

KAPITEL I

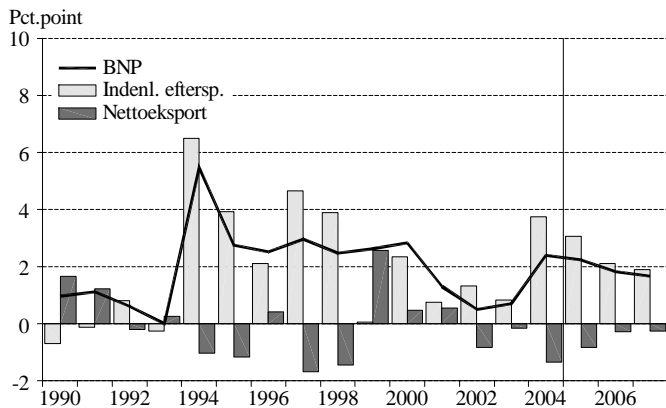
KONJUNKTURVURDERING

I.1 Indledning

**Opsvinget
fortsætter i år, men
aftager i 2006-07**

Opsvinget i dansk økonomi, der startede i slutningen af 2003, ventes at fortsætte i 2005. BNP-væksten skønnes at blive ca. 2¼ pct. i år, jf. figur I.1 og tabel I.1, hvilket er lidt mindre end sidste år, men større end i en normal konjunktursituation. Væksten er primært drevet af den indenlandske efterspørgsel, mens bidraget fra eksporten er mere moderat. Opsvingets styrke forventes at aftage over de næste par år, idet den kraftige stigning i den indenlandske efterspørgsel ikke skønnes at kunne opretholdes, og da eksportvæksten forventes at være stort set uændret. BNP-væksten vurderes på denne baggrund at blive ca. 1¾ pct. i 2006-07.

Figur I.1 Bidrag til BNP-vækst fra indenlandsk efterspørgsel og nettoeksport



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

Kapitlet er færdigredigeret den 17. maj 2005.

Tabel I.1 Hovedtal i konjunkturvurderingen

	Årets	Mængdestigning				
	priser					
	2004	2003	2004	2005	2006	2007
	Mia. kr.	-----	Pct.	-----		
Privat forbrug	695	0,9	4,3	3,8	2,4	2,2
Offentligt forbrug	386	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Offentlige investeringer	25	-0,3	6,6	2,5	2,0	2,0
Boliginvesteringer	73	11,2	10,8	7,9	3,1	2,0
Erhvervsinvesteringer	190	-0,8	2,9	5,0	3,2	2,7
Lagerændringer	4	-0,1	0,4	-0,2	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.373	0,9	3,9	3,1	2,1	1,9
Eksport i alt	629	-1,6	4,0	3,2	3,1	3,2
Vareeksport	449	-2,9	4,1	3,5	3,0	2,9
heraf industrivarer	301	-3,2	3,9	4,1	4,0	3,9
Tjenesteksport	180	2,2	3,7	2,2	3,4	3,9
Efterspørgsel i alt	2.002	0,1	3,9	3,2	2,5	2,3
Import i alt	555	-1,4	7,4	5,2	3,8	3,7
Vareimport	408	-2,4	7,4	4,8	4,0	3,7
Tjenesteimport	147	2,2	7,5	6,6	3,2	3,8
Bruttonationalprodukt	1.446	0,7	2,4	2,2	1,8	1,7
Nettoafgifter	210	0,0	5,5	4,7	2,2	2,0
Bruttoværditilvækst	1.236	0,8	1,9	1,8	1,8	1,6
heraf private byerhverv	705	0,2	2,1	2,8	2,4	2,1

Tabel I.1 fortsat

	2003	2004	2005	2006	2007
	----- Pct. -----				
Forbrugerpriser	1,8	1,1	1,7	1,6	1,4
Eksportpriser	0,3	1,7	2,0	-0,2	0,6
Importpriