rekapitaliseringerne og garantierne kan betragtes som investeringer, der ikke går tabt, med mindre bankerne går konkurs. Nedenfor beskrives hovedelementerne i fire store redningspakker.

USA

- Indskydergarantien hæves fra 100.000 dollar til 250.000 dollar. Alle ikke-rentebærende indskud dækkes af den amerikanske indskydergarantifond mod en årlig ekstrapræmie på 0,1 pct. af det dækkede beløb
- Indskydergarantifonden dækker desuden øvrig usikret gæld som f.eks. interbanklån mod en årlig præmie på 0,75 pct. af det dækkede beløb
- Der er afsat op til 700 mia. dollars til kapitalindskud i amerikanske banker og opkøb af illikvide aktiver. Kapitalindskuddene ydes mod udstedelse af præferenceaktier til staten sammenholdt med begrænsninger i udbyttebetalingen på almindelige aktier
- Planen for opkøb af illikvide aktiver er endnu ikke præsenteret

Tyskland

- Staten yder garantier for usikret gæld, herunder interbanklån mod en præmie i overensstemmelse med markedsvilkårene – dog mindst 2 pct. Der kan ydes garantier for op til 400 mia. euro
- Der er afsat op til 70 mia. euro til kapitalindskud i tyske banker. Kapitalindskuddene ydes primært mod udstedelse af præferenceaktier til staten

Storbritannien

- Staten yder garanti for gæld med op til tre års løbetid, herunder interbanklån mod en ekstrapræmie på 0,5 pct.point i forhold til en tilsvarende CDS.^a Der kan ydes garantier for op til 250 mia. pund
- Der er afsat 37 mia. pund til kapitalindskud i britiske banker. Kapitalindskuddene ydes mod præferenceaktier eller lignende

Frankrig

- Staten og bankerne opretter en fond, der kan yde statsgaranti for ny gæld med op til fem års løbetid, herunder interbanklån. Der kan ydes garantier for op til 320 mia. euro
- Der er afsat op til 40 mia. euro til kapitalindskud i franske banker. Kapitalindskuddene ydes som efterstillet gæld med en rente på 4 pct.point over statsobligationsrenten. Der oprettes desuden en statsgaranteret fond med 320 mia. euro, som bankerne kan låne

a) Credit Default Swap (CDS) er et finansielt instrument, der virker som forsikring mod konkurs og misligholdelse.

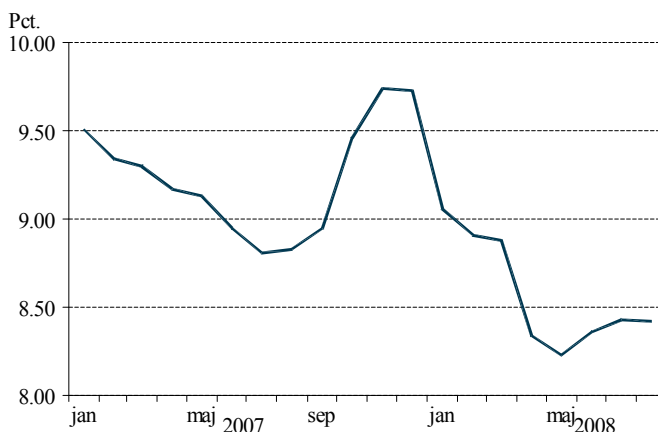
**Forbrugerne
rammes af krisen**

Uroen på de finansielle markeder og rentestigningerne på pengemarkederne har også påvirket de renter, forbrugerne står overfor. Siden krisen brød ud i august 2007 og frem til august i år er renterne på nyudstedte forbrugslån i euroområdet steget med knap ½ pct.point. Samtidig har væksten i de europæiske bankers udlån til forbrug været svagt stigende gennem krisen. Dermed har den finansielle krise indtil nu kun sat sig begrænsede spor i forhold til forbrugerne. Den forestående økonomiske afmatning og det højere renteniveau må imidlertid forventes at reducere forbrugernes låneefterspørgsel, og samtidig er det sandsynligt, at bankerne vil reducere udlånene som følge af den finansielle krise, jf. boks I.2.

**Federal Reserve
sikrer forbrugerne
lave renter**

I USA var renterne på forbrugslån faldende frem mod krisens udbrud i august 2007, men i forbindelse med den afledte stigning i pengemarkedsrenterne steg renterne på forbrugslån med knap 1 pct.point, jf. figur I.17. Federal Reserve gennemførte en række rentenedsættelser i efteråret 2007 og foråret 2008. Disse rentenedsættelser bidrog til, at renterne på forbrugslån faldt. Siden maj er de amerikanske renter på forbrugslån imidlertid steget igen, hvilket understreger, at de amerikanske forbrugere også på dette punkt bliver ramt af den finansielle krise. Det er dog værd at bemærke, at forbrugerne som følge af de pengepolitiske lempelser står overfor en lavere rente end før krisens udbrud. De amerikanske banker har fastholdt en nogenlunde konstant udlånsvækst gennem det første år af den finansielle krise, men i august og september 2008 faldt væksten, hvilket kan være et tegn på, at bankerne er ved at stramme udlånspolitikken. Det forventes, at de amerikanske banker yderligere begrænser udlånene for at øge deres solvensgrad. De statslige redningspakker indeholder dog elementer, som skal tilføre bankerne i både USA og Europa ny kapital, hvilket vil afdæmpe tilbageslaget i långivningen.

Figur I.17 Renter på forbrugslån i USA



Anm.: Kurven viser udviklingen i den gennemsnitlige rente i forbindelse med udlån til køb af brugte biler. Seneste observation er august 2008.

Kilde: EcoWin.

Historisk sammenligning

Finansielle kriser kommer og går

Finansielle kriser er et tilbagevendende fænomen. Ofte er finansielle og afledte økonomiske kriser forårsaget af, at priserne på boliger, aktier eller andre aktiver i en periode er steget til et uholdbart højt niveau for derefter at falde hurtigt. I det efterfølgende betragtes fire perioder i nyere tid med store fald i amerikanske aktivpriser: Den nuværende subprime-krise, den såkaldte dot-com-krise i 2000, kreditkrisen i 1990 og det store fald i aktiekurserne 19. oktober 1987, som populært kaldes Black Monday. Fælles for kriserne er, at prisfaldene på aktiemarkederne spredte sig til andre lande.

Pengepolitikken virker gennem flere kanaler, og kreditkanalen er en af disse. Når en centralbank sænker renten, øges værdien af bankernes aktiver, og samtidig stiger forbrugernes og virksomhedernes sandsynlighed for at betale lånene tilbage. En rentesænkning giver dermed bankerne mulighed for at udbyde flere lån.

Kreditkanalen kan også påvirke økonomien, selvom centralbanken ikke ændrer renten. Bankerne er underlagt kapitaldækningsregler, der tilsiger, at basiskapitalen (egenkapital mv.) skal udgøre en vis andel af aktiverne (udlån mv.). Konkret skal solvensgraden være mindst 8 pct., hvilket vil sige, at bankernes basiskapital skal udgøre mindst 8 pct. af de risikovægtede aktiver.

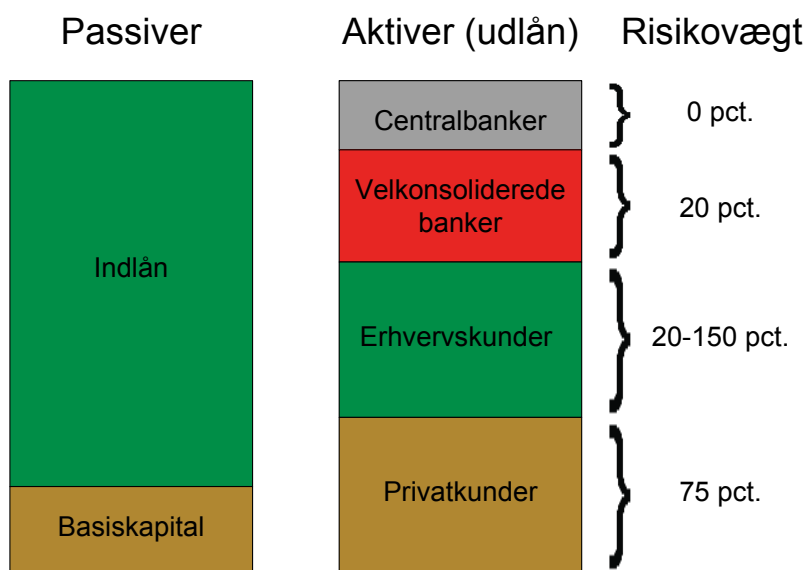
Ved opgørelsen af en banks risikovægtede aktiver tilordnes forskellige risikovægte til engagementerne (udlånene), således at de mest risikofyldte engagementer vægter mest i opgørelsen af solvensgraden. Eksempelvis betragtes indskud i centralbanker (med den højeste rating) som helt sikre, og indskuddene vægter derfor 0 pct., jf. figur A. Det betyder, at bankerne ikke skal afsætte basiskapital til at dække sådanne indskud. Udlån til privatkunder vægter typisk 75 pct. Det betyder, at et udlån på 100.000 euro indgår i de risikovægtede aktiver med 75.000 euro. Af de 75.000 euro skal mindst 8 pct. dækkes af basiskapitalen, og et nyudlån på 100.000 euro giver dermed alt andet lige anledning til en forøgelse af kravet til basiskapitalen med 6.000 euro ($0,08 \cdot 75.000$). Nogle engagementer vægter mere end 100 pct.; det gælder f.eks. lån, der ikke tilbagebetales rettidigt, eller lån til erhvervskunder med lav kreditvurdering.

I en situation som den nuværende, hvor bankerne har lidt store tab, bliver solvensgraderne reduceret. Bankerne kan øge solvensgraden igen ved at reducere udlånene eller ved at ændre sammensætningen af deres aktiver over mod mindre risikofyldte udlån.

En ændring over mod mindre risikofyldte udlån indebærer, at bankerne reducerer udlånene til privatkunder samt små- og mellemstore virksomheder, som har stor risikovægt, for i stedet at øge indskuddene i centralbanker, der har en lav risikovægt. Denne reduktion i udbuddet af bankudlån kaldes en kreditklemme (*credit crunch*).

En kreditklemme kan også forårsages af tab hos bankernes debitorer, f.eks. som følge af faldende bolig- og aktivpriser. Faldende aktivpriser indebærer mindre sikkerhed for lånene, hvorved bankernes risiko for tab øges. Bankerne kan for at modgå dette reducere udlånene og i stedet placere deres midler i mere sikre aktiver som f.eks. statsobligationer eller i centralbanken.

Figur A Bankbalance



Anm.: Risikovægtene følger Basel-retningsliniernes standard-metode for kreditrisiko (The Standardised Approach).

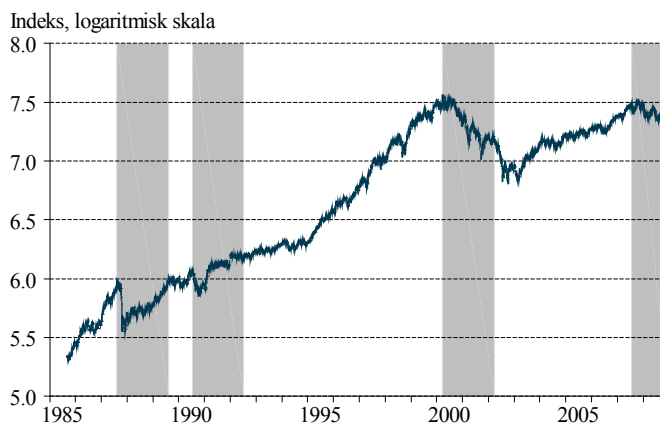
Bankerne behøver ikke at reducere udlånene for at øge solvensgraden. De kan også forøge basiskapitalen. Basiskapitalen kan forøges ved at suspendere udbyttebetalinger eller gennem udstedelse af nye aktier. En forøgelse af basiskapitalen ved at tilbageholde udbytter kan tage lang tid i den nuværende situation, hvor indtjeningsmulighederne er reducerede. Det er samtidig relativt dyrt at øge basiskapitalen ved udstedelse af nye aktier i en periode med finansiell uro, fordi aktiekurserne er lave. Flere af de statslige redningspakker har derfor til formål at øge bankernes basiskapital gennem kapitalindsud og opkøb af illikvide aktiver. Dermed kan de statslige hjælpepakker reducere effekterne af en potentiel kreditklemme.

I det omfang de statslige kapitalindsud ikke dækker bankernes tab i tilstrækkeligt omfang, bliver bankerne nødt til at reducere udlånene for at opretholde solvensgraden. Det forventes derfor, at udlånsvæksten bliver lavere end normalt i de kommende år. En reduktion af låneudbuddet kan være med til forstærke og forlænge den forestående lavkonjunktur.

Tilbageslag på aktiemarkedet i 1987 og 1990

Krisen på aktiemarkedet i 1987 var karakteriseret af en brat opbremsning, hvor aktiekurserne faldt med mere end 30 pct. i løbet af få dage, jf. figur I.18. Kurserne begyndte dog hurtigt at stige igen, men der gik to år, før de var tilbage på udgangsniveauet. Udviklingen i 1987 afspejler sandsynligvis opbygningen og punkteringen af en aktiemarkedsboble, hvilket også understøttes af historier fra perioden om, at en del af handlen var automatiseret og blev foretaget af computerprogrammer på baggrund af modelberegninger. I 1990 kom et nyt kortvarigt tilbageslag på aktiemarkedet, men kurserne blev forholdsvis hurtigt genoprettet. Der var dog andre og mere alvorlige problemer i den amerikanske økonomi i begyndelsen af 1990'erne, jf. nedenfor. Faldet i aktiekurserne i forbindelse med den såkaldte dot-com-krise i 2000-02 ligner ikke udviklingen i de to forudgående kriser. I perioden op til krisen var der blevet opbygget en boble i specielt IT-aktierne, som toppede i foråret 2000 og for alvor bristede i sensommeren samme år. Det førte til et langvarigt aktiekursfald, som blev yderligere forstærket efter terrorangrebet i New York 11. september 2001. Aktiekurserne begyndte at stige igen i løbet af 2003, men de havde først genvundet det tabte umiddelbart inden subprime-krisens udbrud i sommeren 2007. Perioden op til subprime-krisen var således også præget af en lang periode med stigende aktiekurser, og til at starte med så det ud til, at aktiekurserne igen var på vej ind i et længerevarende gradvist fald. Efter Lehman Brothers konkurs i september 2008 er aktiekurserne dog faldet brat, og udviklingen på aktiemarkedet minder dermed lidt om situationen i 1987.

Figur I.18 Aktieindeks, S&P 500



Anm.: De grå områder angiver en periode på to år efter, aktieindekset toppede. Aktieindeksets seneste top var den 19/7-2007, og det seneste grå område afbilder derfor en kortere periode.

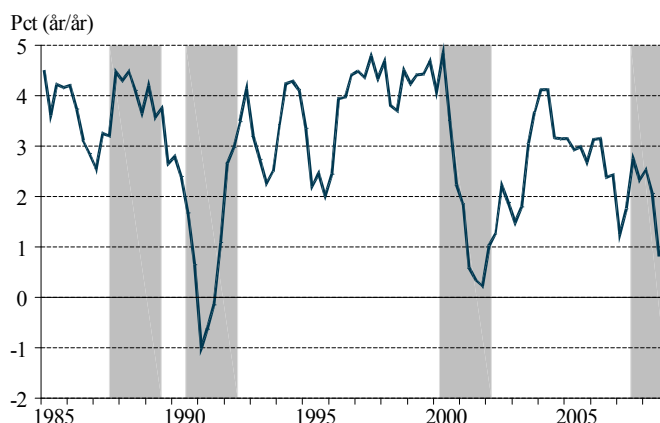
Den logaritmiske skala indebærer, at en ændring på 0,5 skal oversættes til et 50 pct. fald (eller stigning). Herved kan størrelsen af aktiekursfaldene umiddelbart sammenlignes over tid. Seneste observation er primo november 2008.

Kilde: EcoWin.

Realøkonomien kan undslippe en finansiel krise

De realøkonomiske konsekvenser af de fire episoder med aktiekursfald er ganske forskellige. I 1987 var vækstraterne i BNP uberørte af krisen på aktiemarkedet, mens kriserne i 1990 og 2000 blev efterfulgt af en periode med meget lav vækst, jf. figur I.19. På baggrund af erfaringerne fra slutningen af 1980'erne er der således mulighed for, at realøkonomien kan slippe nogenlunde upåvirket igennem en finansiel krise. Perioden 2000-01 med det langvarige fald i aktiekurserne var omvendt præget af svag økonomisk vækst, og det forholdsvist kortvarige tilbageslag på aktiemarkedet 1990 blev ligeledes efterfulgt af en periode med svage (og endda negative) BNP-vækstrater. Små udsving i aktiekurserne kan således være forbundet med store tilbageslag i den økonomiske vækst, mens store udsving i aktiekurserne ikke nødvendigvis er forbundet med realøkonomiske forhold.

Figur I.19 BNP, USA



Anm.: De grå områder angiver en periode på to år efter aktieindekset toppede. Seneste observation er 3. kvartal 2008.

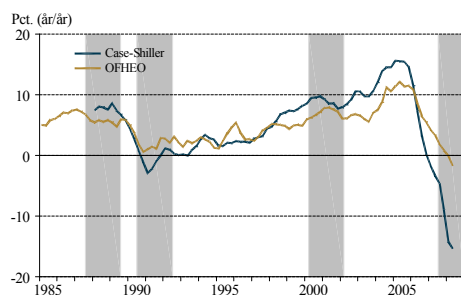
Kilde: EcoWin.

Kreditklemmen i slutningen af 90'erne

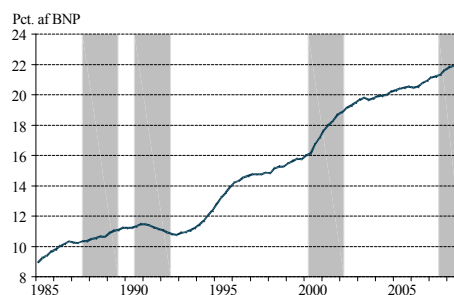
Det korte tilbageslag på det amerikanske aktiemarked i 1990 faldt sammen med fald i boligpriserne, jf. figur I.20a. Samtidig var der et markant tilbageslag i bankernes udlånsvækst med direkte fald i udlånet i 1991, jf. figur I.20b. Det er normalt, at udlånsvæksten aftager i en lavkonjunktur, da den lavere vareefterspørgsel også medfører et mindre behov for at lånefinansiere forbrug og investeringer. Bernanke og Lown (1991)³ finder imidlertid, at der herudover var en tilbagegang i bankernes låneudbud i starten af 1990'erne, som førte til en yderligere reduktion i udlånene. Amerikanske banker måtte realisere store tab på en række boliglån i kølvandet på de aftagende boligpriser. Tabene reducerede bankernes basiskapital, og de blev nødt til at reducere udlånene for at overholde de lovmæssige kapitalkrav. Hverken dot-com-krisen eller krisen i 1987 var forbundet med en afmatning på boligmarkedet eller markante tilbageslag i udlånsvæksten.

3) Bernanke og Lown: *The Credit Crunch*. Broking Papers on Economic Activity 2:1991.

Figur I.20a Boligpris, USA



Figur I.20b Forbrugslån, USA



Anm.: De grå områder angiver en periode på 2 år, efter aktieindekset toppede. Seneste observation er 3. kvartal 2008.

Kilde: EcoWin.

Værste krise i mange år

Den aktuelle krise forventes at blive værre end de tre store kriser siden slutningen af 1980'erne. Et år efter krisens udbrud har aktierne tabt mere i værdi end under dot-com-krisen i starten af årtusindet og efter Black Monday i slutningen af 1980'erne, jf. tabel I.4. Samtidig er boligpriserne faldet mere end forud for de tidligere kriser herunder også 1990-krisen, der førte til en kreditklemme og efterfølgende negative BNP-vækstrater. Den nuværende situation har både elementer af dot-com-krisen, hvor faldende aktiekurser blev efterfulgt af en periode med meget lave BNP-vækstrater, og 1990-krisen, hvor en afmatning på boligmarkedet førte til en kreditklemme og faldende bankudlån. I den nuværende situation er der dog endnu ikke observeret fald i udlånene, men vækstraterne er aftagende.

Risiko for ny kreditklemme

De faldende boligpriser lægger i sig selv en dæmper på efterspørgslen i den nuværende situation, og kombineret med bankernes store tab er der stor risiko for, at bankerne strammer kreditvilkårene og reducerer låneudbuddet i de kommende år. Dermed vil en kreditklemme lægge en yderligere dæmper på efterspørgslen, og et tilbageslag i kreditgivningen kan derfor føre til et markant fald i efterspørgslen og BNP-væksten som i 1991. De statslige redningspakker hjælper dog bankerne med at få genopbygget balancerne, så de har mindre behov for at reducere udlånene.

Tabel I.4 Finansielle kriser

	Subprime	Dot-com	1990-krisen	Black Monday
	Pct.			
Aktiekursvækst året efter	-39,0	-29,0	4,0	-24,0
Boligprisvækst året før	-4,6	8,6	0,8	•
BNP-vækst:				
året før	4,0	4,8	2,4	3,2
året efter	•	0,6	-0,6	4,1
Udlånsvækst:				
2 år før ^{a)}	4,7	8,3	6,2	8,3
året efter	3,8	12,6	-0,4	7,3

a) Angiver gennemsnitlig årlig vækstrate.

Kilde: EcoWin.

Krisen forværrer den globale afmatning

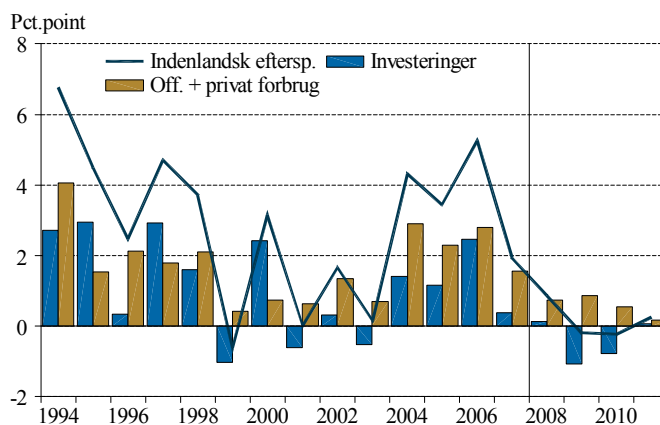
Samlet set vurderes det, at den nuværende krise bliver værre end de tre forudgående perioder med store fald i aktiekurserne. Den nuværende krise blev indledt af prisfaldene på det amerikanske boligmarked, som både førte til en afmatning i efterspørgslen og påførte bankerne store tab. Krisen har ført til et markant fald i forbrugerforventningerne og samtidig lagt et opadgående pres på udlånsrenterne, som har forstærket afmatningen i efterspørgslen. Kreditkrisen har således allerede ramt realøkonomien, og det forventes, at den vil forlænge og forstærke den forestående lavvækstperiode.

I.3 Indenlandsk efterspørgsel

Fald i indenlandsk efterspørgsel i de kommende år

Afmatningen i den indenlandske efterspørgsel, der satte ind for mere end et år siden, er fortsat i første halvår af 2008, og der er udsigt til yderligere afdæmpning de kommende år. I såvel 2009 som 2010 forventes den indenlandske efterspørgsel at falde svagt, hvilket først og fremmest skyldes forventninger om direkte fald i investeringerne og en markant opbremsning af væksten i det private forbrug, jf. figur I.21 og tabel I.5.

Figur I.21 Vækstbidrag til indenlandsk efterspørgsel



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

Tabel I.5 Indenlandsk efterspørgsel opdelt på underkomponenter

	Årets priser 2007	Mængdestigning				
		2007	2008	2009	2010	2011
	Mia. kr.	Pct.				
Privat forbrug	827	2,4	0,8	1,1	0,6	-0,2
Bilkøb	51	4,5	-11,5	-15,9	-6,8	-3,1
Andet forbrug	775	2,3	1,6	2,1	1,0	-0,1
Offentligt forbrug	439	1,3	1,4	1,2	0,8	1,0
Offentlige investeringer	29	-10,0	2,0	0,5	1,9	2,0
Bolinvesteringer	117	4,8	-1,6	-8,5	-7,4	-1,6
Erhvervsinvesteringer	230	4,4	1,0	-4,1	-2,4	1,0
Maskiner	165	4,9	2,9	-3,7	-2,2	0,8
Bygninger	65	2,8	-5,1	-5,5	-3,4	1,9
Lagerændringer	9	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.652	1,9	0,9	-0,2	-0,2	0,3

Anm.: Mængdestigning i "Lagerændringer" angiver bidrag til vækst i indenlandsk efterspørgsel.

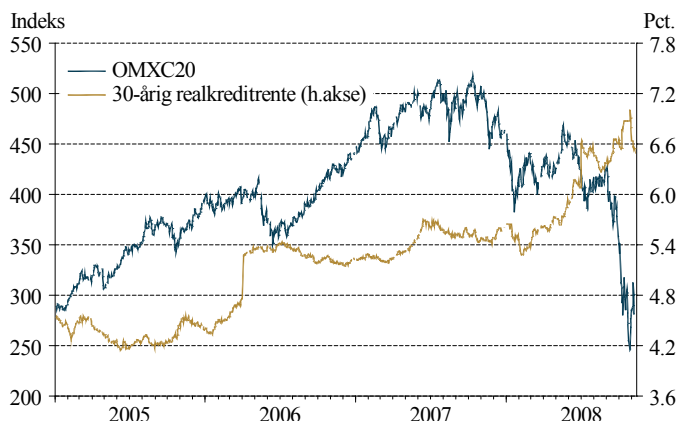
Kilde: Danmarks Statistik, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Den finansielle krise har ramt Danmark ...

... og dæmper efterspørgslen

Den finansielle krise har haft en mærkbar effekt i Danmark. Krisen har dog indtil nu primært været synlig på de finansielle markeder. Nationalbanken har måttet hæve renten for at modvirke presset på kronen, og der har været store fald i aktiekurserne, jf. figur I.22. Faldende aktiekurser og boligpriser har ført til betydelige tab i bank- og pensionssektoren. Problemerne i banksektoren har ført til gennemførelsen af en finansiell redningspakke, og der er indgået en aftale, som lemper reglerne for pensionselskaberne. Den finansielle krise kommer direkte til udtryk over for de danske forbrugere bl.a. gennem rentestigninger. Renten på 30-årige realkreditobligationer er steget fra et niveau omkring 5,5 pct. ved krisens udbrud i august 2007 til ca. 7 pct. ultimo oktober. Renterne på almindelige forbrugslån har fulgt nogenlunde samme udvikling, og det er således blevet dyrere at lånefinansiere forbrug, huskøb og boliginvesteringer. Samtidig er det sandsynligt, at bankernes kreditpolitik er blevet opstrammet i lyset af problemerne i banksektoren. Selv om direkte tegn på afsmitning til realøkonomien endnu er begrænsede, er der næppe tvivl om, at den finansielle krise vil føre til en markant afdæmpning af efterspørgslen. I slutningen af dette afsnit diskuteres de danske aspekter af finanskrisen nærmere.

Figur I.22 Aktiekurs og obligationsrente



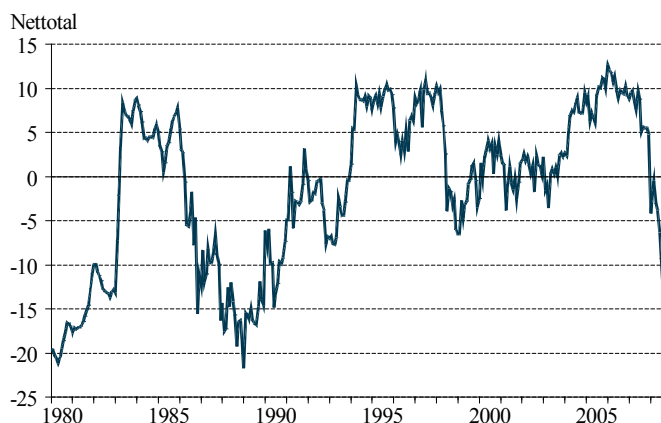
Anm.: Seneste observation er primo november 2008.

Kilde: EcoWin.

Forbrugerne har meget pessimistiske forventninger til fremtiden

Den seneste tids udvikling afspejles også i forbrugernes forventning til fremtiden. Forbrugerforventningerne er således faldet drastisk og ligger nu på det laveste niveau siden slutningen af 1980'erne, jf. figur I.23. Forbrugerforventningerne er bl.a. sammensat af oplysninger om forbrugernes forventninger til Danmarks økonomiske situation om et år henholdsvis forbrugerens egen økonomiske situation om et år. Der er en tendens til, at forbrugerne er bekymrede for landets samlede økonomi, mens forventningerne til forbrugerens egen økonomi stadig er forholdsvis positive. Den relativt gunstige opfattelse af forbrugernes egen økonomi kan hænge sammen med den aktuelt lave ledighed, mens vurderingen af landets økonomi om et år formentlig i højere grad påvirkes af medier og udvikling i finansielle og makroøkonomiske størrelser.

Figur I.23 Forbrugerforventninger



Anm.: I forbrugerforventningsundersøgelsen stilles en række spørgsmål vedrørende familiers økonomiske situation til et udsnit af befolkning. Forbrugertillidsindikatorer er beregnet som gennemsnittet af nettotalene for disse spørgsmål. Et højere nettotal skal tolkes positivt. Seneste observation er oktober 2008.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

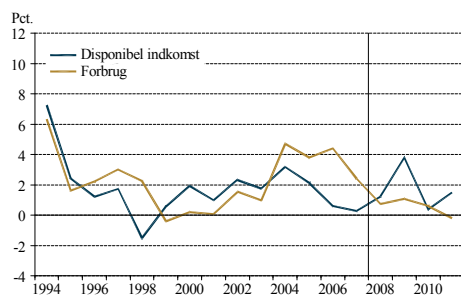
**Fald i
detailomsætning
og nyregistrerede
køretøjer**

Det private forbrug faldt i 1. kvartal 2008 med 1,3 pct. i forhold til kvartalet forinden, men steg igen i 2. kvartal med 1 pct. Niveauet for forbrugerforventningerne og udviklingen i detailomsætning og antallet af nyregistrerede køretøjer tyder på et betydeligt fald i det private forbrug i 3. kvartal. Detailomsætningen er i 3. kvartal samlet set faldet med 3,3 pct. i forhold til forrige kvartal. Bilkøbet faldt med mere end 5 pct. i forhold til kvartalet forinden, og antallet af nyregistrerede køretøjer er faldet gennem hele 3. kvartal.

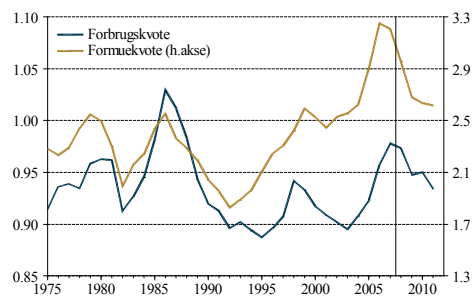
**Opbremsning i det
private forbrug**

På denne baggrund ventes det private forbrug kun at stige knap 1 pct. i indeværende år. Trods en relativt stor stigning i realindkomsterne i 2009 forventes forbrugsvæksten også i de kommende år at blive meget lav. Baggrunden for den lave vækst i forbruget er blandt andet, at boligpriserne skønnes at falde de kommende år. Herved reduceres friværdierne, hvilket sammen med de høje renter og stramme kreditvilkår kan dæmpe det lånefinansierede forbrug. Samtidig forventes forbrugerne at være tilbageholdende i lyset af usikkerheden om udgangen af den finansielle krise. I 2009 vil skattelettelser og kombinationen af høje lønstigninger og lavere inflation indebære en stigning i den disponible realindkomst på omkring 4 pct., jf. figur I.24a. Når forbruget kun ventes at vokse 1 pct., er der med andre ord lagt op til et betydeligt fald i forbrugskvoten, jf. figur I.24b. Også i de følgende år forventes et svagt, yderligere fald i forbrugskvoten, hvilket hænger sammen med det fortsatte, svage fald i formuekvoten.

Figur I.24a Indkomst og forbrug



Figur I.24b Forbrugs- og formuekvote



Anm.: SMEC's langsigtede indkomstdefinition er anvendt, jf. bilagstabel I.6. Forbrugskvoten angiver det samlede forbrugs andel af disponibel indkomst. Formuekvoten angiver den forbrugsbestemte private formue målt i forhold til disponibel indkomst. Den forbrugsbestemte private formue udgøres af husholdningernes finansielle formue (der er negativ), værdien af boliger og biler samt pensionsformuen efter skat.

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

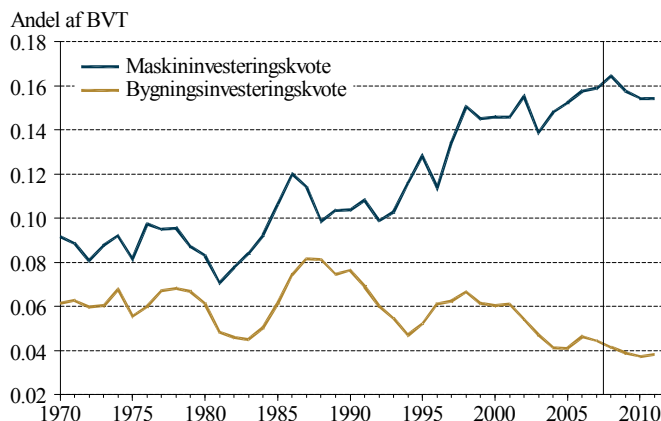
Fald i maskininvesteringerne

Afmatningen i økonomien ventes også – i kombination med højere renter og strammere kreditvilkår – at påvirke investeringerne. Maskininvesteringerne steg i 2006 og 2007 med 13 pct. henholdsvis 4½ pct., og væksten er aftaget yderligere i første halvår 2008. I andet halvår 2008 ventes fald i maskininvesteringerne, hvilket medfører en årlig vækst omkring 3 pct. i 2008. Virksomhederne ventes at blive markant mere tilbageholdende med at investere i nye maskiner, og i de kommende år skønnes maskininvesteringerne at falde yderligere i lyset af den aftagende efterspørgsel. Under det seneste opsving er maskininvesteringens kvoten steget betydeligt, jf. figur I.25. Faldet i maskininvesteringerne i de næste par år indebærer, at maskininvesteringens kvoten aftager.

Også fald i byggeinvesteringerne

Bygningsinvesteringerne skønnes også at falde som følge af den aftagende efterspørgsel og stigende renter. Den markante stigning i byggeomkostningerne, der har fundet sted i de seneste år, er aftaget i første halvår af 2008, men set i lyset af de faldende ejendomspriser og lavere efterspørgsel er det mindre attraktivt at opføre nye bygninger. Bygningsinvesteringens kvoten, som allerede ligger på et relativt lavt niveau, ventes at falde svagt i de kommende år.

Figur I.25 Maskin- og bygningsinvesteringskvote



Anm.: Maskininvesteringskvoten er defineret som maskininvesteringerne i forhold til bruttoværditilvæksten i de private byerhverv. Bygningsinvesteringskvoten, som ikke indeholder boliginvesteringer, er defineret tilsvarende.

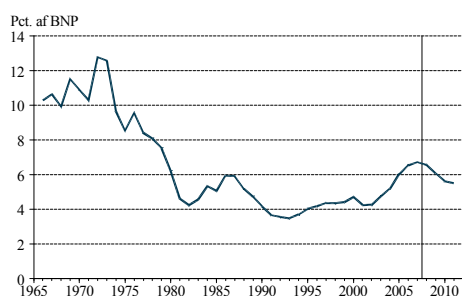
Kilde: Danmarks Statistik, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Boligmarkedet

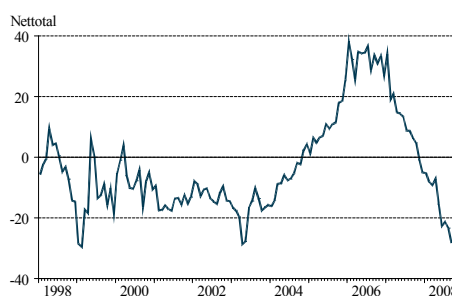
Boliginvesteringer forventes at falde

Boliginvesteringerne er steget betydeligt frem til starten af 2007, også som andel af BNP, og boliginvesteringskvoten er nu højere end før kartoffelkuren i midten af 1980'erne. I de kommende år forventes et fald i kontantprisen. Faldende boligpriser gør det mindre profitabelt at opføre nye boliger, og boliginvesteringerne må derfor forventes at falde de kommende år. Aktuelle indikatorer understøtter disse forventninger på den korte bane. Eksempelvis udviser konjunkturbarometeret for bygge/anlæg en markant tilbagegang i ordrebeholdningen for boligbyggeri fra starten af 2008, og antallet af nyopførelser såvel som byggetilladelser er faldet. I de kommende år ventes boliginvesteringskvoten at aftage som følge af faldet i kontantprisen, hvorefter den forventes stabiliseret på et niveau omtrent som i 2004, jf. figur I.26.

Figur I.26a Boliginvesteringer



Figur I.26b Ordrebeholdning, boligbyggeri



Anm.: Netttotal viser tendensen i udviklingen. Netttotal siger således intet om størrelsen af væksten eller tilbagegangen. Et netttotal på 20 henviser til, at der forventes en fremgang i ansættelser (netto) i virksomheder, der repræsenterer 20 pct. af den samlede beskæftigelse i bygge- og anlægssektoren. Seneste observation er september 2008 for ordrebeholdning, boligbyggeri.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Boligpriserne falder 20 pct. realt

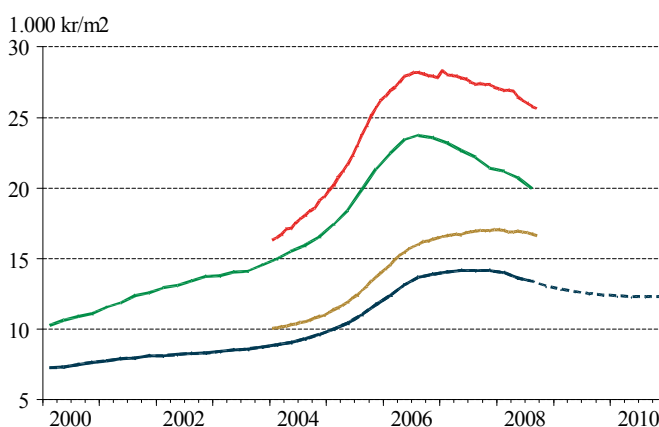
Boligpriserne toppede i løbet af 2007 efter et par år med vækstrater omkring 20 pct. Fra 2000 til 2007 steg de nominelle huspriser med mere end 80 pct., men siden slutningen af 2007 er boligpriserne faldet. Det er især i hovedstadsområdet og resten af Sjælland, hvor boligpriserne også er steget meget, at boligpriserne aktuelt falder. Seneste langvarige periode med faldende nominelle huspriser var fra midten af 1986 til midten af 1993, hvor huspriserne faldt 20 pct. De kommende år ventes boligpriserne at fortsætte med at falde, dels som følge af højere renter og den generelle økonomiske afmatning, dels som en korrektion af det aktuelt meget høje niveau. Der ventes et realt fald i huspriserne på ca. 20 pct. frem til 2011. Dette er i samme størrelsesorden som den reale stigning 2005-07.

Udbudspris langt over salgspris

Meget tyder på, at boligsælgerne endnu ikke har tilpasset sig afmatningen på boligmarkedet. Huspriserne er ifølge Realkreditrådet faldet med 5½ pct. fra toppunktet i andet kvartal 2007 til tredje kvartal 2008. Samtidig er forholdet mellem den udbudte pris og den faktiske salgspris steget, og i tredje kvartal var udbudsprisen for huse ca. 25 pct. højere end den gennemsnitlige salgspris pr. kvadratmeter. For ejerlejligheder er udbudsprisen endnu højere set i forhold til salgsprisen (30 pct. i tredje kvartal mod 10 pct. i starten af

2004). Prisen på ejerlejligheder er faldet med 16 pct. fra 3. kvartal 2006 til 3. kvartal 2008, jf. figur I.27.

Figur I.27 Nominelle udbuds- og salgspriser



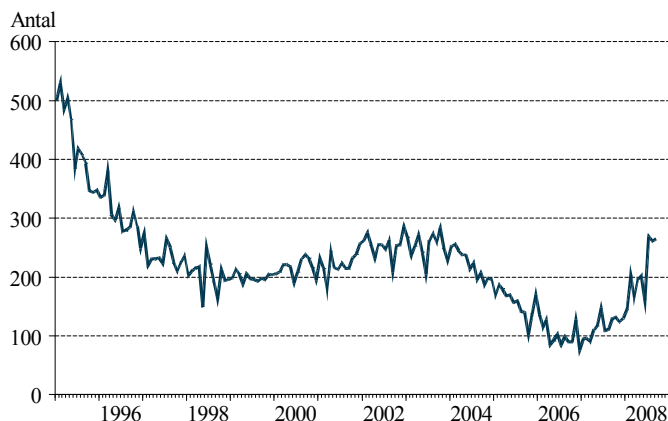
Anm.: Seneste observation er 3. kvartal 2008 for salgspriser og september for udbudspriser.

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

Boligmarkedet er gået i stå

Usikkerheden på boligmarkedet og sælgernes manglende villighed til at tilpasse udbudspriserne nedad har bidraget til, at antallet af hushandler er faldet støt siden udgangen af 2005. Modstykket til det lavere antal salg er, at liggetiden (den gennemsnitlige tid et hus er til salg) er steget fra ca. 100 dage i foråret 2006 til næsten 200 dage i efteråret 2008, jf. Realkreditrådets opgørelser. Antallet af tvangsauktioner er også steget siden starten af 2007. Efter de seneste måneders kraftige stigning, er antallet af tvangsauktioner nu oppe på niveauet i 2002-03 med ca. 250 tvangsauktioner om måneden, jf. figur I.28. Det er primært i hovedstadsområdet, de fleste tvangsauktioner finder sted, hvor der også har været de største boligprisfald. Set over en længere årrække er antallet af tvangsauktioner dog fortsat relativt beskedent.

Figur I.28 Tvangsauktioner



Anm.: Seneste observation er oktober 2008.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

**Stigende rente
medvirker til fald i
huspriserne**

Lave og faldende renter har været en væsentlig faktor bag de stigende huspriser i de senere år. Siden begyndelsen af 2006 er den 30-årige realkreditrente imidlertid steget fra under 4½ pct. til over 6½ pct. i oktober 2008. De højere renter vil medvirke til at lægge en dæmper på huspriserne.

**Hvor
overvurderede er
huspriserne?**

Boligpriserne er de senere år steget mere, end udviklingen i de bagvedliggende faktorer, såsom indkomst og rente, umiddelbart kan forklare. Det er imidlertid vanskeligt at vurdere præcist, i hvor høj grad boligpriserne er overvurderede. For det første skal der fastlægges et udgangspunkt, hvor det vurderes, at boligmarkedet var omtrent i ligevægt. For det andet skal det fastlægges, hvordan udviklingen i de bagvedliggende faktorer påvirker boligmarkedet. Forskellige modeller giver anledning til forskellige vurderinger af betydningen af de enkelte faktorer – og dermed også forskellige vurderinger af udviklingen i boligpriserne. Med udgangspunkt i kontantprisrelationen i De Økonomiske Råds makroøkonometriske model SMEC vurderes det, at kontantprisen var ca. 20 pct. for høj i 2006 og godt 15 pct. for høj i 2007, givet udviklingen i de bagvedliggende faktorer, jf. boks I.3. Til sammenligning vurderer IMF, at de danske huspriser var ca. 12 pct. overvurderede ved udgangen af 2007, jf. afsnit I.2.

Nærværende prognose indebærer et fald i kontantprisen i de kommende år, hvilket betyder, at boligpriserne i løbet af et par år forventes at komme ned på et niveau, der er i overensstemmelse med SMEC's kontantprisrelation, givet prognosens forudsætninger om rente, indkomst mv.

Andre grunde til stigning

Der kan nævnes en række årsager til, at boligpriserne er steget mere de senere år, end de økonomiske modeller tilsiger. Nogle af disse forhold vurderes kun at have en midlertidig effekt, mens andre kan have permanent effekt på kontantprisen. Forhold, der øger bolig efterspørgslen, vil på lang sigt give sig udslag i en større boligbeholdning, men de vil i en lang årrække kunne have en betydelig priseffekt. Demografiske forhold kan eksempelvis påvirke bolig efterspørgslen og dermed på kort sigt boligprisen. Prisen på en bolig dækker både over værdien af huset (som kan ses i forhold til investeringsomkostningerne) og værdien af grunden. Givet at udbuddet af byggegrunde er begrænset, kan en stigende bolig efterspørgsel give sig udslag i en permanent effekt på kontantprisen. Endelig er det overvejende sandsynligt, at en lang periode med store kontantprisstigninger har medført en generel forventning om yderligere fremtidige prisstigninger.

Afdragsfrie lån har kun begrænset effekt

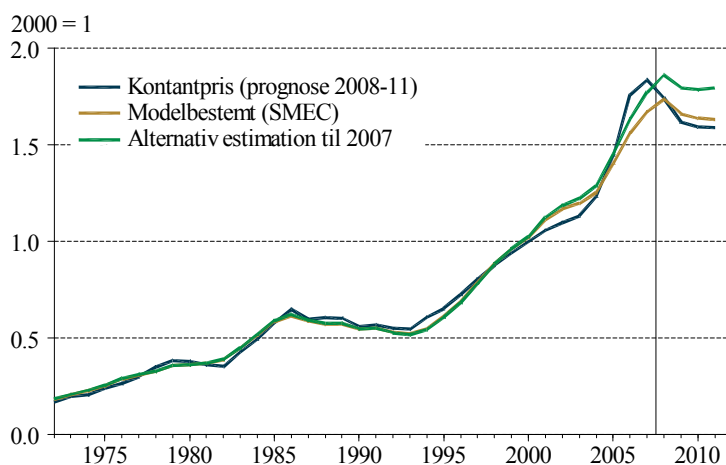
Afdragsfrie lån blev indført i efteråret 2003. På baggrund af egne beregninger på boligmodellen i ADAM vurderes det, at faldet i afdragsprofilen fra 2004 som følge af muligheden for afdragsfrie lån kan betyde, at kontantprisen er knap 5 pct. højere i 2007, end den ellers ville have været. Denne beregning understøttes af Økonomi- og Erhvervsministeriet, som kommer frem til nogenlunde samme konklusion.⁴ Til sammenligning vurderer Økonomi- og Erhvervsministeriet effekten på kontantprisen af ophævelsen af mix-lån i 1993 til 14 pct. og effekten af forlængelse af løbetiden på realkreditlån fra 20 til 30 år i 1990 til 17 pct. Effekterne er som nævnt midlertidige og forsvinder, når boligbeholdningen er tilpasset.

4) Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008): *Afdragsfrie lån og prisstigninger på boligmarkedet. Notat. September 2008.*

Med udgangspunkt i SMEC's estimerede relation for kontantprisen vurderes det, at kontantprisen i 2007 var godt 15 pct. højere end de bagvedliggende faktorer kan forklare, jf. figur A. Det antages, at boligprisen i gennemsnit over perioden 1966-2005 har været omtrent i overensstemmelse med de bagvedliggende faktorer.

SMEC's ligning er estimeret frem til 2005, og egenskaberne er dermed upåvirket af de kraftige boligprisstigninger i 2006-07. Estimeres kontantprisligningen alternativt frem til og med 2007, tilsiger ligningen, at boligpriserne kun er ca. 6 pct. for høje i 2007 (grøn kurve). Estimeres ligningen over en endnu kortere periode end til 2005, får de stigende kontantpriser frem til og med 2005 mindre vægt i estimationsresultatet, og den beregnede uligevægt i 2007 bliver større. Dette understreger vanskelighederne ved at fastlægge ligevægtsniveauet for kontantprisen.

Figur A Overvurdering af boligprisen



Anm.: Kontantprisen (blå kurve) er normeret til 1 i 2000. For årene 2008-11 er udviklingen i nærværende prognose vist. Der er vist to modelberegne værdier, dels den aktuelle ligning i SMEC (brun) estimeret til 2005, dels den tilsvarende ligning estimeret frem til 2007 (grøn). De modelberegne værdier er normeret, således at afvigelsen til den faktiske pris i gennemsnit er 0 over estimationsperioden, 1972-2005 (brun) hhv. 1972-2007 (grøn). De beregnede værdier for perioden 2008-11 baseres i alle tilfælde på de samme antagelser om indkomst, rente mv.

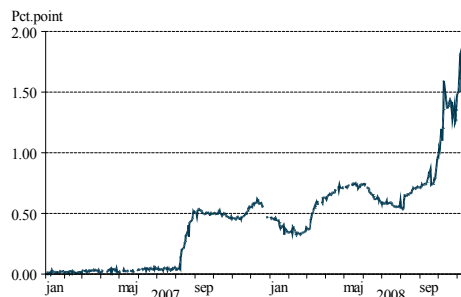
Kilde: Egne beregninger med SMEC's kontantprisrelation.

Finansiell krise

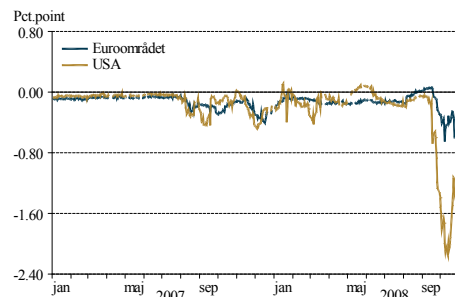
Mistillid og usikkerhed skaber høje risikopræmier

Den finansielle krise startede bl.a. med mistillid mellem banker pga. usikkerhed om, hvem der lå inde med de dårlige amerikanske boliglån. Da de finansielle markeder internationalt er tæt forbundne, spredte usikkerheden sig til de danske banker allerede ved krisens udbrud i sommeren 2007. Ligesom på de amerikanske og europæiske interbankmarkeder førte mistilliden til en forøgelse af risikopræmierne i Danmark, jf. figur I.29a. I slutningen af januar var Bank Trelleborg kommet i så store solvensproblemer, at den måtte lade sig opkøbe af Sydbank, og det gik værre for Roskilde Bank, der blev overtaget af Nationalbanken i slutningen af august. Disse hændelser påvirkede dog ikke tilliden til det danske banksystem i en sådan grad, at det kunne ses på risikopræmierne på det danske interbankmarked. Den store amerikanske investeringsbank Lehman Brothers konkursbegæring i midten af september øgede dog usikkerheden og risikopræmierne verden over, herunder også i Danmark.

Figur I.29a Risikopræmie



Figur I.29b Risikopræmiespænd



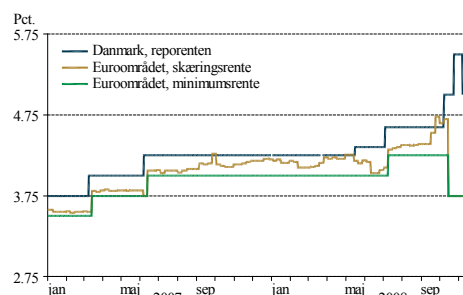
Anm.: Risikopræmien er forskellen mellem 3-måneders sikrede (swap) og usikrede pengemarkedsrenter på interbankmarkedet. Risikopræmiespændet i figur I.30b angiver forskellen mellem risikopræmierne på det danske og henholdsvis de europæiske og amerikanske interbankmarkeder. Seneste observation er primo november 2008.

Kilde: EcoWin.

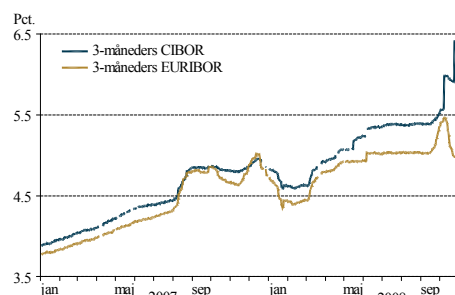
Danmark mindre hårdt ramt end udlandet

Generelt har der ikke været mindre tillid til de danske banker end til andre banker, og risikopræmierne på det danske interbankmarked har ligget under risikopræmierne i USA og også lidt under risikopræmierne i euroområdet, jf. figur I.29b. Den stigende usikkerhed i kølvandet på Lehman Brothers konkursbegæring ramte de amerikanske og europæiske banker hårdere end de danske, og forskellen mellem de danske og udenlandske risikopræmier blev udvidet. Situationen på de finansielle markeder var forværret, og Folketinget vedtog i starten af oktober en redningspakke, der sikrede alle indskud i danske banker. Pakken medførte umiddelbart et lille fald i de danske risikopræmier, og selvom de danske risikopræmier stadig er på et højt niveau, er de faldet væsentligt ned under de udenlandske. Målt på risikopræmierne er der således større tillid til de danske banker end til de europæiske og amerikanske banker i øjeblikket. Den europæiske 3-måneders pengemarkedsrente (EURIBOR) er dog faldet væsentlig hurtigere end den danske 3-måneders pengemarkedsrente (CIBOR) på det seneste, men dette kan primært forklæres ved, at rentespændet mellem de pengepolitiske renter er udvidet, jf. figur I.30.

Figur I.30a Pengepolitiske renter



Figur I.30b Korte renter



Anm.: Seneste observation er primo november 2008, men kurven for skæringsrenten stopper 14/10 2008, hvor ECB suspenderede de ugentlige auktioner for i stedet at udbyde likviditet til minimumsrenten.

Kilde: EcoWin.

Valutaudstrømning fra Danmark gav pres på kronen ...

... og fik Nationalbanken til at hæve renten ...

... samt indgå valutaaftale med ECB

ECB og Nationalbanken sænkede renten

Også pres på den norske og svenske krone

Den danske pengepolitiske rente ligger normalt knap 0,2 pct.point over ECB's skæringsrente, men den finansielle uro har været med til at reducere denne forskel. Indtil medio oktober 2008 blev ECB's skæringsrente fastsat ved ugentlige auktioner, hvor bankerne hver især meddelte, hvor meget likviditet de havde brug for, og hvilken rente de var villige til at betale. Mangel på likviditet i euroområdet fik de europæiske banker til at byde udlånsrenten op ved de ugentlige auktioner, og i starten af oktober var ECB's udlånsrente derfor højere end den danske pengepolitiske rente. Dette førte til udstrømning af valuta fra Danmark og dermed faldende valutareserve. For at undgå yderligere dræn af valutareserven hævde Nationalbanken den pengepolitiske rente den 8. oktober 2008. Kort efter sænkede ECB renten og ændrede samtidig lånefaciliteten, så det fremover blev muligt at låne til minimumsrenten i stedet for skæringsrenten. Valutaudstrømningen fortsatte dog herefter, og Nationalbanken måtte hæve renten yderligere den 24. oktober 2008, hvilket resulterede i et rentespænd mellem den danske og europæiske pengepolitiske rente på 1,75 pct.point. Den seneste rentestigning var tilsyneladende heller ikke nok til at lette presset på kronen, og Nationalbanken indgik derfor den 27. oktober 2008 en valutaaftale (swap-aftale) med ECB. Formålet var primært at sikre eurolikviditet til de danske pengeinstitutter, hvilket alt andet lige også vil medføre et mindre pres på kronen. Udstrømningen af valuta kan også have andre forklaringer, herunder at investorer i urolige tider anser tyske eller amerikanske statsobligationer for at være mere attraktive end danske obligationer.

Den 6. november satte ECB den pengepolitiske rente ned, og umiddelbart efter fulgte Nationalbanken med og satte den danske pengepolitiske rente tilsvarende ned, således at rentespændet fortsat er 1,75 pct.point. Nationalbankens rentenedsættelse kan tages som tegn på, at presset på kronen ikke er øget.

Presset på den danske krone er ikke et enestående fænomen. Norge og Sverige har oplevet tilsvarende problemer med pres på valutaerne. Norge og Sverige har imidlertid en flydende valutakurspolitik, hvorfor den norske og svenske

nationalbank ikke har været nødsaget til at hæve renten for at forsvare valutaen. Tværtimod har centralbankerne i de to lande sænket renten for at modvirke effekterne af den finansielle krise. Presset på den norske og svenske valuta har derfor resulteret i, at den norske og den svenske krone er faldet i værdi. Danmarks problem med pres på kronen og deraf stigende rente er således en konsekvens af at stå uden for euro-samarbejdet og samtidig føre fastkurspolitik.

**Den finansielle
krise skaber
likviditets-
problemer i
banksektoren**

Mistilliden mellem bankerne og deres tilbageholdenhed med at låne penge til hinanden af frygt for, at modparten går konkurs, har skabt likviditetsproblemer i banksektoren. De danske banker har haft stor vækst i udlåne siden 2005, hvilket har medført et stigende indlånsunderskud, jf. figur I.31. Hvor bankerne tidligere i vid udstrækning baserede sig på indlån fra husholdninger og virksomheder, er de nu i højere grad afhængige af indlån fra andre banker, herunder udenlandske banker. Disse lån har som regel korte løbetider, og i en situation, hvor de fleste banker mangler likviditet, er det svært at forny lånene, når de udløber. Bankernes udlån er af længere løbetid og kan derfor ikke opsiges med samme hastighed. Konsekvensen har været, at (også solvente) danske banker har haft svært ved at rejse tilstrækkelig likviditet under den finansielle krise. For at imødegå dette problem har Nationalbanken udvidet lånefaciliteten – første gang allerede i foråret 2008, hvor bankerne fik lov til at låne mod sikkerhed i flere og mere risikofyldte aktiver. Det er dermed nu muligt for bankerne at låne i Nationalbanken mod sikkerhed i unoterede aktier, hvor de før krisen skulle stille statsobligationer, realkreditobligationer eller lignende som sikkerhed.

Figur I.31 Indlånsoverskud



Anm.: Seneste observation er 3. kvartal 2008.

Kilde: Nationalbanken.

Bankerne reddes af staten ...

... men endnu ingen stor effekt på interbankmarkedet

Nationalbankens udvidelse af lånefaciliteten viste sig ikke at være nok, og den stigende mistillid i den internationale banksektor efter Lehman Brothers konkursbegæring gjorde det også sværere for danske banker at rejse likviditet. Regeringen og Folketinget gennemførte derfor i begyndelsen af oktober en ordning i samarbejde med de danske pengeinstitutter, hvor der ydes en statsgaranti til alle simple kreditorer i danske pengeinstitutter. Statsgarantien indebærer, at såvel almindelige indlån som interbanklån er garanterede, jf. boks I.4. Med statsgarantien på plads burde mistilliden til de danske banker forsvinde, og risikopræmierne burde falde til nul. Selv om risikopræmierne er lavere end i udlandet, er de dog stadig på et højt niveau, hvilket kan skyldes, at det er svært for udenlandske banker at forstå indholdet i og konsekvenserne af ny dansk lovgivning.

Regeringen og Folketinget har i samarbejde med pengeinstitutterne (Finansrådet) aftalt og gennemført en række initiativer, der understøtter den finansielle stabilitet i Danmark.

Aftalen betyder, at den danske stat garanterer simple kreditorer i de danske pengeinstitutter. Det vil sige, at almindelige bankkunders indeståender og lån mellem banker på interbankmarkedet er sikret af den danske stat i tilfælde af konkurs. Der er således i praksis ingen usikkerhed på denne type indskud i pengeinstitutterne. Aftalen løber i to år med mulighed for forlængelse.

Der oprettes et statsligt afviklingsselskab, som kan overtage gæld og indskud i pengeinstitutter, der er truet af konkurs, eller hvis solvensgrad er kommet under det lovmæssige solvenskrav. Afviklingsselskabet overtager ikke den risikovillige kapital (aktiekapital, hybrid kernekapital og supplerende kapital), hvilket betyder, at disse investeringer mister deres værdi, mens de simple kreditorers indskud bliver dækket af statsgarantien i afviklingsselskabet. Afviklingsselskabet træder kun til i tilfælde af, at et nødlidende pengeinstitut ikke kan afhændes til anden side.

Pengeinstitutterne betaler for ordningen gennem en garantiprovision (forsikringspræmie) på 7,5 mia. kr. årligt – dvs. i alt 15 mia. kr. Hertil kommer en kaution (selvrisiko), som skal dække de første 10 mia. kr. af et statsligt tab som følge af ordningen. Hvis tabene på garantiordningen overstiger de 15 mia. kr., der indbetales i garantiprovision, plus de 10 mia. kr., der stilles i kaution, skal pengeinstitutterne yderligere bidrage med op til 10 mia. kr. Alt i alt indebærer ordningen, at den danske stat kun lider tab, hvis de samlede tab overstiger 35 mia. kr.

Det enkelte pengeinstituts betaling til ordningen beregnes i forhold til det enkelte instituts nødvendige basiskapital. Mængden af nødvendig basiskapital afhænger af pengeinstituttets størrelse og risikoen på pengeinstituttets engagementer. Dvs. pengeinstitutterne indbetaler til ordningen i forhold til deres størrelse, men de mest risikofyldte pengeinstitutter betaler relativt mere end de mindst risikofyldte.

Som led i aftalen skal pengeinstitutterne bruge de næste to år på at konsolidere sig. De må derfor ikke betale udbytte, lave nye aktietilbagekøbsprogrammer eller igangsætte nye aktieoptionsprogrammer. Der er endvidere indlagt beføjelser, der sigter mod at undgå spekulation i ordningen. Finanstilsynet har bemyndigelse til at udelukke pengeinstitutter fra ordningen, hvis de forsøger at spekulere i denne.

Pensionselskaber har også lidt tab og hjælpes af ny aftale

Pensionselskaberne er også blevet ramt af den finansielle uro. Investorer har søgt over i statsobligationer, som opfattes som mere sikre aktiver, hvilket har medført fald i kurserne på danske realkreditobligationer. Da pensionselskaberne ligger inde med mange realkreditobligationer, har stigende renter på realkreditobligationer påført pensionselskaberne store tab, og de kan blive nødsaget til at sælge ud af realkreditobligationerne for at sikre sig mod yderligere tab. For at modvirke et stort udsalg af danske realkreditobligationer, er reglerne for pensionselskaberne blevet lempet, jf. boks I.5. Det er desuden annonceret, at staten via Den Sociale Pensionsfond vil købe 1-årige realkreditobligationer for 22 mia. kr. i forbindelse med fornyelsen af rentetilpasningslånene til december. De lempeligere regler for pensionselskaberne og opkøbet af realkreditobligationer er med til at holde kurserne på realkreditobligationer oppe og dermed renterne nede.

Dansk kreditklemme kan forekomme

Det vurderes, at de danske bankers tab som følge af den finansielle krise har været forholdsvis begrænsede. De danske boligpriser er imidlertid faldet, og som følge heraf har bankerne allerede lidt tab. Boligpriserne skønnes at falde yderligere de kommende år, hvilket kan føre til en stigning i konkurser og tvangsauktioner, som vil give bankerne yderligere tab. Hertil kommer, at bankerne skal betale 15 mia. kr. til staten for statsgarantien, og sektorens indtjening vil således være begrænset de kommende år.⁵ Bankernes udlånsvækst er allerede aftaget, jf. figur I.32, og det må forventes, at bankerne vil reducere udlånsvæksten yderligere. En reduktion af udlånene kan fremkomme som følge af, at de højere renter har reduceret forbrugernes efterspørgsel efter lån, men det kan også være et resultat af, at bankerne reducerer låneudbuddet, fordi de mangler likviditet og/eller kapital. Mangel på likviditet eller kapital kan således føre til en kreditklemme i Danmark.

5) Til sammenligning havde pengeinstituttsektoren et resultat før skat på knap 40 mia. kr. i 2007 og godt 9 mia. kr. i første halvår 2008.

I slutningen af oktober blev der indgået en aftale, som skal hjælpe pensionselskaberne gennem krisen. Aftalen understøtter, at pensionselskaberne kan beholde deres realkreditobligationer, og dermed modvirkes yderligere stigninger i realkreditrenterne.

Ved opgørelsen af hensættelserne skal pensionselskaberne tilbagediskontere deres fremtidige forpligtelser med statsobligationsrenterne. Pensionselskaberne ligger inde med mange realkreditobligationer, og da statsobligationsrenterne og realkreditrenterne (og tilsvarende kurserne) under normale omstændigheder følges ad, har der været god overensstemmelse mellem udviklingen i pensionselskabernes hensættelser (fremtidige forpligtelser) og deres aktiver. Den seneste finansielle uro betyder imidlertid, at realkreditrenterne er steget, og kurserne er faldet, uden at statsobligationerne er fulgt med. Dermed er pensionselskabernes aktiver faldet i værdi uden hensættelserne er faldet tilsvarende, og det har påført pensionselskaberne store tab. For at forsikre sig mod yderligere tab kan pensionselskaberne blive nødt til at nedbringe mængden af realkreditobligationer til fordel for statsobligationerne for dermed igen at øge samhørigheden mellem hensættelserne og værdien af aktiverne.

Aftalen indebærer, at realkreditrenterne tæller med i diskonteringsraten, når pensionselskaberne skal opgøre hensættelserne. Det betyder, at der kommer større samhørighed mellem værdien af hensættelserne og værdien af realkreditobligationerne, og derfor har pensionselskaberne ikke samme behov for at sælge ud af realkreditobligationerne.

Det gule lys i den såkaldte trafiklysordning afvikles, og ordningen vil derfor kun indeholde grønt og rødt lys. Et gult lys indikerer, at det pågældende pensionselskab ikke er i stand til at modstå en voldsomt negativ hændelse, som f.eks. en ny finansiell krise eller en meget kraftig stigning i markedsrenterne. Der bliver fremover lagt større vægt på solvensregler, og pensionselskaberne skal ligesom bankerne opgøre det individuelle solvensbehov kvartalsvist.

Figur I.32 Udlån til husholdningerne



Anm.: Figuren viser udviklingen i bankernes udlån til husholdninger. Seneste observation er september 2008.

Kilde: EcoWin.

I.4 Udenrigshandel og betalingsbalance

Finansiell krise forværrer de internationale vækstudsigter

De internationale vækstudsigter er forværret betydeligt. Der var allerede begyndende afmatning i mange lande efter flere år med høj vækst, og vækstudsigterne er blevet yderligere forværret af den finansielle krise. Væksten på de danske eksportmarkeder skønnes at blive knap $1\frac{3}{4}$ pct. i år, godt $\frac{1}{4}$ pct. næste år og i 2010 og 2011 ca. $1\frac{1}{2}$ henholdsvis $2\frac{1}{2}$ pct., jf. afsnit I.2 og boks I.6.

Høje lønstigninger og styrket dansk krone skader konkurrenceevnen

Den lave ledighed i Danmark har ført til tiltagende lønstigninger, som i længere tid har været højere end lønstigningerne i udlandet. Produktiviteten er samtidig faldet to år i træk og har således slet ikke kunnet opveje lønudviklingen. I foråret bidrog uroen på de finansielle markeder til fortsat fald i dollarkursen, og i år vil ændringen i den effektive kronekurs bidrage til forværringen af den danske konkurrenceevne. Dollaren er imidlertid styrket under den seneste udvikling i den finansielle krise, mens både den norske og svenske krone er svækket. Som følge af udviklingen gennem 2008 og med antagelse af uændret valutakurs, vil der i 2009 være fald i kronekursen, som opvejer det negative bidrag fra ændringerne i den relative

løn. I de efterfølgende år ventes aftagende lønstigninger i Danmark, som dog fortsat vil ligge væsentlig over lønstigningen i udlandet, og dermed bidrage til en forværring af lønkonkurrenceevnen, jf. tabel I.6.

Svækket svensk og norsk kronkurs kan ramme eksporten

Godt en femtedel af Danmarks samlede eksport går til de nærmeste nordiske nabolande, Sverige og Norge. De seneste uger er både den norske og svenske krone faldet markant i værdi. Svækkelsen af den norske og svenske kronkurs forstærkes yderligere af, at de to lande har sat renterne ned for at bekæmpe det økonomiske tilbageslag, og det ventes, at renterne sættes yderligere ned. Kursfaldet indebærer, at importen for nordmændene og svenskerne bliver dyrere, hvilket kan dæmpe den danske eksport. Den samlede danske eksport af varer skønnes at falde i andet halvår af 2008, og den årlige vækst i vareeksporten skønnes at blive relativt lav omkring 2 pct. i år, jf. tabel I.7.

Tabel I.6 Lønkonkurrenceevne

	2007	2008	2009	2010	2011
	----- Pct. -----				
Stigning i timelønomkostninger, indland	3,9	4,5	4,2	3,8	3,1
Stigning i timelønomkostninger, udland	2,9	2,9	2,6	2,2	2,7
Ændring i relativ løn	-1,1	-1,6	-1,6	-1,6	-0,4
Ændring i effektiv kronkurs	1,8	1,6	-2,0	0,0	0,0
Ændring i lønkonkurrenceevne	-2,9	-3,2	0,4	-1,6	-0,4

Anm.: Lønomkostningerne omfatter både direkte og indirekte omkostninger, og lønudviklingen angiver stigningstakten for timeløsomkostningerne i industrien. Se anmærkningen i bilagstabel I.8 for sammenvejningen af udenlandsk lønstigningstakt. Ændringen i den relative løn er lig lønstigningen i udlandet minus lønstigningen i Danmark. Ændringen i lønkonkurrenceevnen er lig ændringen i den relative løn minus ændringen i den effektive kronkurs. Et negativt tal indebærer en forværring af konkurrenceevnen.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Bureau of Labor Statistics, *International Comparisons of Hourly Compensation Costs for Production Workers in Manufacturing*, EcoWin, OECD, *Economic Outlook*, European Commission, *Economic Forecasts Autumn 2008*, og egne skøn, bl.a. baseret på oplysninger fra AIECE-institutter.

Danmarks fem største aftagerlande for eksporten af industrivarer er Tyskland, Sverige, USA, Norge og Storbritannien, jf. bilagstabel I.1. Nedenfor er udviklingen på de fem vigtigste danske eksportmarkeder kort beskrevet, først euroområdet og derefter de fem lande.

Euroområdet

Væksten i euroområdet ventes at aftage markant pga. både svag indenlandsk efterspørgsel og aftagende eksport. Den finansielle krises realøkonomiske effekter begynder at slå igennem for alvor i kombination med skrøbelige boligmarkeder i flere lande. Det private forbrug er påvirket af fald i realindkomsterne. Tillidsindikatorerne for både virksomheder og husholdninger er faldet kraftigt, og der er udsigt til en dæmpet udvikling i investeringer såvel som forbrug. Eksporten påvirkes negativt af den aftagende udenlandske vækst, selvom den seneste svækkelse af euroen overfor dollaren trækker i modsat retning. Arbejdsløsheden er omkring det strukturelle niveau, men den forventes at stige i de kommende år. På denne baggrund forventes væksten i euroområdet at blive på knap $-\frac{1}{4}$ pct. i 2009.

Tyskland

Væksten i Tyskland er stærkt aftagende efter relativt høj vækst de to seneste år. På trods af god konkurrenceevne er udsigterne for resten af 2008 og 2009 dystre, blandt andet fordi eksporten hæmmes af lavere vækst i de vigtigste aftagerlande. Stort fald i forbrugertilliden og forventet stigning i ledigheden peger på aftagende vækst i det private forbrug, som dog understøttes af aftagende inflation og stigende løn. Det tyske boligmarked har ikke problemer i samme grad som i en del andre lande. I 2009 ventes en negativ vækst på $\frac{1}{2}$ pct. i Tyskland.

Sverige

Væksten i svensk økonomi er stort set gået i stå i 1. halvår 2008. En vigtig årsag er svagere efterspørgsel fra udlandet og en deraf følgende afdæmpning af eksporten. Det seneste fald i den svenske krone kan dog understøtte eksporten. Faldende aktiekurser, høje energi- og råvarepriser og stigende renter har mindsket både virksomhedernes og husholdningernes råderum til investeringer og forbrug. Det forventes, at væksten i det private forbrug vil aftage yderligere som følge af stigende ledighed. Dertil kommer, at boligpriserne skønnes at falde, hvilket vil bidrage til at mindske det private forbrug. Væksten i økonomien forventes at blive omkring $\frac{1}{4}$ pct. i 2009.

USA

Som for de øvrige lande er vækstudsigterne svage, og væksten ventes at være negativ et godt stykke ind i 2009. Den årlige vækstrate i 2009 skønnes at blive omkring -½ pct. Afmatningen på boligmarkedet og den finansielle krise har spredt sig til resten af økonomien. Det private forbrug er stagneret som et resultat af stigende fødevarer- og oliepriser, faldende bolig- og aktiepriser, strammere kreditvilkår samt faldende beskæftigelse. Nettoeksportens vækstbidrag skønnes at aftage som følge af aftagende vækst på eksportmarkederne, og effekten forstærkes af en forventet styrket dollar.

Norge

Norsk økonomi har de senere år haft høj vækst, og ledigheden er meget lav. Det stramme arbejdsmarked og et stort kapacitetspres har ført til høje lønstigninger, som har bidraget til en stigende kerneinflation og svækket konkurrenceevne. Vækstudsigterne er nu forværret som følge af udsigten til en svagere verdensøkonomi. Væksten er aftaget i første halvår 2008, og nedgangen skyldes især lavere vækst i boligbyggeri og forbrug. Forbrugsvæksten trækkes ned af et højere renteniveau, øget opsparingsrate, lavere reallønsvækst og lavere bolig- og aktivpriser. Investeringsvæksten i olierelaterede virksomheder kan dæmpes som følge af finanskrisens effekt på kreditadgang og den lavere globale efterspørgsel. Som for Sverige er den norske krone faldet i værdi, hvilket til en vis grad kan understøtte eksporten. Væksten forventes at aftage til ca. 1 pct. i 2009.

Storbritannien

Der har været en udpræget afmatning af økonomien med fald i BNP og stigende arbejdsløshed. Den økonomiske vækst er aftaget relativt hurtigt i de tre første kvartaler i 2008 fra en vækst på 0,3 pct. i 1. kvartal, 0 pct. i 2. kvartal til et fald på 0,5 pct. i 3. kvartal. Den primære drivkraft bag væksten de seneste år har været den indenlandske efterspørgsel, herunder især det private forbrug. Faldet i BNP er især drevet af aftagende indenlandsk efterspørgsel, hvor investeringerne er faldet drastisk. I 2. kvartal er også det private forbrug aftaget som følge af faldende realindkomst. Selvom nettoeksporten ikke har bidraget meget til BNP-væksten i lang tid, er der mulighed for en bedring, da pundet er blevet svækket over det seneste år. Boligmarkedet er stærkt svækket af store prisfald og fald i boliginvesteringer. Boliginvesteringerne og det private forbrug forventes derfor at påvirke BNP-væksten negativt. På denne baggrund ventes en årlig vækstrate på ca. -1 pct. i 2009.

Tabel I.7 Eksport og import

	Årets priser 2007	Mængdestigning				Prisstigning			
		2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
	Mia. kr.	----- Pct. -----		----- Pct. -----		----- Pct. -----		----- Pct. -----	
Vareeksport	545	1,9	-0,7	1,4	2,5	7,2	1,0	2,0	1,5
heraf industri	366	2,4	0,2	1,4	3,4	4,3	2,0	1,8	1,3
Tjenesteeksport	337	3,9	1,0	0,9	3,5	3,0	1,6	1,6	1,5
Eksport i alt	883	2,7	-0,1	1,2	2,9	5,6	1,2	1,8	1,5
Vareimport	558	3,4	0,1	1,6	1,7	5,8	0,8	1,1	1,3
heraf industri	446	3,3	0,1	1,7	1,7	3,5	1,0	1,0	1,0
Tjenesteimport	288	4,5	1,3	1,1	3,3	3,0	1,7	1,5	1,5
Import i alt	847	3,7	0,5	1,5	2,2	4,9	1,1	1,3	1,4

Anm.: Industrieksport er varehandel ekskl. nærings- og nydelsesmidler (landbrug) og energi. Tilsvarende for industriimport.

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

Fald i energieksporten

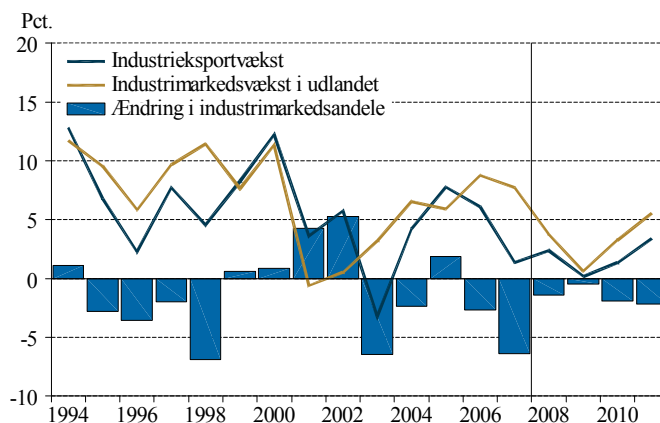
Den samlede eksport af varer blev i 2007 trukket ned af en lavere olie- og gasproduktion. Ifølge Energistyrelsens prognose for olie- og gasproduktion skønnes produktionen i Nordsøen at falde 7-8 pct. i år og til næste år, og som følge af dette fald ventes energieksporten også de kommende år at bidrage negativt til eksportudviklingen.

Meget lav vækst i industrieksporten

Langt størstedelen af vareeksporten udgøres af industrieksporten. Oven på tre år med vækst over 4 pct. i industrieksporten, aftog væksten i 2007 til 1,4 pct. I lyset af den faldende lønkonkurrenceevne og dystre vækstudsigter på de danske eksportmarkeder ventes industrieksporten i år kun at stige knap 2½ pct. Dette understøttes af aftagende eksportordrebeholdninger de seneste tre kvartaler. I det kommende år skønnes væksten i industrieksporten at aftage markant til omkring ¼ pct., hvilket er meget lavt i et historisk perspektiv. I gennemsnit over de seneste 25 år er industrieksporten steget knap 5 pct. om året. Kun i enkelte år i perioder med international lavkonjunktur har væksten i industrieksporten været lavere end den skønnede vækst i 2009. I de efterfølgende år ventes svagt stigende, men fortsat lav, vækst i industrieksporten. Da industrieksporten

skønnes at vokse langsommere end importen i Danmarks samhandelslande, forventes der fortsat tab af markedsandele, jf. figur I.33.

Figur I.33 Industrieksport, markedsvækst og markedsandele



Anm.: Markedsandelene er beregnet ved at sætte den danske industrieksport i forhold til et vejet gennemsnit af aftagerlandenes industriimport. Både eksport og import er mængder. Aftagerlandenes import er sammenvejet med udgangspunkt i de givne eksportvægte, jf. bilagstabel I.1.

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

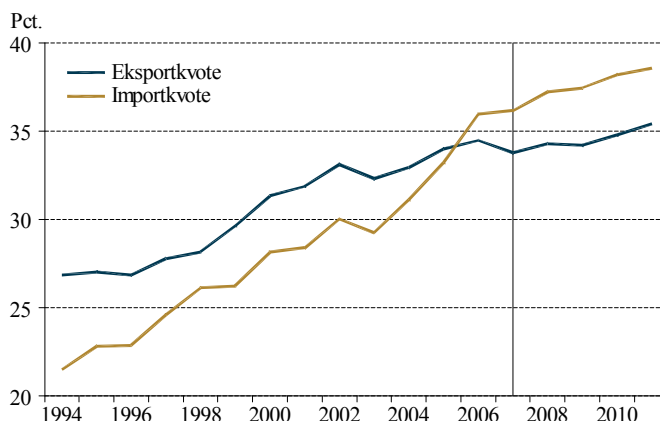
Markant lavere import i de kommende år

I de seneste år med høj efterspørgselsvækst er importen steget betydeligt. Dette afspejler, at der har været et betydeligt kapacitetspres i økonomien, hvor produktionen ikke har kunnet tilfredsstille hele stigningen i efterspørgslen. Importen er vokset væsentlig mere end BNP under denne højkonjunktur. Tendensen til mervækst i importen under højkonjunkturer kan tages som et udtryk for, at den marginale importtilbøjelighed er højere end den gennemsnitlige. Importkvoten er dermed i de senere år steget mere end i en normal konjunktursituation, mens der som følge af tilbageslaget i økonomien i de kommende år

Nul vækstbidrag fra nettoeksporten

må forudses en betydelig lavere vækst i importkvoten, jf. figur I.34. Samlet resulterer udviklingen i eksport og import i et vækstbidrag fra nettoeksporten tæt på nul i de kommende år.

Figur I.34 Udenrigshandelskvoter



Anm.: Import- og eksportkvoterne vedrører kun handel med varer og er opgjort i forhold til BNP i faste priser.

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

Lavere vækst i tjenestehandlen

Nedgangen i den globale økonomi forventes også at give sig udslag i væsentlig lavere vækstrater i tjenestehandlen. Omkring 90 pct. af tjenesteeksporten består af søfart, som i år ventes at vokse med godt 4 pct. Det er stadig en relativt høj vækstrate, men det afspejler primært et højt udgangsniveau fra 2007. I de kommende år forventes væsentligt lavere vækstrater, og den samlede tjenesteeksport skønnes at vokse ca. 1 pct. om året i 2009-10 og godt 3½ pct. i 2011. Da importindholdet i tjenesteeksporten er højt, forventes tjenesteimporten i store træk at følge udviklingen i tjenesteeksporten – både i mængder og priser.

Høje eksport- og importpriser i år

Den stigende oliepris og stigende rå- og fødevarerpriser frem til sommeren 2008 har medført både stigende eksport- og importpriser. Den samlede eksportpris skønnes at vokse ca. 5½ pct. i år, mens importprisen ventes at stige lidt

mindre. I de kommende år er der udsigt til væsentlig lavere vækst i både eksport- og importpriserne. De højere lønstigninger i Danmark bidrager til at øge eksportpriserne i forhold til importpriserne i år. Denne tendens til forbedring af bytteforholdet skønnes at fortsætte i prognoseperioden.

Pres på betalingsbalancen aftager

De seneste års nedadgående pres på betalingsbalancen er stoppet i 2008. Forværringen af betalingsbalancen de foregående år skyldtes især en forværring af varebalancen, som blev forværret med ca. 50 mia. kr. fra 2005 til 2007. Overførslen af løn til udlandet er samtidig steget de seneste to år fra 3½ mia. kr. i 2005 til 10½ mia. kr. i 2007. Både forværringen af varebalancen og stigende overførsel af løn til udlandet er sket som følge af presset på arbejdsmarkedet, der har medført en betydelig indvandring af arbejdskraft og stigende efterspørgsel efter import af varer og tjenester. Med de ændrede udsigter for arbejdsmarkedet ventes udviklingen i de kommende år vendt til et fald i overførslen af løn til udlandet og lavere vækst i importefterspørgslen. Samtidig forventes prisudviklingen isoleret set at medvirke til stigende overskud på vare- og tjenestebalancen. Forbedringen af betalingsbalancen i år på ca. 17 mia. kr. skyldes dog primært en markant stigning i formueindkomsten, der ikke umiddelbart kan forklares ved udviklingen i gæld og renter. I de kommende år ventes betalingsbalanceoverskuddet at være omtrent uændret, jf. tabel I.8.

Tabel I.8 *Betalingsbalancens løbende poster og udlandsgæld*

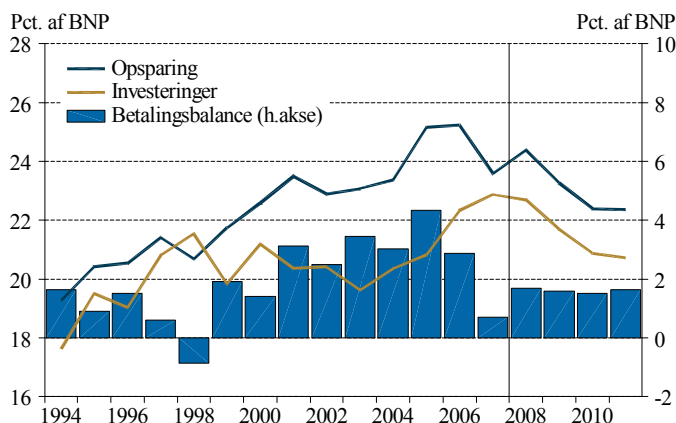
	2007	2008	2009	2010	2011
	----- Mia. kr. -----				
Varebalance	-13	-15	-19	-16	-10
Tjenestebalance	49	51	51	52	56
Formueindkomst, netto	15	35	36	32	27
Øvrige poster	-39	-41	-41	-41	-42
Løbende poster i alt	12	29	28	28	31
Udlandsgæld, ultimo	112	82	53	25	-6
	----- Pct. af BNP -----				
Løbende poster i alt	0,7	1,7	1,6	1,5	1,6
Udlandsgæld, ultimo	6,6	4,7	3,0	1,4	-0,3

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

Parallel udvikling i investerings- og opsparingskvote giver omtrent uændret betalingsbalance

Forbedringen af betalingsbalancen i år kan ses som et resultat af stigende opsparingskvote, som primært skyldes en stigning i den private sektors opsparing, jf. figur I.36. Efter flere års kraftig stigning forudsættes fald i investeringskvoten i de kommende år som følge af det økonomiske tilbageslag. Investerings- og opsparingskvoten ventes at falde parallelt i de kommende år, hvilket indebærer, at betalingsbalanceoverskuddet bliver omtrent uændret. Faldet i opsparingskvoten skyldes, at opsparingen i den offentlige sektor er aftagende, især fra 2007 til 2009, hvorimod den private sektors opsparing er svagt stigende.

Figur I.35 Betalingsbalance, investeringer og opsparing



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

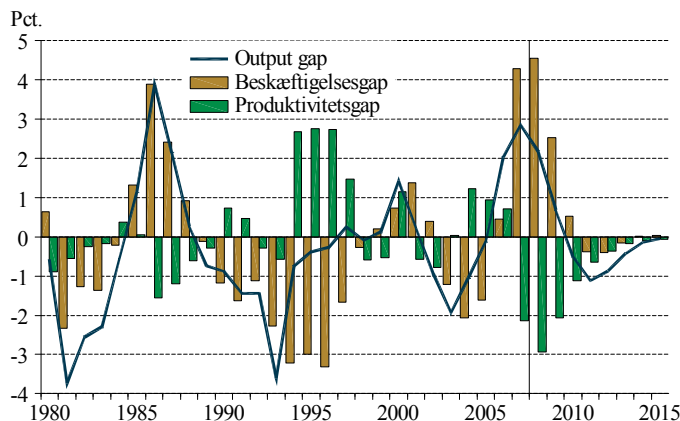
I.5 Produktion og beskæftigelse

Stort kapacitetspres

Høj beskæftigelse, men lav produktivitet

Presset på arbejdsmarkedet har været stigende og er historisk stort. Beskæftigelsen er næsten 2,9 mio. personer, og den private beskæftigelse fortsatte med at stige i 1. halvår af 2008. Ledigheden faldt i september til under 45.000 personer, og både arbejdsstyrke og gennemsnitlig arbejdstid er steget betydeligt. Det vurderes, at timebeskæftigelsen er godt 4 pct. over niveauet i en normal konjunktursituation. Produktivitetsvæksten har omvendt været svag de seneste år. Produktivitetsstigningen er ofte lav, når der har været nogle år med stigende beskæftigelse, hvilket bl.a. kan skyldes, at det er mindre produktive grupper, der kommer ind på arbejdsmarkedet. Det skønnes, at produktivitsniveauet aktuelt er omkring 3 pct. under det normale niveau. Med udgangspunkt i udviklingen i produktivitet og beskæftigelse vurderes det, at produktionen i 2008 ligger godt 2 pct. over niveauet i en normal konjunktursituation, jf. figur I.36.

Figur I.36 Beskæftigelses-, produktivets- og output gap



Anm.: De forskellige gap er opgjort som forskellen mellem den faktiske og strukturelle udvikling. Beskæftigelsesgap er beregnet som arbejdstidsgap plus arbejdsstyrkegap minus ledighedsgap. Output gap er omtrent givet ved summen af beskæftigelsesgap og produktivetsgap. For en beskrivelse af beregningen af output gap og strukturelt BNP, se *Dansk Økonomi, forår 2008*.

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

Demografi og fald i produktionen i Nordsøen mindsker strukturelt BNP

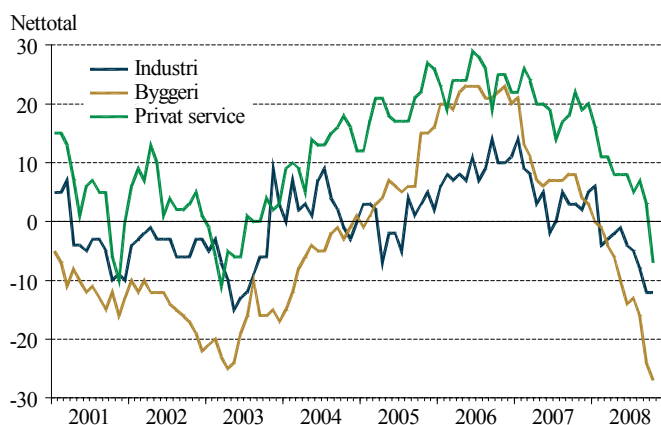
Den strukturelle vækst i BNP skønnes at være ca. 1 pct. om året i 2008-10 og ca. 1½ pct. i de efterfølgende år, hvilket omtrent svarer til den forudsatte gennemsnitlige timeproduktivtetsvækst i hele økonomien. Der vurderes at være et lille, negativt bidrag til den strukturelle vækst fra beskæftigelsen i de kommende år. Dette er sammensat af et skønnet fortsat fald i den strukturelle ledighed, mens den demografiske udvikling bidrager negativt med hensyn til udviklingen i arbejdsstyrke og arbejdstid; et fald, som langt fra opvejes af allerede vedtagne politiktiltag. Produktionen af olie og naturgas i Nordsøen faldt ca. 9 pct. både i 2006 og 2007 og vurderes ifølge Energistyrelsen at falde næsten lige så meget i 2008 og 2009. Dette mindsker alt andet lige BNP-væksten, faktisk såvel som strukturelt, med omtrent ⅓ pct.point disse år.

Fald i produktionen

Mens den private beskæftigelse i første halvår af 2008 har fortsat den næsten uafbrudte stigning siden starten af 2005, er væksten i produktionen aftaget. Både BNP og værdis-

tilvæksten i den private sektor lå således i første halvår 2008 under niveauet i andet halvår 2007. Som følge af den forventede afmatning af efterspørgslen er der udsigt til yderligere fald i produktionen fremover. Denne forventning understøttes blandt andet af, at erhvervenes forventninger til produktionen er aftaget betydeligt i det seneste års tid. Faldet i produktionsforventningerne har været særlig udpræget i byggebranchen, jf. figur I.37.

Figur I.37 Konjunkturbarometer



Anm.: Den sammensatte konjunkturindikator er en sammenvæjning af spørgsmål vedr. virksomhedernes vurdering af beskæftigelse og ordrebeholdning. Nettotal skal tolkes som udtryk for tendensen i omsætningen. Eksempelvis er et nettotal på 20 udtryk for, at der forventes en fremgang i omsætningen (netto) i virksomheder, der repræsenterer 20 pct. af den samlede beskæftigelse i sektoren. Seneste observation er oktober 2008.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Stort set ingen vækst i de private byerhverv

I de private byerhverv (der står for omkring 90 pct. af den private beskæftigelse) ventes produktionen kun at stige knap 1 pct. i år, og produktionen forventes at falde med ca. ½ pct. næste år. Årene efter er der kun udsigt til en beskedent vækst i produktionen som følge af lavkonjunktoren. Byggeriet er den mest konjunkturfølsomme branche. Her er produktionen allerede begyndt at falde, og udsigten til store fald i boliginvesteringerne og erhvervsbyggeriet trækker produktionen endnu længere ned de

kommende år. Industriproduktionen påvirkes også af afmatningen i indenlandsk efterspørgsel og af den svage vækst i eksporten. Denne forventning understøttes af, at industriens ordreindgang er faldet til et lavt niveau de seneste måneder. Produktionen i private serviceerhverv påvirkes i mindre omfang af konjunkturtilbageslaget, men væksten bliver dog kun beskeden.

**Privat
beskæftigelse er
steget meget ...**

Siden slutningen af 2004 er den samlede beskæftigelse steget kraftigt og ligger nu på et historisk højt niveau. Beskæftigelsesstigningen er primært sket i den private sektor. Fra 2004 til 2007 er den private beskæftigelse steget med ca. 160.000 personer, hvorimod den offentlige beskæftigelse i samme periode har ligget mere eller mindre konstant frem til 1. kvartal 2008. Forårets strejke i den offentlige sektor indebærer, at den offentlige beskæftigelse faldt med godt 30.000 personer i årets 2. kvartal, da personer i strejke eller på orlov ikke medregnes i beskæftigelsen. Den offentlige beskæftigelse antages at vende tilbage til niveauet før strejken, men den lave beskæftigelse i 2. kvartal medfører et relativt lavt beskæftigelsesniveau i 2008.

**... mens offentlig
beskæftigelse har
været konstant**

**Privat
beskæftigelse
ventes at falde over
120.000 personer**

Den private beskæftigelse skønnes at falde med over 120.000 personer fra 2008 til 2011, jf. figur I.38. Det forventede fald indebærer, at den samlede beskæftigelse i 2011 bliver lavere end det strukturelle beskæftigelsesniveau. Faldet i beskæftigelsen er først og fremmest et resultat af, at efterspørgselsvæksten forventes at blive meget lav de kommende år. Opbremsningsen på boligmarkedet giver anledning til forventninger om et særligt stort fald i byggeriets beskæftigelse. Konkret skønnes byggebeskæftigelsen at falde med ca. 20.000 personer i løbet af de næste to år, jf. tabel I.9. Faldet i byggebeskæftigelsen er af nogenlunde samme størrelse, som den stigning, der var i 2005 og 2006.

Tabel I.9 Arbejdsstyrke, beskæftigelse og ledighed

	2007	2007	2008	2009	2010	2011
	1.000 pers.	-----	Ændring i 1.000 pers.		-----	
Arbejdsstyrke ^{a)}	2.939	48	-4	-18	-12	-10
Beskæftigelse	2.861	80	24	-45	-48	-19
Fremstillingserhverv	298	9	2	-13	-15	0
Serviceerhverv	1.344	57	28	-26	-24	-16
Bygge-og anlægserhverv	220	9	0	-12	-9	-2
Privat beskæftigelse i øvrigt	173	4	-1	-2	-2	-2
Offentligt ansatte	827	1	-5	8	1	1
Registrerede ledige	78	-32	-28	27	36	9
		-----	1.000 pers.		-----	
Registrerede ledige		78	50	76	112	121
Aktiverede uden for arbejdsstyrken ^{b)}		37	46	55	57	57
Efterløn og overgangsydelse		142	142	146	150	149
		-----	Pct.		-----	
Ledighed		2,6	1,7	2,6	3,9	4,2

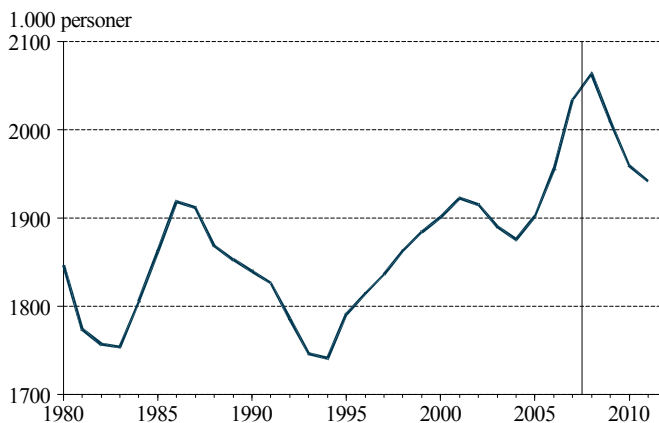
a) Udviklingen i arbejdsstyrken er nærmere beskrevet i tabel I.10.

b) Aktiverede uden for arbejdsstyrken er f.eks. personer i uddannelsesaktivering. Summen af aktiverede uden for arbejdsstyrken og ledige benævnes til tider "bruttoledigheden", der kan opfattes som et udtryk for, hvor mange der potentielt kan øge beskæftigelsen. Det samlede antal aktiverede er højere, idet bl.a. dagpengemodtagere med løntilskud i jobtræning også tælles med i den samlede aktivering.

Anm.: Erhvervsopdelingen i SMEC afviger fra opdelingen i nationalregnskabet. I "Privat beskæftigelse i øvrigt" indgår landbrug, energi mv. Fremstillingserhvervene er mindre end i nationalregnskabet; eksempelvis tilhører fødevarerindustrien landbrugserhvervet i SMEC.

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

Figur I.38 Privat beskæftigelse

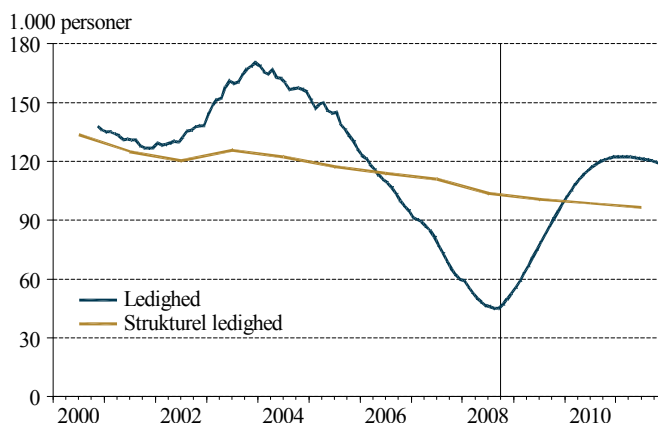


Kilde: Danmarks Statistik, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

Ledighedsfaldet er stoppet

Perioden med faldende ledighed, som har stået på siden starten af 2004, ser nu ud til at være slut. De seneste tre måneder har ledigheden således været stort set uændret. Det nuværende ledighedsniveau på ca. 45.000 personer er det laveste siden begyndelsen af 1970'erne og ligger langt under niveauet for den strukturelle ledighed, der skønnes at være omkring 100.000 personer, jf. boks I.7. Fremadrettet ventes ledigheden at stige kraftigt. Dette understreges bl.a. af, at forbrugertillidsindikatoren viser, at befolkningen forventer en markant højere ledighed om et år i forhold til i dag. Ved udgangen af 2009 skønnes ledigheden at passere 100.000 personer, og i løbet af de efterfølgende år forventes ledigheden at nå op omkring 125.000 personer, jf. figur I.39.

Figur I.39 Ledighed



Anm.: Seneste observation er september 2008.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, og egne beregninger.

Arbejdsstyrken vender også

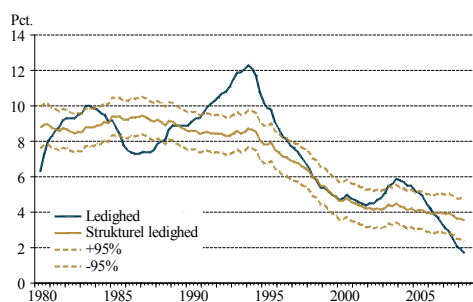
Fra 2004 til 2007 er arbejdsstyrken vokset med over 80.000 personer, og sidste år lå arbejdsstyrken ca. 50.000 personer over det strukturelle niveau. Stigningen i arbejdsstyrken har især været betinget af den gode konjunktursituation, hvor de gode beskæftigelsesmuligheder har bidraget til, at personer, der tidligere har været uden for arbejdsmarkedet, i et vist omfang er kommet i beskæftigelse. Et stort bidrag til stigningen i arbejdsstyrken er endvidere kommet i form af en stor tilstrømning af udenlandsk arbejdskraft. Antallet af aktive arbejdstilladelser steg med omkring 12.000 fra midten af 2004 til midten af 2007, og antallet "grænssegængere" steg samtidig. Med udsigt til en markant afdæmpning af konjunkturerne forventes det, at den konjunkturbetingede stigning vendes til et fald, hvilket allerede ses af, at antallet af aktive arbejdstilladelser er faldet betydeligt i 2008. Samtidig vil antallet af personer i den arbejdsdygtige alder blive reduceret i de kommende år, fordi en række store årgange når efterløns- og pensionsalderen. Samlet forventes arbejdsstyrken at falde med omkring 40.000 personer i løbet af prognoseperioden, jf. tabel I.10.

Strukturledigheden kan opfattes som det ledighedsniveau, der på lang sigt er foreneligt med en indenlandsk inflation på niveau med inflationen i euroområdet. Den strukturelle ledighed er estimeret på baggrund af kvartalstal fra 1980 frem til og med 2. kvartal 2008 for lønstigning, inflation og ledighed. Metoden er beskrevet i *Dansk Økonomi, forår 2006*. Udviklingen i den estimerede strukturelle ledighed ses i figur A (venstre). Det skønnes, at den strukturelle ledighed aktuelt er godt 3½ pct. af arbejdsstyrken, svarende til godt 100.000 personer. Usikkerheden i fastlæggelsen af den strukturelle ledighed skønnes at være omkring +/- 1 pct.point.

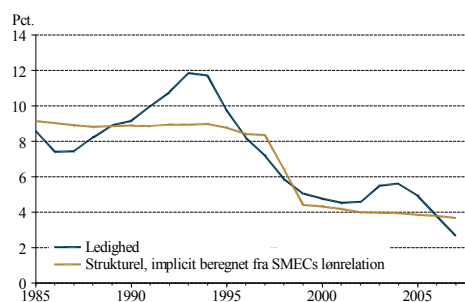
Den strukturelle ledighed faldt markant i løbet af 1990'erne, hvilket især må tilskrives arbejdsmarkedsreformerne. Siden slutningen af 1990'erne har den strukturelle ledighed udvist en yderligere svag tendens til fald. Det er ikke umiddelbart muligt at give en forklaring på dette fald på baggrund af estimationen, men en række opstramninger i arbejdsmarkeds- og socialpolitikken og et svagt fald i dagpengenes kompensationsgrad er sandsynligvis en del af forklaringen. Samtidig er det sandsynligt, at den lavere faktiske ledighed har gjort det muligt – med uændret ressourceomfang – at øge beskæftigelsesindsatsen overfor de ledige, hvilket i sig selv kan bidrage til den lavere strukturelle ledighed. Endelig er det sandsynligt, at den stadigt stigende globalisering kan bidrage til øget lønmoderation for given ledighed. Netop de relativt lave lønstigninger for et givet lavt faktisk ledighedsniveau er spejlbilledet af en lav strukturel ledighed.

Figur A Strukturel ledighed

Estimeret (Kalman filter)



Implicit beregnet (SMEC's lønrelation)



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

SMEC's lønrelation har grundlæggende samme tilgangsvinkel til at bestemme forholdet mellem udviklingen i ledighed og lønstigningstakt, jf. nedenstående ligning. I SMEC er der ikke en eksplicit formuleret strukturel ledighed. SMEC's lønrelation fastlægger imidlertid indirekte en ligevægtsledighed, der blandt andet er en funktion af kompensationsgraden samt en dummy, der tænkes at fange effekterne af arbejdsmarkedsreformerne i 1990'erne. Konkret indebærer dummyen, at lønstigningstakten fra 1999 og frem alt andet lige reduceres med 2,7 pct.point om året fra 1999 og frem.

Ud fra SMEC's lønrelation kan der beregnes et implicit udtryk for den strukturelle ledighed, jf. figur A (højre). Relationen kan ikke bestemme niveauet for strukturel ledighed, men i figuren er det valgt at fastsætte niveauet sådan, at den strukturelle ledighed er sammenfaldende med den faktiske ledighed i 2006, hvilket er i overensstemmelse med estimationen vist i den venstre figur. Den implicit beregnede strukturelle ledighed falder med 3½ pct.point i 1999. Dette skal dog ikke tages som udtryk for, at hele faldet sker dette år, men henover de omkringliggende år, hvilket svarer til faldet i figuren til venstre.

SMEC's lønrelation, hvor lønstigningstakten afhænger af inflationen, ledighedsprocenten (gennemsnit af indeværende og forrige år), kompensationsgraden forrige år samt en dummy:

$$\begin{aligned}\dot{w} &= \alpha_1 \cdot \dot{p} - \alpha_2 \cdot U_{-1/2} + \alpha_3 \cdot komp_{-1} + \alpha_4 \cdot D_{4898} + \alpha_5 \\ &= \alpha_1 \cdot \dot{p} - \alpha_2 \cdot (U_{-1/2} - U_{-1/2}^*)\end{aligned}$$

Implicit strukturel ledighed:

$$U_{-1/2}^* = \frac{1}{\alpha_2} \cdot [\alpha_3 \cdot komp_{-1} + \alpha_4 \cdot D_{4898} + \alpha_5]$$

Hvor

\dot{w}	er stigningstakten i timeløn i industrien
\dot{p}	er inflation
U	er ledighedsprocent
U^*	er strukturel ledighedsprocent
$komp$	er dagpengenes gennemsnitlige kompensationsgrad før skat
D_{4898}	er en dummy med værdien 1 til og med 1998 og 0 derefter

Tabel I.10 Befolkning og arbejdsstyrke

	2007	2007	2008	2009	2010	2011
	1000 pers.	---	Ændring i	1.000 personer	---	
Samlet befolkning	5.455	17	15	14	13	13
under 15 år	1.012	-3	-5	-7	-9	-8
15 til 64 år	3.599	6	0	-3	-6	-10
65 år og derover	844	15	20	24	28	31
Arbejdsstyrken						
Demografisk forløb		-7	-8	-6	-4	-2
Andre strukturelle forhold		5	7	4	3	3
Strukturelt forløb, i alt		-2	-1	-2	-1	1
Konjunktur mv.		50	-3	-16	-11	-11
Det ventede forløb	2.939	48	-4	-18	-12	-10

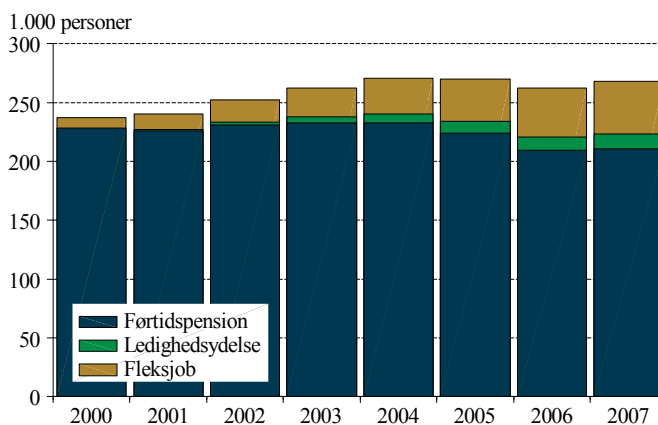
Anm.: "Strukturelt forløb, i alt" er beregnet som summen af "Demografisk forløb" og "Andre strukturelle forhold", mens summen af "Strukturelt forløb, i alt" og "Konjunktur mv." giver "Det ventede forløb". Bidragene til arbejdsstyrken i det demografiske forløb bygger på konstante erhvervsfrekvenser fra 2005. Bidragene til arbejdsstyrken fra "Andre strukturelle forhold" indeholder korrektioner for bl.a. skønnede strukturelle ændringer i antallet af efterlønsmodtagere som følge af øget betydning af modregning af pensioner, ændringer i antallet af udlændinge, effekten af øget beskæftigelsesfradrag i 2008 samt jobplanen.

Kilde: Danmarks Statistik, DREAM's befolkningsprognose og egne beregninger.

Flere i fleksjob og på ledighedsydelse

Udviklingen i beskæftigelse og arbejdsstyrke er udover konjunkturerne påvirket af ændringer i de offentlige overførselsordninger. I de senere år er det samlede antal af personer på førtidspension, fleksjob og ledighedsydelse steget betydeligt. Der har især været en stigning i antallet af personer i fleksjob, hvilket hænger sammen med, at det fra 2003 kun er muligt at komme på førtidspension, hvis arbejdsevnen er varigt nedsat, og beskæftigelse i fleksjob ikke er en mulighed. Den samlede gruppe af personer på fleksjob, ledighedsydelse og førtidspension er steget fra ca. 240.000 i 2001 til over 270.000 i 2007, jf. figur I.40 og boks I.8.

Figur I.40 Førtidspension, fleksjob og ledighedsydelse



Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank.

Arbejdstiden ændrer sig over konjunktoren

Den gennemsnitlige arbejdstid har været stigende de senere år som følge af presset på arbejdsmarkedet. I 2007 var den årlige gennemsnitlige arbejdstid 1.569 timer pr. lønmodtager, hvilket er godt 20 timer mere end i 2005. Fremadrettet ventes arbejdstiden at falde. Dette skyldes først og fremmest den afsvækkede konjunktursituation. Herudover indebærer den demografiske udvikling et fald i arbejdstiden, hvortil kommer, at forårets overenskomster på det offentlige område indebærer en lidt lavere arbejdstid, bl.a. som følge af ret til fravær på barnets 2. sygedag og mulighed for nedsat tid for ældre medarbejdere.

Fleksjobordningen trådte i kraft i 1998 og havde til hensigt at nedbringe tilgangen til førtidspension samt at forbedre mulighederne for at være på arbejdsmarkedet for personer med varig nedsat arbejdsevne. Når en person er ansat i fleksjob, opnår arbejdsgiveren tilskud fra kommunen svarende til enten halvdelen eller to tredjedele af lønnen, alt efter hvor funktionsnedsat personen er. Det er både muligt at være ansat i fleksjob i den private og i den offentlige sektor, men især den offentlige sektor ansætter mange i fleksjob.

Lønnen i et fleksjob fastsættes som udgangspunkt efter den på området gældende overenskomst. Staten refunderer normalt 65 pct. af kommunens udgifter til løntilskud. For fleksjob oprettet efter 1. juli 2006 kan løntilskuddet højst beregnes ud fra en løn på 404.480 kr. på årsbasis. Virksomheden kan dermed maksimalt få et løntilskud fra kommunen på 269.653 kr., hvilket er væsentligt større end dagpengenes højeste beløb.

Der udbetales ledighedsydelse til personer, som er visiteret til et fleksjob, men som endnu ikke har fået et fleksjob. Ledighedsydelse gives således eksempelvis i perioden efter visitationen, indtil den pågældende ansættes i fleksjob, ved ledighed efter et fleksjob og i perioder med sygdom eller barsel. Ledighedsydelsen kan i 2007 højst være på 161.720 kr. på årsbasis, hvilket svarer til 91 pct. af dagpengenes højeste beløb. Som minimum kan ledighedsydelsen i 2007 udgøre 145.600 pr. år, hvilket svarer til 82 pct. af dagpengenes højeste beløb. Kommunerne får refunderet 65 pct. af udgiften til ledighedsydelse (svarende til refusionen for kontanthjælp, hvis personen er i aktivering).

Førtidspension gives til personer med en varig nedsættelse af arbejdsevnen, og som ikke kan varetage et fleksjob. Den højeste ydelse for førtidspension er 150.984 kr. (2007). Kommunerne får refunderet 35 pct. af udgifterne til førtidspension (svarende til kontanthjælp, hvis personen ikke er i aktivering).

Ultimo 2007 bestod langt den største aldersgruppe på fleksjob, ledighedsydelse og førtidspension af personer mellem 50 og 59 år. Denne aldersgruppe udgør ca. 40 pct. af personerne på ordningerne, mens knap 5 pct. af personerne på ordningerne var under 30 år.

Det er mest kvinder, som bliver visiteret til fleksjob. Ultimo 2007 udgjorde kvinderne ca. 60 pct. af alle personer på fleksjob og ledighedsydelse. 21 pct. af de kvinder, der er visiteret til fleksjob, var på ledighedsydelse, mens den tilsvarende andel for mænd er 24 pct.

Mange er i fleksjob i lang tid. Af de godt 27.000 personer, der var i fleksjob i november 2003 var 60 pct. fortsat i fleksjob i slutningen af 2007. Kun omkring 5 pct. havde forladt fleksjob for at vende tilbage til ustøttet beskæftigelse eller selvforsørgelse. Hovedparten af dem, der havde forladt fleksjob, modtog efterfølgende førtidspension.

I november 2003 var der 4.683 personer på ledighedsydelse. Afgangen fra ledighedsydelse sker væsentligt hurtigere end fra fleksjob, men i slutningen af 2007 var 20 pct. fortsat på ledighedsydelse. Af dem, der ophørte med at modtage ledighedsydelse, var en stor del overgået til førtidspension, mens en ca. lige så stor andel var kommet i fleksjob. Afgangen til ordinær beskæftigelse fra ledighedsydelse er ligesom fra fleksjob meget begrænset.

Antallet af personer på fleksjob, ledighedsydelse og førtidspension er steget fra ca. 240.000 i 2001 til over 270.000 i 2007. Antallet af personer i fleksjob er steget med 22.000, antal personer på ledighedsydelse med 12.000, men antallet af førtidspensionister er faldet med 15.000.

Knap 14 pct. af førtidspensionisterne udgøres af personer under 40 år i 2007. Andelen af unge førtidspensionister er som følge af en relativ stigning i antallet af nytilkendelser steget de senere år. Fra 2003 til 2006 er andelen af nytilkendelser til personer under 40 år således steget fra knap 23 pct. til godt 25 pct.; i 2007 faldt andelen en smule. Der har siden 1998 være en kraftig stigning i antallet af nytilkendelser med baggrund i psykiske lidelser. Andelen af denne gruppe er gået fra at udgøre knap 26 pct. af samtlige tilkendelser i 1998 til at udgøre 47 pct. i 2007. Ca. 39 pct. af disse tilkendelser er til personer under 40 år.

**Høj produktivets-
vækst i starten af
konjunkturopsving
...**

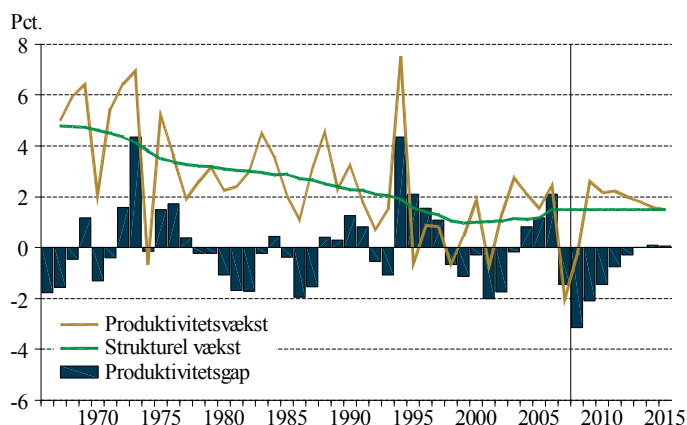
**... lav i
afslutningen**

**Udsigt til høj
produktivets-
vækst**

I første del af det nuværende konjunkturopsving steg produktiviteten langt hurtigere end den trendmæssige vækstrate. Således steg timeproduktiviteten i de private byerhverv (byggeri, industri og privat service) i årene 2003-06 med omkring 2 pct. om året, mens den underliggende vækstrate skønnes at være omkring 1½ pct. Dette betød, at produktionen kunne vokse langt mere end stigningen i beskæftigelsen tilsagde, og produktionen pr. beskæftiget (produktiviteten) kom dermed et godt stykke op over niveauet i en normal konjunktursituation. Efterhånden som presset på arbejdsmarkedet steg, kom også mindre produktive grupper ind på arbejdsmarkedet, hvilket bidrog til at sænke det gennemsnitlige produktivetsniveau. Samtidig opstod flaskehalse i produktionen, eksempelvis som følge af mangel på materialer, hvilket ligeledes bidrog til aftagende produktivetsvækst. De negative bidrag indebar, at timeproduktiviteten sidste år faldt med ca. 2 pct., og produktiviteten vurderes at være faldet yderligere i år. Når konjunktursituationen vender, vil virksomhederne ofte være tilbageholdende med at fyre deres medarbejdere, så længe det er usikkert, om der er tale om en længerevarende produktionstilbagegang. Dette er en medvirkende årsag til lav (eller negativ) produktivetsvækst i slutningen af en højkonjunktur. Dette skal også ses i lyset af, at det kan være vanskeligt at tiltrække kvalificeret arbejdskraft, når der er stort pres på arbejdsmarkedet. Samlet vurderes timeproduktiviteten aktuelt at ligge ca. 3 pct. under det normale niveau i år, jf. figur I.41.

Den svage udvikling i produktiviteten indebærer, at der skønnes at være et betydeligt produktivitetsefterslæb. På denne baggrund vurderes det, at produktivetsvæksten vil være højere end normalt i en årrække. Antagelsen om høj produktivetsvækst de kommende år indebærer, at arbejdsgiverne skal nedbringe beskæftigelsen relativt hurtigt. Under forudsætning af den forventede udvikling i efterspørgsel og produktion kan det ikke udelukkes, at den antagne produktivetsvækst er for optimistisk.

Figur I.41 Timeproduktivitet i private byerhverv



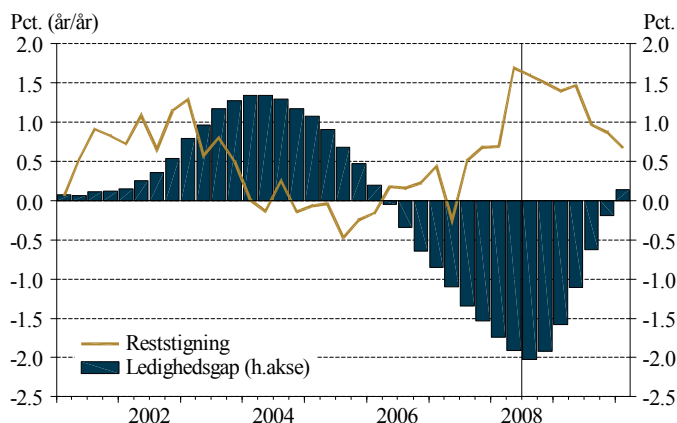
Kilde: Danmarks Statistik, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

I.6 Løn og priser

Lav ledighed og høj lønstigning

Ledigheden er faldet siden starten af 2004, og med lidt forsinkelse er lønstigningerne tiltaget. Den årlige lønstigningstakt i industrien er steget til 4,5 pct. i andet kvartal 2008, hvilket er væsentligt højere end stigningerne i referenceforløbet, som ligger på ca. 3 pct. Referenceforløbet afspejler de centralt aftalte lønstigninger mv., dvs. ekskl. lokalt aftalte lønstigninger. Den store forskel mellem de faktiske lønstigninger og referenceforløbet kan i et vist omfang forklares med, at de lokale lønmidler i 2. kvartal 2007 blev udmøntet senere end normalt, fordi de centrale overenskomstaftaler ikke var forhandlet færdigt. Det betyder, at de høje lønstigninger i 2. kvartal 2008 også afspejler de forsinkede lønmidler fra 2. kvartal 2007. De faktiske lønstigninger ligger dog stadig væsentligt højere end de aftalte, og med den fortsat lave ledighed forventes lønstigningerne også at ligge over de aftalte stigninger de næste par år. Der er en tendens til, at lønstigningerne ligger over de aftalte lønstigninger, når ledigheden er lav, men også at der er en vis forsinkelse, inden ændringer i ledigheden slår igennem på reststigningerne i lønnen, jf. figur I.42.

Figur I.42 Reststigning og ledighedsgap



Anm.: Reststigningen er forskellen mellem lønstigning i industrien og referenceforløbet. Referenceforløbet er baseret på overenskomst-aftalerne i industrien og rækker frem til 1. kvartal 2010. Ledighedsgap er opgjort som forskellen mellem faktisk ledighed og strukturel ledighed, jf. boks I.7. Seneste observation for faktiske lønstigning er 2. kvartal 2008.

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

Aftagende lønstigningstakt

Den stigende ledighed vil fjerne en del af presset på arbejdsmarkedet, og forskellen mellem de faktiske og de aftalte lønstigninger skønnes at aftage i resten af den nuværende overenskomstperiode (2008-09). På denne baggrund skønnes lønstigningerne at blive ca. 4½ hhv. 4¼ pct. i indeværende og næste år. Der skal forhandles nye overenskomster i foråret 2010, og de efterfølgende år ventes den højere ledighed at dæmpe lønstigningstakten, der således vurderes at aftage til ca. 3 pct. i 2011, jf. tabel I.11.

Tabel I.11 *Udvikling i lønomkostninger og realløn*

	2007	2008	2009	2010	2011
	----- Pct. -----				
Lønomkostninger	3,9	4,5	4,2	3,8	3,1
Realløn ^{a)}	2,1	1,7	2,3	1,5	1,0
Produktrealløn ^{b)}	1,1	2,1	1,3	1,1	1,3
Produktivitet i private byerhverv ^{c)}	-2,0	-0,3	2,6	2,2	2,2

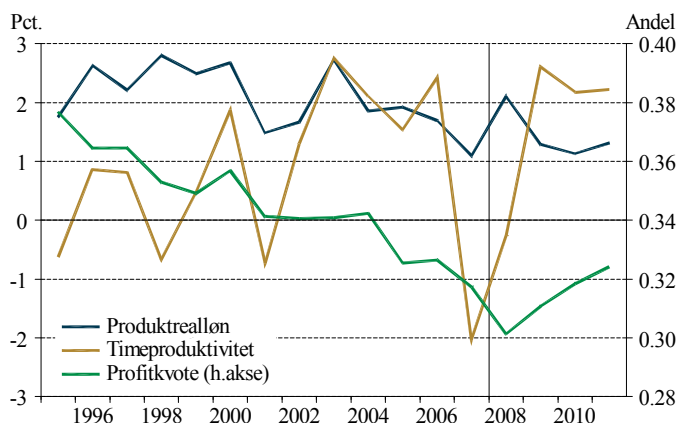
- a) Reallønnen er defineret som de direkte lønomkostninger divideret med nationalregnskabets forbrugsdeflator.
- b) Produktreallønnen er defineret som de direkte lønomkostninger divideret med BVT-deflatoren for private byerhverv.
- c) Timeproduktiviteten er defineret som BVT divideret med antal arbejdstimer i de private byerhverv.

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

Løn er steget mere end produktiviteten

Produktreallønnen er igennem de seneste 10 år typisk steget mere end timeproduktiviteten. Modstykket til det er, at der har været en tendens til, at profitkvoten er faldet, jf. figur I.43. Da den negative udvikling i produktiviteten i 2007 og 2008 ikke er modsvaret af en tilsvarende udvikling i reallønnen, er profitkvoten faldet ekstra meget i disse år. En faldende profitkvote er udtryk for, at virksomhederne ikke har været i stand til at overvælte de stigende omkostninger til løn og råvarer på salgspriserne fuldt ud. Dermed er profitterne blevet presset, og lønmodtagernes andel af det samlede produktionsresultat er steget. De kommende år forventes en relativt høj produktivitetsvækst, der sammen med lavere lønstigninger bidrager til, at stigningstakten i lønomkostningerne pr. produceret enhed reduceres. I takt med, at presset på arbejdsmarkedet aftager de kommende år, ventes det således, at profitkvoten gradvist stiger.

Figur I.43 Løn, produktivitet og profitkvote



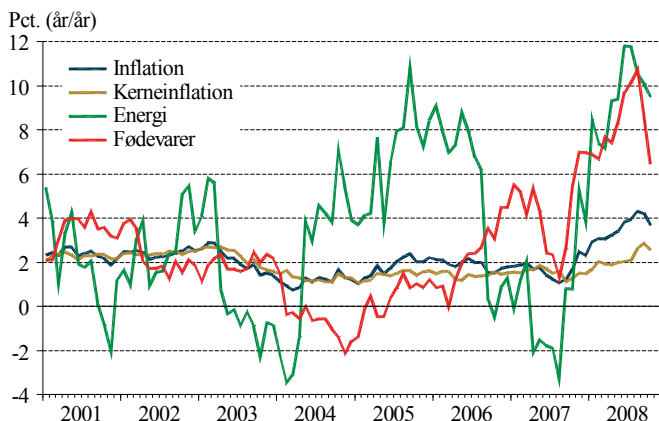
Anm.: Produktreal løn og timeproduktivitet, se anmærkning til tabel I.11. Profitkvoten er beregnet som bruttooverskud og blandet indkomsts andel af BVT i private byerhverv.

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

Stigning i inflation stoppet

Forbrugerpriserne er steget stadigt hurtigere det seneste år. Inflationen nåede i august og september op på 4,3 pct., men faldt til 3,7 pct. i oktober. Stigningen skyldes især stigende priser på fødevarer og energi, der de seneste måneder begge er steget med ca. 10 pct. i forhold til samme tidspunkt sidste år, men også kerneinflationen er steget, jf. figur I.44. Prisstigningstakten på fødevarer såvel som energi er dog mindsket, især i oktober, bl.a. fordi olieprisen er faldet betydeligt siden sommerens rekordniveau.

Figur I.44 Forbrugerprisinflation



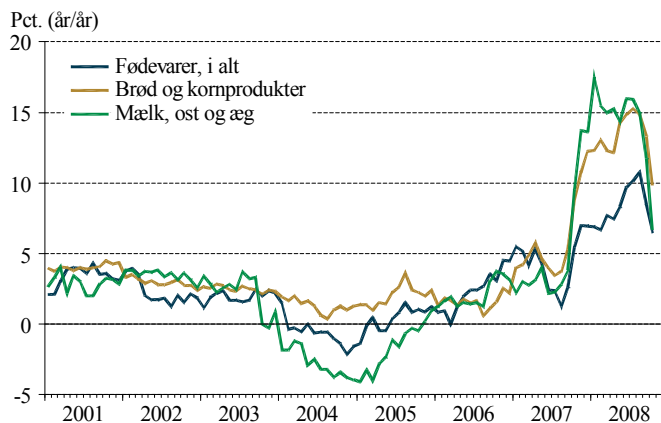
Anm.: Kerneinflationen er inflationen eksklusiv fødevarer (rød kurve) og energi (grøn kurve). Seneste observation er oktober 2008.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Høje fødevarerpriser skyldes især basisvarer

De betydelige prisstigninger på fødevarer skyldes hovedsageligt, at prisstigningstakten på basisvarer, såsom brød og kornprodukter samt mælk, ost og æg, tiltog i efteråret 2007 til 10-15 pct., jf. figur I.45. Enkelte komponenter, som dog ikke vejer meget i forbrugerprisindekset, er steget endnu mere; eksempelvis er prisen på smør, olie og margarine steget ca. 20 pct. Omvendt er prisstigningerne på kød fortsat væsentligt lavere, 2-3 pct. En væsentlig forklaring på de høje prisstigninger på basisfødevarer er de høje verdensmarkedspriser på korn mv., jf. afsnit I.2. Ifølge Konkurrencestyrelsen er de danske brødpriser dog steget tre til fire gange mere, end forhøjede råvarepriser kan forklare.

Figur I.45 Fødevarerpriser



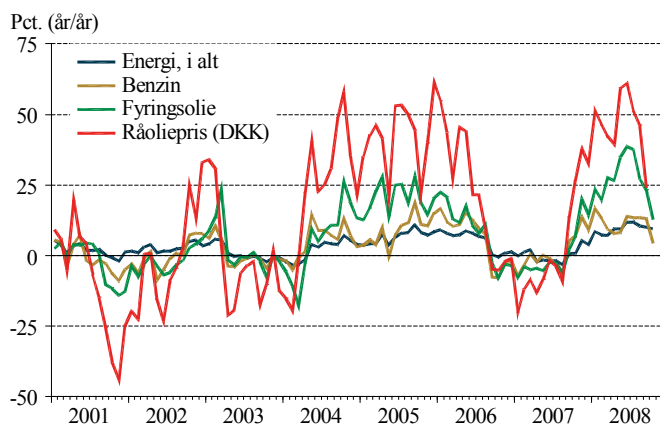
Anm.: Seneste observation er oktober 2008.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Begrænset gennemslag fra oliepris

Der er en betydelig dødvægt af afgifter i de danske energipriser, hvorfor en olieprisstigning kun slår begrænset igennem på de danske energipriser. Den historiske sammenhæng tilsiger, at når råolieprisen (i danske kroner) stiger med 10 pct., stiger prisen på fyringsolie ca. 3 pct. og benzinprisen ca. 2 pct., mens den gennemsnitlige energipris stiger mindre end $\frac{3}{4}$ pct., jf. figur I.46. Også andre priser påvirkes indirekte af en stigning i olieprisen. I indeværende år er olieprisen frem til oktober måned steget næsten 30 pct., hvilket har givet et betydeligt bidrag til de danske forbrugerpriser. I løbet af oktober faldt olieprisen dog markant, og det forventes, at olieprisen opgjort i danske kroner i 2009 vil ligge ca. 10 pct. under det gennemsnitlige niveau i år, hvilket medvirker til at dæmpe inflationen.

Figur I.46 Energipriser



Anm.: Olieprisen (på brent-olie) er omregnet fra dollar til danske kroner. Seneste observation er oktober 2008.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og EcoWin.

Høj inflation i år

På denne baggrund skønnes den samlede inflation i år at blive omkring $2\frac{3}{4}$ pct. Inflationen ventes at aftage til knap 2 pct. næste år som følge af væsentligt lavere stigninger i importpriserne i takt med lavere oliepris. De efterfølgende år skønnes inflationen at være omkring 2 pct., jf. tabel I.12.

Tabel I.12 Ændringer i centrale prisindeks

	2007	2008	2009	2010	2011
	----- Pct. -----				
Forbrugerpriser	1,8	2,7	1,9	2,2	2,0
Importpriser	3,3	4,9	1,1	1,3	1,4
Eksportpriser	2,1	5,6	1,2	1,8	1,5
Kontantpris på bolig	5,2	-5,4	-7,8	-1,8	1,2

Anm.: Udviklingen i forbrugerpriserne er udtrykt ved væksten i deflatoren for det private forbrug.

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

I.7 De offentlige finanser

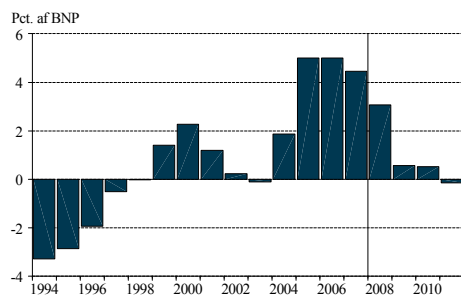
Store offentlige overskud

De seneste tre års højkonjunktur har været drivkraften bag rekordstore overskud på de offentlige finanser, jf. figur I.47a. Den økonomiske udvikling har betydet, at udgifterne til dagpenge og kontanthjælp har været lave, samtidig med at skatteindtægterne har været høje. Desuden har midlertidige store indtægter fra pensionsafkastskatten og Nordsøen bidraget til at skabe de store overskud. Overskuddene har endvidere haft en selvforstærkende effekt, idet gælden er blevet reduceret, og renteudgifterne er derfor mindre.

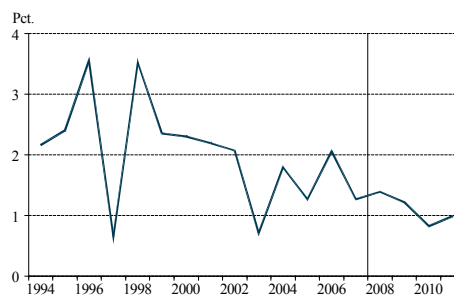
Økonomisk afmatning rammer offentlige finanser

De kommende år bliver billedet et andet. Indtægterne fra pensionsafkast- og aktieindkomstskatten bliver reduceret som følge af det kraftige fald i aktie- og obligationskurserne, og faldende oliepriser betyder, at indtægterne fra aktiviteterne i Nordsøen bliver lavere. Samtidig stiger udgifterne til dagpenge og kontanthjælp, og skatteindtægterne falder som følge af den kommende lavkonjunktur. De planlagte skattelettelser er også med til at svække de offentlige finanser, og den demografiske udvikling giver anledning til stigende udgifter til folkepension. I 2010 forventes en gradvis normalisering af forholdene på de finansielle markeder at indebære øgede indtægter fra pensionsafkastskatten og aktieindkomstskatten, som trækker i retning af stigende overskud. Lavkonjunktoren skønnes at føre til underskud på de offentlige finanser i 2011, jf. tabel I.13.

Figur I.47a Offentlig saldo



Figur I.47b Offentligt forbrug, realvækst



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

Tabel I.13 Den offentlige sektors indtægter og udgifter

	2007	2007	2008	2009	2010	2011
	Mia. kr.	----- Ændring i mia. kr. -----				
Indirekte skatter	304	9,6	9,5	3,6	4,0	5,0
Direkte skatter	499	3,3	0,9	-14,1	34,3	16,8
heraf personlige skatter	339	15,0	4,7	-6,9	13,3	10,1
selskabsskatter	61	-10,0	-3,1	-10,7	4,2	2,2
pensionsafkastbeskatning	4	-8,0	-4,3	0,0	14,5	1,7
arbejdsmarkedsbidrag	76	4,4	2,9	2,6	1,5	1,9
Andre skatter	21	0,3	0,6	0,6	0,9	0,8
Indtægter i alt	824	13,1	11,0	-9,8	39,2	22,6
Offentligt forbrug	439	16,3	21,2	23,8	15,5	15,9
Indkomstoverførsler	244	2,8	3,9	14,8	21,4	16,5
Offentlige investeringer	29	-2,9	1,4	0,9	1,3	1,2
Øvrige udgifter, netto	37	3,2	6,2	-5,8	1,5	1,4
Udgifter i alt	749	19,5	32,7	33,6	39,7	35,0
		----- Mia. kr. -----				
Saldo		75	53	10	10	-3
		----- Pct. af BNP -----				
Saldo		4,5	3,1	0,6	0,5	-0,2
Offentlig bruttogæld		26,1	22,2	21,2	20,2	19,8
Skattetryk		48,8	47,8	46,3	47,4	47,4
Offentligt forbrug ^{a)}		26,7	27,0	27,5	27,3	27,3

a) Udgifter til offentligt forbrug i pct. af strukturelt BNP.

Anm.: Det er antaget, at ændringen i den offentlige bruttogæld i fremskrivningsperioden er lig den offentlige sektors saldo ekskl. sociale kasser og fonde.

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

Den offentlige gæld nedbringes langsomt

De store overskud de seneste år har ført til en betydelig reduktion af den offentlige bruttogæld, som er faldet fra 44 pct. af BNP i 2004 til 26 pct. af BNP i 2007. Der forventes nogle mindre overskud på de offentlige finanser de kommende år, som vendes til underskud i 2011 og dermed stopper de seneste års nedbringelse af den offentlige bruttogæld i denne prognoseperiode.

Lavere vækst i offentligt forbrug i 2008

De store prisstigninger i 2008 rammer også den offentlige sektor. De offentlige institutioner skal som udgangspunkt overholde deres udgiftsbudgetter, og med begrænsede muligheder for at øge indtægterne bliver de nødt til at reducere aktiviteten som konsekvens af de stigende priser. Samtidig er den sene vedtagelse af finansloven og strejkerne blandt de offentlige ansatte i foråret med til at lægge en dæmper på aktivitetsniveauet, og realvæksten i det offentlige forbrug skønnes derfor til 1,4 pct. i 2008, jf. figur I.47b. Dette er lidt lavere end forudsat i *Økonomisk Redegørelse, august 2008*.

Besparelse udbetales i 2009

Finansloven for 2008 indebærer en besparelse på op mod 1 pct. på det statslige driftsbudget. Besparelsen på de statslige driftsudgifter er som udgangspunkt kun en midlertidig indefrysning af midler i 2008, som frigives næste år. Det antages derfor, at de statslige institutioner øger det offentlige forbrug ekstraordinært i 2009. I 2015-planen fra efteråret 2007 er der forudsat en realvækst i det offentlige forbrug på 1,0 pct., men den udskudte stigning i det statslige forbrug vurderes at bidrage med ca. 0,2 pct.point til væksten. Realvæksten i det offentlige forbrug skønnes derfor at blive 1,2 pct. i 2009.

Offentlige investeringer

Realvæksten i de offentlige investeringer er forudsat til 2,0 pct. i 2008 og 0,5 pct. i 2009, hvilket svarer til den skønnede vækst i *Økonomisk Redegørelse, august 2008*. I 2010 er realvæksten i de offentlige investeringer forudsat til 1,9 pct., svarende til udviklingen i 2015-planen. Planen afspejlede dog ikke de kommende infrastrukturinvesteringer i kølvandet på infrastrukturkommissionens arbejde, og det er således muligt, at investeringerne bliver højere end forudsat i prognosen.

Holdbarheden i fare

2015-planen indeholder en række pejlemærker for finanspolitikken frem mod 2015. Med henblik på at sikre den finanspolitiske holdbarhed er det en forudsætning, at det offentlige forbrug udgør mindre end 26½ pct. af konjunkturrenset BNP i 2015. Med den forudsatte vækst i det offentlige forbrug de kommende år vil forbruget udgøre ca. 27½ pct. af konjunkturrenset BNP i 2009, og der er således behov for tilbageholdenhed i den offentlige udgiftsvækst,

hvis forudsætningen skal overholdes. Selv hvis de indefrosne statslige driftsmidler fra 2008 ikke frigives, vil forbruget stadig ligge væsentligt over pejlemærket på 26½ pct. af konjunkturrenset BNP. Endvidere er der endnu ikke gennemført de fornødne initiativer, som kan skabe 2015-planens forudsatte stigning i beskæftigelsen og modvirke tendensen til kortere arbejdstid frem mod 2015. Den finanspolitiske holdbarhed er således både presset fra udgifts- og indtægtssiden.

Stigende udgifter til indkomstoverførsler

Udgifterne til indkomstoverførsler vurderes at falde i 2008, når der korrigeres for den automatiske regulering som følge af satsreguleringen. Faldet skyldes hovedsageligt, at den lave ledighed giver store besparelser på udgifterne til dagpenge. Udgifterne til indkomstoverførsler ventes imidlertid at stige de kommende år, hvilket især kan henføres til et stigende antal folkepensionister samt flere dagpengemodtagere som følge af den stigende ledighed.

Skattelettelser i 2008 og 2009

I 2008 blev beskæftigelsesfradraget og personfradraget øget svarende til en skattelettelse på godt 4 mia. kr., og i 2009 er der vedtaget skattelettelser for yderligere godt 9 mia. kr. Skattelettelserne i 2009 ydes primært som en forøgelse af mellemskattegrænsen, men bundskattesatsen reduceres også som kompensation for kommunale skattestigninger i 2008. Skattelettelserne er således med til at svække de offentlige finanser de kommende år. Det antages, at Den Særlige Pensionsopsparing (SP) fortsat suspenderes i 2009, og i resten af prognoseperioden er det forudsat, at SP ikke genindføres.

Finansiell krise reducerer offentligt overskud

Aktie- og obligationskurserne er faldet som følge af den finansielle krise, hvilket medfører store tab i pensions-selskaberne i 2008. De negative resultater i pensions-selskaberne betyder, at proventet fra pensionsafkastskatten, der var 6½ mia. kr. i 2007, reduceres til stort set ingenting i 2008. Pensions-selskaberne kan modregne tidligere års underskud i det skattepligtige afkast, og med de store tab i 2008 forventes der heller ikke meget proventu fra pensionsafkastskatten i 2009. Kursfaldene påvirker også proventet fra aktieindkomstskatten, som skønnes at falde med ca. 7½ mia. kr. fra 2007 til 2009.

Ekspansiv finanspolitik

Der har været ført en yderst lempelig finanspolitik gennem det seneste økonomiske opsving med en skønnet gennemsnitlig effekt på BNP – den såkaldte finanseffekt – i størrelsesordenen ½ pct.point om året. Det er især en relativ kraftig vækst i det offentlige forbrug, der har gjort finanspolitikken ekspansiv. Med udgangspunkt i den skønnede vækst i det offentlige forbrug og de planlagte skattelettelser vurderes finanspolitikken også at blive ekspansiv i 2009. Finanspolitikken for 2010-11 er endnu ikke fastlagt, men med den planlagte realvækst i offentligt forbrug og offentlige investeringer ifølge 2015-planen er der udsigt til en omtrent neutral finanspolitik i 2010 og 2011, jf. tabel I.14.

Tabel I.14 Finanseffekt 2005-11

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	----- Pct.point -----						
Udgifter i alt	0,5	1,0	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
heraf offentligt forbrug	0,5	0,8	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1
off. investeringer	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
indkomstoverførsler	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indtægter i alt	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0
heraf personlige skatter	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0
boligskatter	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
punktafgifter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanseffekt i alt	0,7	1,1	-0,1	0,3	0,4	0,0	0,1

Anm.: Finanseffekten angiver finanspolitikkenes aktivitetsvirkning, målt som finanspolitikkenes vækstbidrag til BNP i forhold til en situation med neutral finanspolitik. Med neutral finanspolitik forstås f.eks., at indkomstskattesatserne holdes konstante, at punktafgiftssatserne reelt er uændrede, at satserne for indkomstoverførsler følger satsreguleringen, og at offentlig beskæftigelse udgør en fast andel af den strukturelle arbejdsstyrke. Et positivt tal indikerer en aktivitetsfremmende virkning af finanspolitikken. For udgiftsposterne betyder dette øgede udgifter og for indtægtsposterne mindskede indtægter målt ved det direkte provenu (som er størrelsen af den del af ændringen i en budgetpost, der kan henføres til ændringen i finanspolitikken). Ikke alle budgetposter er vist særskilt, men er indeholdt i totalposterne.

Kilde: Egne beregninger på SMEC.

I.8 Risikoscenarium

**Udsigt til en
årrække med
meget lav vækst**

Udviklingen i dansk økonomi har taget en drastisk vending, og økonomien er nu på vej ind i en lavkonjunktur. En lignende situation opstod i slutningen af 1980'erne, hvor en periode med høj vækst førte til overophedning og endte med syv års lavkonjunktur.

**Højkonjunktur
i 1980'erne**

Højkonjunkturen i midten af 1980'erne var karakteriseret af kraftig vækst i efterspørgslen, bl.a. drevet af faldende rente og stigende boligpriser. Den reale kontantpris steg med omkring 10 pct. om året i perioden 1983-86. Den stærke efterspørgsel bidrog til et fald i ledigheden fra over 280.000 i 1983 til omkring 220.000 personer i 1986. Samtidig steg arbejdsstyrken ca. 100.000 personer, hvilket betød, at den samlede beskæftigelse steg med op imod 160.000 personer. Erhvervsfrekvensen steg betydeligt bl.a. pga. stigende erhvervsdeltagelse for kvinder.

**Lav ledighed og
høje lønstigninger
...**

I begyndelsen af højkonjunkturen i 1980'erne var faldet i ledigheden, stigningen i arbejdsstyrken og stigningen i produktiviteten tilstrækkelig til at tilfredsstille efterspørgslen. Da opsvinget varede ved, var den danske produktionskapacitet imidlertid ikke tilstrækkelig, og væksten i importen tog til. Importen steg således 5-6 pct.point mere end BNP i 1985-86. Samtidig faldt ledigheden, hvilket gav sig udslag i mærkbart tiltagende lønstigninger. Højkonjunkturen indebar en markant forværring af betalingsbalancen. Med kartoffelkuren i 1986 og skattereformen, som blev vedtaget i 1986, blev den økonomiske politik strammet for at rette op på det store underskud på betalingsbalancen. Kombinationen af den forværrede konkurrenceevne og den markante stramning af den økonomiske politik førte til, at faldet i ledigheden ophørte, de reale boligpriser faldt, og BNP-væksten faldt drastisk fra 4,9 pct. i 1986 til 0,3 pct. i 1987. For hele perioden 1987-93 blev den årlige BNP-vækst i gennemsnit kun ca. $\frac{3}{4}$ pct., og ledigheden steg med 120.000 personer.

**... endte med
overophedning og
mange års
lavkonjunktur**

**Økonomien i dag
er mere robust**

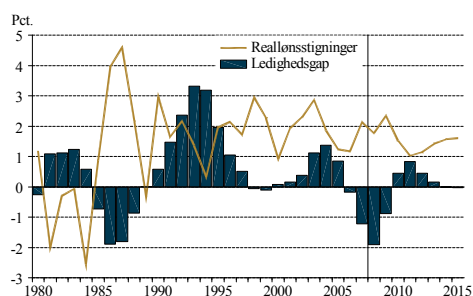
Udviklingen de seneste år ligner på nogle områder udviklingen i 1980'erne. De seneste år har således i lighed med perioden op til 1987 været karakteriseret ved høj vækst og

et markant fald i ledigheden. Der er dog flere områder, hvor økonomien i dag adskiller sig fra 1980'erne. Måske væsentligst har strukturreformer på arbejdsmarkedet bidraget til, at den strukturelle ledighed skønnes at være faldet fra omkring 250.000 personer i 1980'erne til omkring 100.000 personer i dag. Selvom den faktiske ledighed også er faldet, og i dag er betydeligt lavere end den strukturelle ledighed, har reallønsstigningerne ikke været nær så høje som i 1980'erne, jf. figur I.48a. En anden væsentlig forskel er, at der i dag ikke er problemer med underskud på de offentlige finanser og på betalingsbalancen.

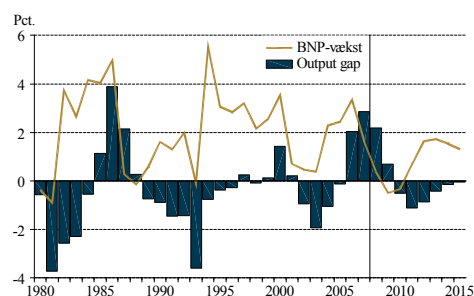
Lav vækst og stigende ledighed i de kommende år

I de kommende år skønnes BNP-væksten at falde fra 1,7 pct. i 2007 til knap ½ pct. i år. BNP-væksten ventes de næste par år at være negativ, og output gap ventes dermed at falde fra omkring 3 pct. i 2007 til omkring -1 pct. i 2011, jf. figur I.48b. Ledigheden vurderes på denne baggrund at stige til godt 120.000 personer i 2011, hvorefter den gradvist ventes at falde tilbage mod det strukturelle niveau. De reale boligpriser skønnes at falde samlet med 20 pct. i år og de kommende år, før boligmarkedet stabiliseres igen. Offentlig saldo og betalingsbalance er i overskud, og trods en betydelig forværring af den offentlige saldo i de kommende år forventes de offentlige finanser at fastholdes omkring balance.

Figur I.48a Ledighed og løn



Figur I.48b Output gap



Anm.: Output gap og ledighedsgap er opgjort som forskellen mellem den faktiske og strukturelle udvikling.

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

Knap så slemt som i 1980'erne

Der er således udsigt til lavkonjunktur de kommende år. Den reale boligpris ventes at falde omtrent lige så meget som i slutningen af 1980'erne, mens stigningen i ledighed og faldet i beskæftigelse vurderes at blive noget mindre – men hurtigere – end i forbindelse med lavkonjunkturen i slutningen af 1980'erne. Væksten i BNP ventes at blive lidt lavere end i slutningen af 1980'erne. Da niveauet for produktionen imidlertid er meget højt i udgangspunktet, skønnes BNP kun at falde til omkring 1 pct. under det niveau, der kan forventes i en normal konjunktursituation. I begyndelsen af 1990'erne var output gap næsten $-3\frac{1}{2}$ pct.

Den finansielle krise skaber usikkerhed

Afslutningen på den aktuelle højkonjunktur ventes således at resultere i en knap så omfattende lavkonjunktur som i 1980'erne. Et usikkerhedsmoment ved nærværende prognose er imidlertid omfanget og den realøkonomiske konsekvens af den finansielle krise. På den ene side kan det naturligvis ikke afvises, at de negative effekter af finanskrisen er overvurderet i denne prognose. De omfattende aktioner fra de fleste landes centralbanker og regeringer indikerer en betydelig vilje til at modvirke finanskrisens negative effekter, og det er muligt, at de finansielle markeders funktionsevne som følge heraf genoprettes hurtigere, end implicit antaget i prognosen. Hvis tilliden genoprettes hurtigt, kan forbrugs- og investeringsudviklingen blive mere positiv, ligesom en hurtig stabilisering på boligmarkedet vil kunne trække i positiv retning. Samtidig indebærer den lavere inflation og det betydelige fald i olieprisen en stigning i købekraften i de olieimporterende lande, hvilket også kan bidrage til at sætte mere gang i økonomien end i nærværende prognose.

Risiko for et hårdere tilbageslag

Der er dog også en risiko for, at den finansielle krise får større realøkonomiske konsekvenser end forudsat i prognosen. Den negative udvikling i forbrugernes og erhvervslivets forventninger kan blive selvforstærkende, hvilket kan trække forbrug, investeringer og produktion nedad. Faldet i aktiekurser og boligpriser kan fortsætte, idet forventninger om fremtidige kurs- og prisfald kan forårsage yderligere fald. Og de massive redningsplaner kan forårsage så betydelige omkostninger på statsbudgetterne, at risiko-præmierne på de ellers sikre statspapirer øges. Hvis

redningsplanerne ikke virker efter hensigten, kan likviditets- og solvensproblemer føre til en markant reduktion i udbuddet af lån, og for Danmarks vedkommende kan den finansielle uro føre til et fortsat pres på kronen med endnu højere renter som følge. Sammenlignet med 1980'erne er der desuden mange flere med variabelt forrentede lån, hvilket gør boligmarkedet mere udsat. Samtidig har boligmarkedet i den seneste tid højst sandsynligt været overvurderet, og det er vanskeligt at fastslå størrelsen heraf præcist, jf. afsnit I.3. Udviklingen i indkomst og rente kan delvist forklare boligprisstigningen, men meget tyder på, at stigningerne har været for høje. Det kan tænkes, at den finansielle krise kan påvirke boligprisen i en sådan grad, at boligpriserne falder til et lavere niveau i nogle år, end udviklingen i rente og indkomst vil tilsige.

Eksempel på større økonomisk tilbageslag

For at illustrere de mulige effekter af et mere omfattende konjunkturtilbageslag er der foretaget en modelberegning, hvor det konkret antages, at:

- Den udenlandske vækst er $\frac{3}{4}$ pct.point lavere både i 2009 og i 2010 end i prognosen. Herefter antages BNP-niveauet i udlandet gradvist at vende tilbage til niveauet i prognosen
- Boligpriserne falder yderligere ca. 10 pct. i 2009-10 i forhold til prognosen
- Det private forbrug falder yderligere ca. $\frac{1}{2}$ pct. i både 2009 og 2010 i forhold til prognosen (udover det fald, der følger af lavere udlandsvækst og fald i boligpriserne)

Der tages ikke højde for eventuelle finanspolitiske tiltag for at modvirke tilbageslaget. Det bør understreges, at dette kun er et eksempel på, hvordan et større tilbageslag muligvis kan ramme økonomien.

Lavere eksport

En lavere vækst i udlandet mindsker alt andet lige den danske eksport og medfører dermed lavere BNP-vækst i risikoscenariet. Der er i beregningen ikke taget højde for, at et mere markant tilbageslag i udlandet vil kunne ændre forudsætningerne om f.eks. rente i udlandet, mens der er taget højde for lavere løn og priser i udlandet. Hvis det

internationale tilbageslag bliver stærkere, må det forventes, at der vil komme finans- eller pengepolitiske lempelser, hvilket delvist vil modvirke effekten på dansk økonomi.

Større boligprisfald sænker boliginvesteringer og det private forbrug ...

... og øger ledigheden til over 150.000 personer

Det yderligere boligprisfald i risikoscenariet har to primære effekter. For det første falder boliginvesteringerne, da det ikke længere er så attraktivt at bygge, og for det andet mindskes den private formue, hvilket medvirker til en lavere vækst i det private forbrug. Det private forbrug antages herudover at falde yderligere som følge af aktiekursfald og en selvforstærkende effekt fra mere negativ forventningsdannelse. Dermed mindskes den samlede efterspørgsel yderligere. Som følge heraf bliver beskæftigelsen næsten 50.000 personer lavere end i prognosen i løbet af årene 2011-12. Ledigheden bliver tilsvarende højere og når op omkring 170.000 i løbet af tre år, jf. figur I.49. Den højere ledighed fører til lavere lønstigninger – omkring 1¼ pct. i 2011-12, hvilket er lavere end de historisk lave lønstigninger i 1993 og 2005.

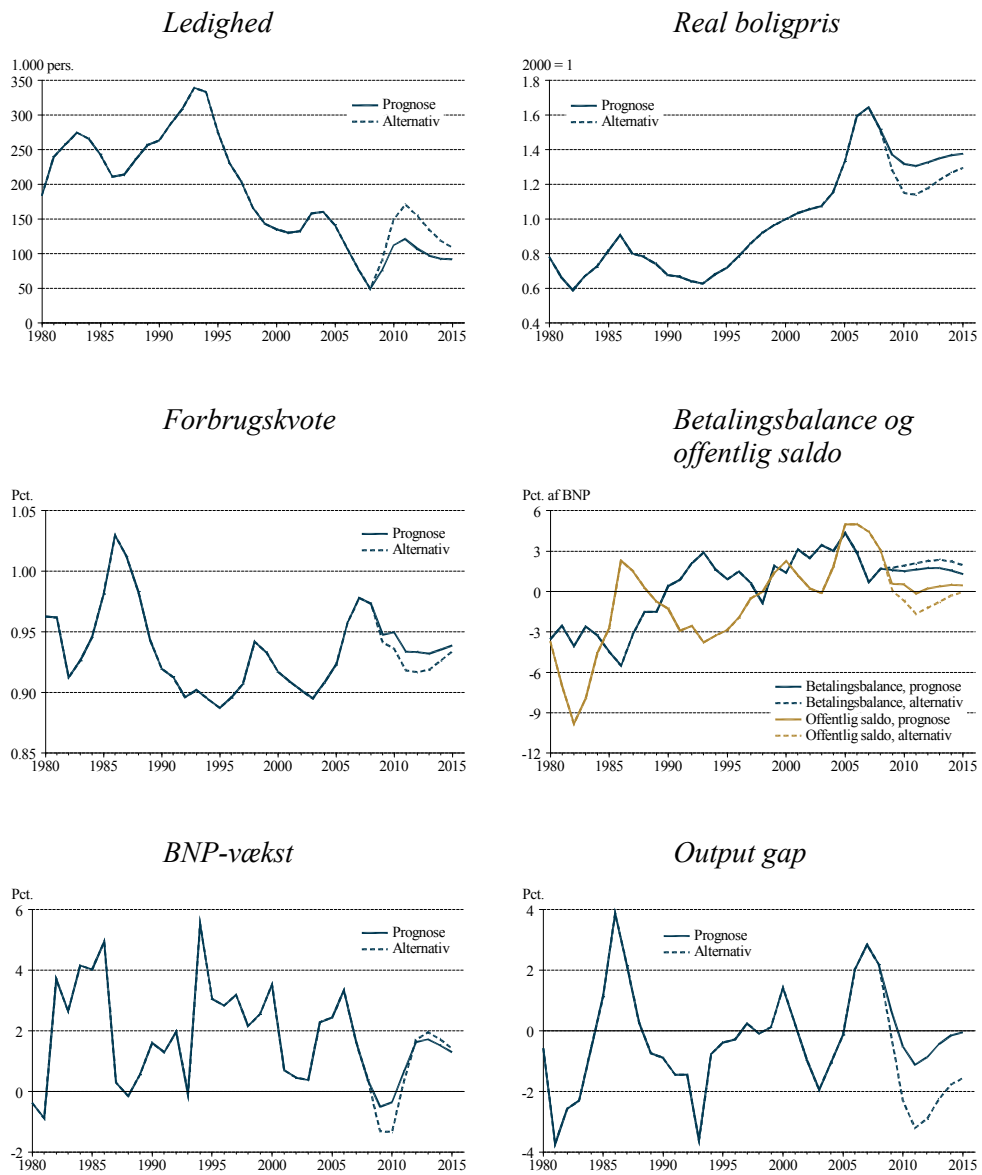
Betalingsbalance forbedres svagt

Den lavere vækst i udlandet trækker i retning af en forværring af betalingsbalancen, mens den lavere indenlandske efterspørgsel trækker i retning af en forbedring. Da BNP-væksten i Danmark falder mere end BNP-væksten i udlandet, mindskes den indenlandske efterspørgsel mere end den udenlandske, hvilket fører til en svag forbedring af betalingsbalancen.

Offentlig saldo bliver svagt negativ

Udviklingen i den offentlige saldo er tæt forbundet med ledighedsudviklingen. Den store stigning i ledigheden medfører en forværring af den offentlige saldo i 2009-11, sådan at der bliver underskud på ca. 1½ pct. af BNP i 2011-12. Effekten på den offentlige saldo af den dybere lavkonjunktur bliver reduceret i takt med, at konjunkturerne gradvist antages at blive normaliseret frem mod 2015.

Figur I.49 Effekter i risikoscenarium



Kilde: Egne beregninger på SMEC.

**BNP-væksten
bliver lavere og
lavkonjunktoren
længere og dybere**

Det illustrerede tilbageslag bevirker, at væksten i BNP bliver væsentligt lavere end i prognosen. I 2009 falder BNP med ca. 1¼ pct. mod et fald på ca. ½ pct. i prognosen, og i 2010 med godt 1¼ pct. mod ca. ¼ pct. i prognosen. Dette indebærer, at output gap lukkes hurtigere, og produktionsniveauet når væsentlige længere ned under "det normale" niveau, og der vil gå mere end fem år, før produktionen kommer op på et normalt niveau. Sammenlignes udviklingen i output gap med udviklingen i 1980'erne fremgår det, at økonomien i beregningseksemplet rammes hårdere end i 1980'erne.

**Trods krise er
beskæftigelsen
stadig høj – i et
historisk perspektiv**

I det mere negative forløb i beregningseksemplet øges ledigheden som nævnt til ca. 170.000 personer. I perioden 1980-2000 var ledigheden højere i stort set alle år, så i et historisk perspektiv er ledigheden således stadig relativt lav. Beskæftigelsen vil selv efter fald i de kommende år befinde sig på et relativt højt niveau i risikoscenariet. Både i lavkonjunktoren i starten af 1980'erne og i starten af 1990'erne nåede beskæftigelsen ned på et markant lavere niveau. Det høje niveau for beskæftigelsen, det lave niveau for ledigheden og det relativt høje niveau for boligpriserne (trods antaget fald i kontantprisen) er med til at holde hånden under det private forbrug. Forbrugskvoten falder således ikke i samme grad som i 1980'erne.

**Regneeksempel
tager ikke højde
for alt**

Den alternative beregning er blot et regneeksempel, der ikke tager højde for samtlige effekter og usikkerheder. Som nævnt er der ikke taget højde for, at pengepolitikken sandsynligvis vil blive lempet, hvis den internationale konjunktursituation forværres, og der er eksempelvis heller ikke taget højde for, at olieprisen højst sandsynligt vil blive påvirket af aftagende efterspørgsel.

Bedre udvikling på betalingsbalance og offentlig saldo end tidligere ...

... giver mulighed for ekspansiv finanspolitik

Den måske væsentligste forskel mellem udviklingen tidligere og i dag er imidlertid, at selv i risikoscenariet er betalingsbalancen i overskud, og der er kun et beskedent underskud på den offentlige saldo. I 1980'erne var der store underskud på begge poster, og der var behov for gennemstramninger af den økonomiske politik at rette op på ubalancerne. Dette skete blandt andet ved gennemførelsen af kartoffelkuren og en skattereform, der reducerede rentefradragsretten. I dag er der ikke tilsvarende balanceproblemer. Der er således i dag råderum til at hjælpe økonomien oven på igen ved hjælp af ekspansiv finanspolitik for at modvirke afmatningen i efterspørgslen og således mindske lavkonjunkturen, hvis konjunkturerne udvikler sig meget negativt.

I.9 Aktuel økonomisk politik

Udsigt til en hård landing

Dansk økonomi har været igennem en god udvikling de seneste år med høj vækst og et langvarigt fald i ledigheden til et historisk lavt niveau. Økonomien befinder sig som følge heraf på kapacitetsgrænsen, og vækstpotentialet er derfor begrænset de kommende år. Den seneste udvikling på de finansielle markeder og den afmatning, der allerede forinden var indtrådt på boligmarkedet, indebærer imidlertid, at der må imødeses en markant afmatning med direkte fald i efterspørgslen. Et fald i efterspørgsel og produktion indebærer i første omgang, at den økonomiske aktivitet aftager til et mere normalt niveau i 2009, men fortsat lav vækst de følgende år gør, at dansk økonomi forventes at bevæge sig ind i en egentlig lavkonjunktur med et produktionsniveau under det normale. Ledigheden ventes således at stige hurtigt og i 2010-11 at ligge noget over 100.000 personer.

Finanspolitikken bør ikke lempes yderligere i 2009

Udsigten til lav eller endda negativ vækst bør ikke umiddelbart lede til, at man allerede i 2009 foretager lempelser i forhold til den planlagte finanspolitik. Den nuværende lave ledighed indebærer, at presset på arbejdsmarkedet er uholdbart stort, og trods stigende ledighed vil arbejdsmarkedet også i 2009 være presset. Forsøg på at holde ledigheden nede på det aktuelle niveau gennem en

yderligere finanspolitisk lempelse vil blot føre til større import, højere lønstigninger og en markant forværring af konkurrenceevnen, der efterfølgende vil udløse en endnu større stigning i ledigheden end den, der forudses i denne prognose. I 2009 vil dansk økonomi – trods udsigt til et fald i produktionen – stadig være karakteriseret af et relativt højt aktivitetsniveau og lav ledighed. Det er derfor ikke hensigtsmæssigt at stimulere efterspørgslen yderligere i 2009, med mindre konjunkturudviklingen næste år bliver væsentligt dårligere end ventet i prognosen.

En lempelse af finanspolitikken i 2010 kan ske via en skattereform

Den finansielle krise har lagt en mærkbar dæmper på de internationale vækstudsigter. Det er usikkert, hvor lang tid den finansielle krise vil vare, og hvor dyb den internationale lavkonjunktur vil blive. Konjunkturbilledet kan således ændre sig i forhold til det forventede, og det er derfor for tidligt at foretage en endelig vurdering af, om der er behov for finanspolitiske lempelser i 2010. Hvis den økonomiske udvikling bliver som beskrevet i prognosen, vil den danske produktion og beskæftigelse i 2010 imidlertid falde til et niveau, der er lavere end i en normal konjunktursituation, og der er udsigt til et endnu lavere aktivitetsniveau i 2011. Det er i denne situation naturligt at overveje at lempe den økonomiske politik, hvilket hensigtsmæssigt kan ske i forbindelse med en skattereform i 2010.

En skattereform kan forbedre strukturerne i økonomien og øge aktiviteten på kort sigt

I kapitlerne II-V analyseres det danske skattesystem, og i kapitel VI beskrives en række pakker, der indebærer, at skattesystemet ændres på forskellig vis. En skattereform, der sænker marginals-katten på arbejdsindkomst og øger incitamentet for ledige og personer uden for arbejdsstyrken til at søge arbejde, vil øge den strukturelle beskæftigelse og øge det langsigtede produktionsniveau i Danmark. Den større beskæftigelse vil bidrage til en forbedring af de offentlige finanser på lang sigt. Disse positive effekter på længere sigt kan give plads til en vis underfinansiering på kort sigt. Den præcise størrelsesorden af den mulige underfinansiering inden for rammerne af en holdbar finanspolitik afhænger blandt andet af størrelsen af de dynamiske effekter på beskæftigelsen. De dynamiske effekter tillader med andre ord, at man kan lempe skatten mere, end den anviste finansiering umiddelbart lægger op til. Blandt andet derfor

kan en skattereform også være med til at stimulere økonomien på kort sigt.

Fuldt finansieret skattereform kan øge beskæftigelsen med op til 15.000 personer på kort sigt

Selv hvis man ikke medregner de dynamiske effekter som en del af finansieringen, kan der gennemføres en skatteomlægning, der øger produktion og beskæftigelse. Ifølge beregningerne i kapitel VI er det f.eks. muligt at øge beskæftigelsen på kort sigt med op til 15.000 personer ved en fuldt finansieret skatteomlægning, der blandt andet indebærer en sænkning af marginalsatserne og en forøgelse af beskæftigelsesfradraget. En sådan reform, der i kraft af dynamiske effekter styrker den finanspolitiske holdbarhed, skønnes at have en langsigtet beskæftigelseseffekt på ca. 6.000 helårspersoner. Hvis man er villig til at gennemføre en skatteomlægning, der inkluderer en reform af boligbeskatningen, viser beregningerne i kapitel VI, at der kan opnås en endnu større stigning i beskæftigelsen på såvel kort som lang sigt uden at svække den finanspolitiske holdbarhed.

Konjunkturforsyn kan tale for en større underfinansiering

Den præcise størrelse af den ekspansive effekt af en skattereform på kort sigt afhænger selvsagt af den konkrete sammensætning af reformen, herunder timingen af finansieringen. I de skitserede pakker i kapitel VI er en del af finansieringen eksempelvis salg af CO₂-kvoter i 2013. I lyset af konjunktursituationen kan en yderligere underfinansiering på kort sigt overvejes – enten ved at udskyde andre dele af finansieringen – eller ved at lade skattelettelserne være finansieret af forsigtige skøn over de dynamiske effekter.

Finanspolitisk lempelse kan også ske ved større offentlige udgifter

Et alternativ til en lempelse af finanspolitikken i forbindelse med en skattereform kan være at øge det offentlige forbrug eller at fremrykke offentlige investeringer. Øgede offentlige udgifter har en kraftigere direkte effekt på aktiviteten. Til gengæld vil de ikke have de samme effektivitetseffekter som en sænkning af de marginale indkomstskatter, om end eksempelvis investeringer i uddannelse eller bedre infrastruktur naturligvis vil øge produktiviteten på lang sigt. Samtidig må øgede udgifter nødvendigvis følges op af en stramning på et senere tidspunkt for, at der ikke sker en permanent forværring af de offentlige finanser.

Problemer med overholdelse af 2015-planens målsætninger

I de seneste 10-15 år er den økonomiske politik blevet tilrettelagt med henblik på at sikre den langsigtede finanspolitiske holdbarhed. I henhold til 2015-planen skal den langsigtede holdbarhed blandt andet sikres gennem en stram styring af de offentlige udgifter og strukturforbedringer på arbejdsmarkedet. På begge punkter ser der imidlertid ud til at være problemer med overholdelsen af målsætningerne. For det offentlige forbrug er et konkret pejlemærke, at det ikke må udgøre mere end 26½ pct. af strukturelt BNP. De senere år er det offentlige forbrug imidlertid vokset mere end planlagt, og udgifterne til offentligt forbrug overstiger på nuværende tidspunkt dette pejlemærke. I forhold til strukturreformer på arbejdsmarkedet indeholder 2015-planen krav om tiltag, der kan sikre, at beskæftigelsen øges, og at tendensen til kortere arbejdstid modvirkes. Der er hverken gennemført eller planlagt tiltag, der øger beskæftigelsen eller arbejdstiden i tilstrækkeligt omfang.

Stadig behov for strukturreformer på arbejdsmarkedet

Der er således fortsat et behov for konkrete tiltag på arbejdsmarkedet, som kan bidrage til at skabe balance på de offentlige finanser på lang sigt. Arbejdsmarkedskommissionen har foreslået, at dagpengeperioden forkortes, og at tilgangen til efterlønsordningen begrænses. Disse forslag vil efter Arbejdsmarkedskommissionens vurdering øge beskæftigelsen med mere end 100.000 personer på 5-10 års sigt. Formandskabet har tidligere foreslået lignende tiltag, og de to områder vurderes at være vanskelige at komme uden om, hvis den langsigtede finanspolitiske holdbarhed skal sikres gennem en mærkbar stigning i beskæftigelsen.

Forkort dagpengeperioden og fasthold den aktive beskæftigelsesindsats

Behovet for strukturreformer aktualiseres af den forventede kraftige konjunkturafmatning. I en situation med udsigt til kraftigt stigende og længerevarende ledighed må det forventes, at især varigheden af ledighedsperioder forøges. Dette vil alt andet lige tendere mod stigende strukturel ledighed. Faldet i den strukturelle ledighed fra 1994 til nu var i høj grad forårsaget af en intensivering af den aktive arbejdsmarkedspolitik, og med et stigende antal ledige vil det være svært at fastholde denne intensitet uden modgående foranstaltninger. En forkortelse af dagpengeperioden til 2½ år vil kunne bidrage til at bevare en fortsat

fokus på den tidlige indsats. Samtidig vil stigningen i afgang fra ledighed op til dagpengeperiodens udløb fremrykkes, jf. *Dansk Økonomi, forår 2008*. Det er muligt, at den påkrævede fokus på en intensiv indsats, som en forkortelse af dagpengeperioden indebærer, medfører en vis konjunkturafhængighed i ressourcebehovet i den offentlige beskæftigelsesindsats for at akkommodere et stigende antal ledige. Dette kan imidlertid være en nødvendig pris at betale for at fastholde den strukturelle ledighed på sit nuværende meget lave niveau.

Regler for fleksjob og ledighedsydelse bør gennemgås kritisk

Der findes naturligvis andre muligheder for at øge beskæftigelsen, men de har ikke samme potentiale som dagpengeområdet og efterlønsordningen. Siden 2003 er det samlede antal personer på fleksjob, ledighedsydelse og førtidspension steget fra ca. 240.000 til over 270.000, især som følge af flere personer i fleksjob. Fleksjobordningens succes kan hænge sammen med, at det økonomisk er væsentligt mere attraktivt at være i fleksjob end at være ledig eller på førtidspension. Dette skyldes bl.a., at personer i fleksjob modtager fuld overenskomstmæssig løn til trods for, at de typisk arbejder mindre end fuld tid. Personer i fleksjob bidrager til den samlede produktion, men omkostningen for de offentlige finanser er ofte lige så stor eller større end omkostningerne for personer, der modtager kontanthjælp eller førtidspension. En forøgelse af antallet af personer på fleksjob bidrager derfor kun i meget begrænset omfang til sikringen af den finanspolitiske holdbarhed, og en forudsætning for, at bidraget ikke bliver direkte negativt, er, at tilgangen til ordningen ikke, som tilfældet øjensynligt har været hidtil, hovedsageligt kommer fra ordinær beskæftigelse. Derfor bør reglerne for fleksjob gennemgås med henblik på en stramning. Dette kan eksempelvis ske ved, at lønnen til personer i fleksjob reduceres. Herved kan det offentlige tilskud til arbejdsgiverne reduceres uden, at arbejdsgivernes incitament til at oprette fleksjob mindskes.

Kommuner bør have bedre tilskyndelse til at fremskaffe fleksjob

Personer, der er visiteret til fleksjob, men som ikke har et job, kan modtage ledighedsydelse. Mange er på ledighedsydelse i meget lang tid. Dette kan skyldes, at kommunerne ikke har tilstrækkelig økonomisk incitament til at få folk ud af ledighedsydelse og ind i fleksjob – eller alternativt over

på førtidspension. Det bør derfor overvejes at reducere den statslige refusion til kommunerne for personer på ledighedsydelse.

Tilkendelse af førtidspension til unge kunne revurderes efter f.eks. 5 år

Tilgangen til førtidspension er reduceret de senere år, hvilket blandt andet skyldes ændrede regler i forbindelse med førtidspensionsreformen fra 2003. Samtidig med at tilgangen er reduceret, er der sket et markant skift i tilkendelsesgrundlaget. Andelen af nytilkendelser på grundlag af psykiske lidelser er således steget fra 27 pct. i 1998 til 47 pct. i 2007. De fleste tilkendelser sker til folk over 50 år. Andelen af tilkendelse til personer under 40 år er imidlertid stigende og udgør i dag knap en fjerdedel af alle tilkendelser. Det er på denne baggrund naturligt at overveje, om tilkendelse af førtidspension automatisk burde tages op til revurdering for personer under en vis alder, f.eks. hvert femte år. Det er ikke utænkeligt, at nogle førtidspensionister herved ville kunne overgå til en anden offentlig ordning, hvor der er større sandsynlighed for en gradvis tilbagevenden til arbejdsmarkedet.

Finanskrisen rammer den danske finansielle sektor ...

Den finansielle krise, der havde sit udspring i USA, har spredt sig til resten af verden, og krisen har også ramt det danske finansielle system. Sammenbruddet på interbankmarkederne har ført til likviditetsmangel i den danske banksektor, og investorernes flugt til statsobligationer har ført til kursfald på danske realkreditobligationer, hvilket har påført pensionselskaberne store tab. Krisen i den finansielle sektor fik i løbet af sommeren og efteråret et omfang, der nødvendiggjorde en aktiv indgriben fra myndighedernes side. Regeringen, Nationalbanken og Finanstilsynet har derfor gennemført en række tiltag med det formål at begrænse krisens omfang: Bankerne kan låne mod flere og mindre sikre aktiver i Nationalbanken, der er stillet statsgaranti for indlån i danske banker, kravene til pensionselskaberne er blevet lempet, og staten har via Den Sociale Pensionsfond planlagt at opkøbe rentetilpasningsobligationer.

... og boligejerne

Faldet i kurserne på realkreditobligationer medfører stigende renter, som i særdeleshed rammer de danske boligejere med rentetilpasningslån, der skal refinansieres til

december. I den nuværende situation, hvor udenlandske investorer i stort omfang har trukket sig ud af det danske realkreditmarked, er der udsigt til en betydelig rentestigning for de berørte boligejere. De lempeligere regler for pensionselskaberne kan tilskynde dem til at øge beholdningen af realkreditobligationer, og sammen med statens forventede opkøb af obligationer lægger det en dæmper på de rentestigninger, boligejere med rentetilpasningslån står over for, jf. ovenfor. Refinansieringen af rentetilpasningslåne kan fremover med fordel spredes ud over året, dermed bliver renterne mindre følsomme overfor store uventede stemningskift hos investorerne, og færre boligejere vil blive ramt, næste gang der kommer en midlertidig stigning i de korte renter.

Men de hjælpes igennem krisen ...

I en situation med finansiell uro kan der opstå behov for at revidere de regler, der regulerer den finansielle sektor, hvis reglerne er med til at forstærke den finansielle ustabilitet. I forbindelse med regelændringer skal der foretages en afvejning mellem at sikre den finansielle stabilitet på kort sigt og undgå øget finansiell ustabilitet på længere sigt. Hjælpen til boligejere med rentetilpasningslån sender et uheldigt signal om, at regeringen også i fremtiden vil træde til, hvis der er udsigt til markante stigninger i de korte renter. Det giver kommende boligejere tilskyndelse til at optage variabelt forrentede lån i stedet for de mere sikre 30-årige realkreditlån. De lempeligere regler på pensionsområdet kan også skabe øget ustabilitet i fremtiden. Hjælpen består bl.a. i, at det såkaldte gule trafiklys er ophævet. Pensionselskaber, der er i grønt lys, markedsfører sig på dette, og med ophævelsen af det gule lys, fratages kunderne denne mulighed for at vurdere pensionselskabernes risiko. Ophævelsen af det gule lys kan derfor tilskynde pensionselskaberne til at tage større risiko.

... hvilket på sigt kan føre til øget ustabilitet

Bankerne mangler likviditet

Den danske banksektor synes samlet set at være godt rustet til at imødegå den finansielle krise. Indtjeningen har været høj de senere år, og de danske banker er forholdsvist velkonsoliderede. Bankerne har imidlertid et betydeligt indlånsunderskud, og de er derfor afhængige af kortsigtet finansiering fra andre finansielle institutioner, herunder udenlandske banker. Likviditetsmanglen i den internationale

finansielle sektor har derfor også ført til likviditetsmangel i den danske banksektor, og bankerne har haft svært ved at fremskaffe tilstrækkelig likviditet.

Krisepakke til banksektoren

Regeringen og Folketinget har gennemført en redningspakke i samarbejde med banksektoren for at understøtte de danske bankers muligheder for at tilvejebringe den fornødne likviditet, jf. boks I.4 i afsnit I.3. Den danske redningspakke for banksektoren indebærer blandt andet en statsgaranti for indlån og interbanklån i danske banker, og ordningen skulle således sikre bankernes adgang til den fornødne udenlandske likviditet. Statsgarantien fjerner stort set risikoen på indlån i danske banker og burde derfor have skabt en øjeblikkelig normalisering på det danske interbankmarked. Der kræves dog fortsat høje risiko-præmier på interbanklån til danske banker, hvilket kan skyldes, at den danske redningspakke på flere punkter afviger fra de store udenlandske redningspakker. Mange af de udenlandske redningspakker omfatter en rekapitalisering af banksektoren, dvs. at staten tilfører bankerne kapital, så de er bedre rustet til at drive forretningerne videre uden at reducere aktiviteten.

Banksektoren betaler

De danske banker betaler til den danske redningspakke, og der bliver derfor trukket kapital ud af banksektoren, hvilket kan opfattes som en svækkelse af de danske banker. Den danske redningspakke indeholder imidlertid en fuld statsgaranti for indskud i danske banker, hvor der i de store udenlandske redningspakker er fastsat maksimumbeløb for statsgarantierne. Den danske redningspakke er således anderledes og mere vidtgående end de store udenlandske redningspakker på dette område.

Begrænset risiko for uansvarlig adfærd

Det er som udgangspunkt problematisk, at staten garanterer for virksomheder, der ellers ville gå konkurs. Det kan tilskynde virksomhederne og deres kreditorer til at tage unødvendig stor risiko. Det er i særdeleshed problematisk, hvis bankerne tilskyndes til at tage for stor risiko. Det skyldes, at et sammenbrud i banksektoren har store negative konsekvenser for resten af økonomien. Problemet med ekstraordinær stor risikotagning er dog begrænset i relation til den danske redningspakke, idet bankerne tilsammen

betaler op til 35 mia. kr., men mindst 15 mia. kr. for statsgarantien. Samtidig afhænger bankernes individuelle indbetaling til ordningen i et vist omfang af risikoen på deres engagementer, og ordningen er indrettet på en måde, så aktiekapitalen mister sin værdi i en insolvent bank, hvor kreditorer skal reddes af ordningen.

Krisen rydder op i banksektoren

Finanssektoren har en vigtig samfundsøkonomisk funktion i hurtigt og effektivt at formidle likviditet fra virksomheder og husholdninger med overskydende likviditet til virksomheder og husholdninger med underskud af likviditet. En moderne økonomi har derfor behov for en stabil veldrevet banksektor. En effektiv banksektor kan kun opretholdes, hvis ineffektive banker bliver effektiviseret eller træder ud af markedet. Den finansielle krise rammer de dårligst drevne banker med mangelfuld kreditpolitik hårdest, og det kan være hensigtsmæssigt, at disse banker bliver tvunget ud af markedet. Dermed vil indlånene blive flyttet over i banker, der forvalter indlånernes penge bedre. For at forhindre indskydere og andre kreditorer i at lide urimelige tab er der lovgivningsmæssigt en række krav om kapitaldækning. Det er Finanstilsynet, der fører tilsyn med bankerne og sikrer, at kapitaldækningsreglerne er overholdt. Det er således Finanstilsynets opgave at sikre indskyderne mod tab, mens det er aktionærernes og bestyrelsernes ansvar at sikre de enkelte bankers overlevelse.

Finansiell stabilitet er ikke gratis

I lyset af den nuværende krise og med henblik på at sikre indlånerne mod tab i fremtiden bør reglerne for finansielle virksomheder gennemgås kritisk. Det bør imidlertid indgå i overvejelserne, at strammere regler f.eks. i form af højere kapitaldækningskrav er en omkostning for bankerne, der kan føre til en mindre effektiv banksektor. I forbindelse med tilrettelæggelsen af fremtidige nye regler bør der således foretages en afvejning mellem effektivitet og sikkerhed. Finansielle kriser er et tilbagevendende fænomen. Ikke alle risikoelementer kan forudsiges, og et system, der forsøger at forhindre alle (også ukendte) risikofaktorer, vil enten blive meget omkostningsfuldt at administrere eller medføre et meget mindre effektivt banksystem.

Individuelt solvensbehov ...

Nationalbanken og Finanstilsynet har foreslået, at bankerne skal offentliggøre deres individuelle solvensbehov for at øge gennemsigtigheden i banksektoren og skærpe markedsdisciplinen. Bankernes evne til at imødegå tab måles ved den såkaldte solvensgrad, jf. boks I.2 i afsnit I.2. Solvensgraden skal som udgangspunkt være mindst 8 pct., men hertil skal lægges et supplerende individuelt solvensbehov, der afspejler ekstraordinær risiko f.eks. overfor boligmarkedet, store enkeltkunder, pludselig likviditetsmangel eller ekstraordinært store ændringer i markedrenten. Bankerne opgør i dag det individuelle solvensbehov, som skal godkendes af Finanstilsynet og efterfølgende overholdes, men der er ikke pligt til at offentliggøre det individuelle solvensbehov eller de beregninger, der ligger bag.

... bør offentliggøres

Hvis det individuelle solvensbehov offentliggøres, kan bankernes aktionærer og kreditorer bedre vurdere risikoen og dermed kræve en ekstra risikopræmie hos de mest risikofyldte banker. På den måde tilskyndes bankerne til at tage mindre risiko eller øge solvensgraden (basiskapitalen), så de bliver bedre i stand til at modstå tab. En offentliggørelse af de individuelle solvensbehov har desuden den fordel, at de velkonsoliderede banker får nemmere adgang til likviditet i krisetider. I den nuværende situation rammer krisen alle banker, fordi det er usikkert, hvilke banker der er mest risikable. Det individuelle solvensbehov kan dog ikke stå alene, og det er vigtigt, at baggrunden for solvensbehovet også offentliggøres. Det giver bedre mulighed for at vurdere, hvor eksponeret en bank er overfor en eventuel fremtidig krise.

Afviklingsfond

Myndighedernes adfærd i den nuværende finansielle krise, hvor banker er blevet reddet, og der er blevet stillet omfattende statslige garantier, har bidraget til en forventning om, at staterne også i fremtiden vil redde banker og indskydere i forbindelse med en stor finansiell krise. Med den nuværende danske aftale om finansiell stabilitet i banksektoren som forbillede bør det overvejes at oprette en fond, som skal finansiere bankredninger under fremtidige kriser. Dermed beskyttes staten og skatteyderne mod tab i forbindelse med kommende kriser. Den danske regering bør som udgangspunkt arbejde for, at der etableres

en fælles europæisk afviklingsfond. Hvis det ikke kan lade sig gøre at etablere en fælles europæisk løsning, bør der oprettes en dansk afviklingsfond, hvis dette ikke er i strid med EU-retten. Fonden bør finansieres af bidrag fra banksektoren selv. Bidragene til fonden kan opfattes som forsikringspræmier og bør afspejle den enkelte banks risikoprofil, samtidig med at de samlede bidrag skal være tilstrækkelige til at dække de forventede udgifter. I tilfælde af en truende bankkonkurs overgår alt simpel gæld til et afviklingsselskab under fonden, mens den ansvarlige kapital (herunder aktiekapitalen) går tabt. Bidragene kan som i den nuværende midlertidige danske ordning fastsættes på basis af kapitalbehovet, men det bør dog overvejes at gøre bidragets størrelse mere afhængigt af bankens risikoprofil. For at reducere bankernes tilskyndelse til at tage unødigt risiko er det vigtigt, at aktiekapitalen går tabt, når en banks kreditorer reddes af afviklingsfonden.

Fælles europæisk løsning

Den nuværende krise har understreget, at den finansielle stabilitet i Danmark er meget afhængig af udviklingen i de omkringliggende økonomier. Derfor foreslås det, at Danmark arbejder for etableringen af en fælles europæisk afviklingsfond, der efter de ovenfor beskrevne principper kan stille garantier og kapital til rådighed i forbindelse med fremtidige kriser. Afviklingsfonden kan f.eks. placeres under Den Europæiske Investeringsbank (EIB), der bestyres af finansministrene fra EU's 27 medlemsstater. I tilfælde af, at der ikke er tilstrækkelige midler i fonden, kan EIB udstede statsobligationer, hvorved udgifterne bliver fordelt på alle medlemsstaterne. Denne konstruktion afhjælper problemet med byrdefordelingen i forbindelse med en fremtidig fælles europæisk redningsaktion i forhold til store grænseoverskridende banker. En fælles europæisk løsning af fremtidige finansielle kriser vil bidrage til, at konkurrenceforvridende nationale løsninger undgås. En ulempe ved en fælles europæisk redningsfond under EIB kan dog være, at staterne tilskyndes til at lempe tilsynet med og kravene til de nationale banker, da udgifterne i forbindelse med en redningsaktion deles af alle medlemsstaterne. Dette understreger behovet for at harmonisere reglerne og tilsynsførelsen. Det kan derfor blive nødvendigt med et fælles europæisk finanstillsyn.

Bilagstabel I.1 BNP-vækst i udvalgte lande

	Eksport- vægte	Mængdestigning				
		2007	2008	2009	2010	2011
	Andel	Pct.				
USA	9,7	2,0	1,5	-0,5	1,5	2,5
Japan	1,8	2,0	0,6	0,3	1,3	2,3
Kina	2,4	10,0	9,7	8,0	8,8	9,5
Tyskland	19,2	2,6	1,5	-0,5	0,5	1,6
Frankrig	6,0	2,1	0,9	-0,2	1,0	2,0
Italien	3,5	1,4	0,0	-0,4	0,5	1,0
UK	7,9	3,0	1,0	-1,0	0,6	2,0
Spanien	3,7	3,7	1,3	-0,4	1,6	2,6
Holland	5,4	3,5	2,2	0,6	1,1	2,0
Belgien	2,2	2,6	1,4	0,1	0,9	2,3
Schweiz	1,3	3,3	2,0	0,7	1,6	2,0
Østrig	1,2	3,1	1,9	0,6	1,3	2,3
Sverige	14,0	2,9	1,0	0,2	2,0	2,6
Norge	8,2	3,7	2,0	1,0	1,1	2,5
Finland	3,4	4,4	2,3	1,3	2,1	2,5
Irland	1,9	6,0	-1,8	-0,7	2,0	2,9
Portugal	0,6	1,9	0,5	0,1	0,7	1,7
Grækenland	0,7	4,0	3,1	2,5	2,6	3,7
Danmark		1,6	0,4	-0,5	-0,3	0,7
EU	76,6	2,9	1,3	-0,1	1,0	2,0
EU-15	69,7	2,7	1,1	-0,3	0,9	1,9
Nye EU-lande	6,9	6,3	4,8	3,1	3,7	4,7
Euroområdet	48,0	2,6	1,1	-0,2	0,9	1,9
Aftagere	100	3,3	1,7	0,3	1,5	2,5

Anm.: Eksportvægtene angiver sammensætningen af industrieksporten i 2007. De viste lande aftager 84,1 pct. af Danmarks industrieksport. Væksten i EU-15, de nye EU-lande og euroområdet er sammenvejet med BNP-vægte, mens aftagere er sammenvejet med eksportvægte.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, OECD, *Economic Outlook*, European Commission, *Economic Forecasts Autumn 2008* og egne skøn, bl.a. baseret på oplysninger fra AIECE-institutter.

Bilagstabel I.2 Hovedposter på forsyningsbalancen

	Årets priser		Mængdestigning								
	2007	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Mia. kr.	Pct.									
Privat forbrug	827	1,5	1,0	4,7	3,8	4,4	2,4	0,8	1,1	0,6	-0,2
Offentligt forbrug	439	2,1	0,7	1,8	1,3	2,1	1,3	1,4	1,2	0,8	1,0
Offentlige investeringer	29	-6,5	-7,7	13,2	0,8	16,4	-10,0	2,0	0,5	1,9	2,0
Boliginvesteringer	117	0,8	11,9	11,8	17,6	11,2	4,8	-1,6	-8,5	-7,4	-1,6
Erhvervsinvesteringer	230	0,9	-3,0	0,0	-0,1	13,9	4,4	1,0	-4,1	-2,4	1,0
Lagerændringer	9	0,3	-0,5	0,6	0,2	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.652	1,7	0,2	4,3	3,4	5,3	1,9	0,9	-0,2	-0,2	0,3
Vareeksport	545	4,4	-2,0	4,2	5,7	4,8	-0,4	1,9	-0,7	1,4	2,5
heraf industri	366	5,8	-3,2	4,2	7,8	6,1	1,4	2,4	0,2	1,4	3,4
Tjenesteeksport	337	3,7	1,2	-0,2	12,7	17,3	6,7	3,9	1,0	0,9	3,5
Ekspport i alt	883	4,1	-1,0	2,8	8,0	9,1	2,2	2,7	-0,1	1,2	2,9
Samlet efterspørgsel	2.535	2,5	-0,2	3,8	4,9	6,6	2,0	1,5	-0,2	0,3	1,2
Vareimport	558	6,3	-2,2	8,8	9,3	11,9	2,2	3,4	0,1	1,6	1,7
heraf industriimport	446	6,9	-3,5	9,5	9,5	13,7	2,3	3,3	0,1	1,7	1,7
Tjenesteimport	288	10,2	-0,4	5,3	14,8	18,0	4,0	4,5	1,3	1,1	3,3
Import i alt	847	7,5	-1,6	7,7	11,1	13,9	2,8	3,7	0,5	1,5	2,2
Bruttonationalprodukt	1.688	0,5	0,4	2,3	2,4	3,3	1,6	0,4	-0,5	-0,3	0,7
Bruttoværditilvækst	1.427	0,3	0,4	1,5	1,5	3,0	1,7	0,4	-0,3	-0,3	0,7
heraf private byerhverv	872	0,6	0,9	1,9	3,0	5,4	3,1	0,9	-0,6	-0,9	0,9

Anm.: Mængdestigning i "Lagerændringer" angiver vækstbidraget til BNP.

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

Bilagstabel I.3 Hovedposter på forsyningsbalancen

	Bidrag til mængdestigning i BNP										
	2007	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Årets priser											
Mia. kr.											
						Pct.point					
Privat forbrug	827	0,7	0,5	2,2	1,8	2,1	1,2	0,4	0,5	0,3	-0,1
Offentligt forbrug	439	0,5	0,2	0,5	0,3	0,5	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3
Offentlige investeringer	29	-0,1	-0,1	0,2	0,0	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Boliginvesteringer	117	0,0	0,5	0,6	0,9	0,7	0,3	-0,1	-0,6	-0,5	-0,1
Erhvervsinvesteringer	230	0,1	-0,4	0,0	0,0	1,7	0,6	0,1	-0,6	-0,3	0,1
Lagerændringer	9	0,3	-0,5	0,6	0,2	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.652	1,6	0,2	4,0	3,3	5,0	1,9	0,9	-0,2	-0,2	0,3
Vareeksport	545	1,4	-0,6	1,3	1,7	1,5	-0,1	0,6	-0,3	0,5	0,8
heraf industri	366	1,2	-0,7	0,9	1,6	1,3	0,3	0,5	0,0	0,3	0,8
Tjenesteeksport	337	0,6	0,2	0,0	1,9	2,9	1,3	0,8	0,2	0,2	0,7
Eksport i alt	883	2,0	-0,5	1,3	3,6	4,5	1,1	1,4	0,0	0,7	1,6
Samlet efterspørgsel	2.535	3,5	-0,3	5,3	6,9	9,5	3,0	2,3	-0,2	0,4	1,8
Vareimport	558	-1,7	0,6	-2,4	-2,6	-3,5	-0,7	-1,1	0,0	-0,6	-0,6
heraf industriimport	446	-1,6	0,8	-2,1	-2,2	-3,3	-0,6	-0,9	0,0	-0,5	-0,4
Tjenesteimport	288	-1,3	0,1	-0,7	-1,9	-2,6	-0,7	-0,8	-0,2	-0,2	-0,6
Import i alt	847	-3,0	0,7	-3,0	-4,5	-6,1	-1,4	-1,9	-0,3	-0,8	-1,2
						Pct.					
Bruttonationalprodukt	1.688	0,5	0,4	2,3	2,4	3,3	1,6	0,4	-0,5	-0,3	0,7

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

Bilagstabel I.4 Løn- og restindkomst

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Mia. kr.									
Bruttoværditilvækst i alt	1.176	1.201	1.253	1.309	1.376	1.427	1.480	1.514	1.549	1.594
Lønsum	743	762	785	824	872	922	967	993	1.006	1.027
Nettorestindkomst	209	206	225	243	252	239	233	228	240	256
Afskrivninger	223	231	240	246	255	269	283	297	308	316
Anden produktionskat	1	1	2	-3	-2	-3	-3	-4	-5	-5
Bruttoværditilvækst, off. sektor	268	276	287	294	306	312	322	340	349	359
Lønsum	244	252	261	267	278	285	294	311	320	329
Afskrivninger	26	27	28	29	30	30	31	33	34	34
Anden produktionskat	-3	-3	-2	-2	-3	-3	-3	-4	-4	-4
Bruttoværditilvækst, privat sektor	908	925	966	1.015	1.071	1.115	1.158	1.174	1.200	1.235
Lønsum	499	510	524	556	594	638	673	681	686	698
Nettorestindkomst	209	206	225	243	252	239	233	228	240	256
Afskrivninger	197	204	212	216	225	238	252	265	275	282
Anden produktionskat	3	4	4	-1	0	0	0	0	-1	-1
	Pct.									
Lønkvote i alt	63,2	63,5	62,7	62,9	63,3	64,6	65,3	65,6	64,9	64,4
Lønkvote, privat sektor	54,9	55,1	54,3	54,8	55,4	57,2	58,1	58,0	57,2	56,5

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

Bilagstabel I.5 Indkomster, forbrug og opsparing i den private sektor

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	----- Mia. kr. -----									
Lønsum	743	762	785	824	872	922	967	993	1.006	1.027
Restindkomst mv.	433	439	467	485	505	505	513	522	543	567
Bruttoværditilvækst	1.176	1.201	1.253	1.309	1.376	1.427	1.480	1.514	1.549	1.594
+ Nettoerter	0	3	11	26	30	12	23	25	20	15
+ Overførsler m.m.	217	231	238	242	241	244	247	262	284	300
Bruttoindkomst	1.393	1.435	1.502	1.577	1.647	1.683	1.751	1.801	1.853	1.909
- Direkte skatter	399	411	442	490	496	499	500	486	520	537
- Andre skatter	19	20	20	20	20	21	21	22	23	24
- Anden produktionskat	1	1	2	-3	-2	-3	-3	-4	-5	-5
Disponibel bruttoindkomst	974	1.003	1.038	1.070	1.134	1.166	1.233	1.297	1.315	1.355
- Afskrivninger	223	231	240	246	255	269	283	297	308	316
Disponibel nettoindkomst	751	772	798	824	878	898	950	1.000	1.007	1.038
- Korr. for skat af pension mv.	28	27	19	17	50	51	70	70	52	49
Disponibel indkomst, jf. SMIEC (lang sigt)	723	745	779	807	828	846	880	931	955	989
Anvendt til privat forbrug	652	667	707	745	793	827	855	881	906	923
privat nettoopsparing	71	78	71	62	35	20	25	50	49	67

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

Bilagstabel I.6 Indkomster og forbrugskvoter

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	----- Nominal vækst i pct. -----									
Bruttoindkomst	3,0	3,0	4,6	5,3	4,4	2,2	4,0	2,9	2,9	3,1
Disponibel bruttoindkomst	4,3	3,0	3,5	3,1	6,0	2,9	5,7	5,2	1,4	3,0
Disponibel nettoindkomst	4,3	2,8	3,4	3,3	6,6	2,2	5,8	5,3	0,7	3,1
Disponibel indkomst, SMEC	4,1	3,0	4,5	3,7	2,6	2,2	3,9	5,8	2,6	3,6
	----- Pct. -----									
Forbrugskvote, SMEC's indkomstdefinition	90,2	89,5	90,8	92,3	95,7	97,7	97,2	94,6	94,9	93,3
Forbrugskvote, SMEC's indkomst- og forbrugsdef.	89,5	89,2	89,5	90,2	93,0	95,0	95,5	93,9	94,4	93,0

Anm.: Bruttoindkomsten indeholder løn- og restindkomst, transferinger samt renteindtægter. Fradrages direkte og andre skatter fremkommer den disponible bruttoindkomst, og trækkes yderligere de private afskrivninger fra, fremkommer disponibel nettoindkomst. Den (langsigtede) disponible indkomst ifølge SMEC fremkommer ved at se bort fra renteindtægter samt skatten af pensionsopsparing og renteindtægter. Forbrugskvoten med anvendelse af SMEC's forbrugsdefinition anvender et forbrugsbegreb, hvor bilkøbet er trukket ud af forbruget, og en beregnet bilydelse er inkluderet i stedet.

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

Bilagstabel I.7 Eksport og import opdelt på underkomponenter

	Mængdestigning											Prisstigning										
	Årets priser	2007	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011				
	Mia. kr.	Pct.										Pct.										
Eksport	883	2,8	8,0	9,1	2,2	2,7	-0,1	1,2	2,9	1,9	5,4	2,5	2,1	5,6	1,2	1,8	1,5					
Landbrug	117	1,9	2,9	4,6	-2,0	5,1	1,0	2,4	2,0	0,4	1,2	6,4	2,0	3,0	1,4	1,5	1,4					
Industri	366	4,2	7,8	6,1	1,4	2,4	0,2	1,4	3,4	-0,5	1,7	-0,5	2,7	4,3	2,0	1,8	1,3					
Energi	62	11,0	-2,1	-2,4	-6,8	-6,9	-8,2	-0,2	-1,8	9,7	40,9	24,8	-3,7	34,5	-5,1	4,2	3,4					
Søfart mv.	300	0,1	15,2	19,7	7,5	4,2	1,1	0,9	3,7	5,6	6,8	0,2	2,5	3,0	1,6	1,5	1,4					
Turisme	37	-1,7	-0,7	1,8	0,5	1,6	0,6	0,5	1,9	-0,4	1,9	1,4	2,4	2,7	1,6	1,9	1,6					
Import	847	7,7	11,1	13,9	2,8	3,7	0,5	1,5	2,2	0,7	3,3	2,7	3,3	4,9	1,1	1,3	1,4					
Landbrug	57	4,8	5,2	9,1	2,4	6,3	-0,1	2,1	2,3	-0,7	1,8	2,4	5,6	3,0	1,0	1,0	1,0					
Industri	446	9,5	9,5	13,7	2,3	3,3	0,1	1,7	1,7	-0,8	0,8	1,1	3,5	3,5	1,0	1,0	1,0					
Energi	55	7,6	12,9	0,6	1,1	0,8	0,2	0,7	1,2	11,5	35,0	22,2	-4,0	28,3	-1,1	2,2	3,8					
Søfart mv.	250	7,4	19,6	20,3	3,7	4,6	1,1	0,9	3,7	2,3	2,9	1,9	4,7	3,3	1,7	1,5	1,5					
Turisme	38	-3,1	-6,3	4,7	6,0	4,0	2,5	2,7	0,2	1,0	2,7	2,3	0,7	0,8	1,5	1,5	1,5					

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

Bilagstabel I.8 Lønkurrenceevne og forbrugerpriser

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	----- Pct. -----									
Stigning i timelønsomkostninger, udland	3,7	3,6	2,7	2,3	1,9	2,9	2,9	2,6	2,2	2,7
heraf Tyskland	2,4	2,7	0,6	0,6	1,7	1,3	2,5	3,1	2,4	2,7
USA	5,3	4,1	2,9	2,9	0,0	3,7	3,7	2,6	1,2	2,0
Storbritannien	4,4	6,1	4,0	4,3	4,0	3,7	2,8	2,7	2,8	3,2
Frankrig	3,1	2,5	2,2	3,0	2,8	2,9	2,8	2,6	2,5	2,8
Sverige	2,8	3,4	3,5	2,6	2,8	3,0	2,9	4,6	3,7	3,5
Japan	-0,9	1,0	0,8	-0,1	-0,9	-0,1	0,3	0,4	0,1	1,1
Italien	4,7	5,3	5,7	2,7	2,5	1,9	4,4	2,2	2,3	2,6
Norge	5,4	3,9	5,9	2,8	4,3	5,7	1,9	2,0	1,9	2,8
Belgien	3,9	1,8	2,9	2,5	2,5	3,7	3,8	3,1	2,8	3,1
Holland	5,5	3,8	1,9	3,1	0,7	3,2	3,6	3,7	4,0	3,7
Stigning i timelønsomkostninger, indland	4,0	4,2	3,1	2,7	3,1	3,9	4,5	4,2	3,8	3,1
Ændring i relativ lønudvikling	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-1,2	-1,1	-1,6	-1,6	-1,6	-0,4
Ændring i effektiv kronekurs	1,2	4,7	1,4	-0,4	0,1	1,8	1,6	-2,0	0,0	0,0
Ændring i lønkurrenceevne	-1,5	-5,3	-1,9	0,0	-1,2	-2,9	-3,2	0,4	-1,6	-0,4
Forbrugerpriser	1,7	1,3	1,3	1,5	1,9	1,8	2,7	1,9	2,2	2,0

Anm.: Ændringen i den relative lønudvikling er beregnet som lønstigningstakten i udlandet fratrukket lønstigningstakten i Danmark, mens ændringen i lønkurrenceevnen er beregnet som ændringen i den relative lønudvikling minus ændringen i den effektive kronekurs. En positiv ændring i den relative lønudvikling bidrager til en forbedring af konkurrenceevnen. En stigning i den effektive kronekurs bidrager til en forværring af konkurrenceevnen. Lønsomkostningerne omfatter både direkte og indirekte omkostninger og angiver stigningstakten for timelønsomkostningerne i industrien. Timelønsomkostningerne i udlandet er vejlet sammen med dobbeltvejede eksportvægte, der afspejler landenes betydning som konkurrenter for dansk industriekспорт. De danske lønstigninger i denne tabel bygger på DA's internationale lønstatistik og kan derfor historisk afvige fra lønstigninger anvendt andetsteds. Forbrugerpriserne er målt ved væksten i deflatoren for det private forbrug.

Kilde: Danmarks Statistik, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank, Bureau of Labor Statistics, *International Comparisons of Hourly Compensation Costs for Production Workers in Manufacturing*, EcoWin og egne beregninger.

Bilagstabel I.9 Den offentlige sektors indtægter og udgifter samt skattetryk

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	----- Mia. kr. -----									
Indirekte skatter	240	244	258	277	295	304	314	317	322	327
Direkte skatter	399	411	442	490	496	499	500	486	520	537
heraf personlige slutskatte	284	288	293	310	324	339	344	337	351	361
selskabsskat	39	41	46	61	71	61	58	47	51	54
pensionsafkastbeskatning	1	6	23	37	12	4	0	0	15	16
arbejdsmarkedsbidrag	61	62	65	68	72	76	79	81	83	85
Andre skatter	19	20	20	20	20	21	21	22	23	24
Indtægter i alt	659	674	721	788	811	824	835	825	864	887
Offentligt forbrug	360	371	389	403	423	439	460	484	499	515
Indkomstoverførsler	217	231	238	242	241	244	247	262	284	300
Offentlige investeringer	24	23	26	27	32	29	31	32	33	34
Nettorenteudgifter	22	18	10	6	1	-3	-11	-12	-12	-11
Øvrige udgifter, netto	31	33	30	33	33	40	55	49	51	52
Udgifter i alt	655	676	693	711	729	749	781	815	855	890
Nettoopsparing	3	-1	27	77	81	75	53	10	10	-3
	----- Pct. af BNP -----									
Nettoopsparing	0,2	-0,1	1,9	5,0	5,0	4,5	3,1	0,6	0,5	-0,2
Offentlig bruttogæld	48,3	45,8	43,8	36,4	30,6	26,1	22,2	21,2	20,2	19,8
Skattetryk, total	48,0	48,1	49,2	51,0	49,8	48,8	47,8	46,3	47,4	47,4
direkte skatter	29,1	29,3	30,2	31,7	30,4	29,6	28,6	27,2	28,5	28,7
indirekte skatter	17,5	17,4	17,6	18,0	18,1	18,0	18,0	17,8	17,6	17,4
andre skatter	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3

Anm.: Det er antaget, at ændringen i den offentlige bruttogæld i fremskrivningsperioden er lig den offentlige sektors saldo ekskl. de offentlige фонде.
 Kilde: Danmarks Statistik, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

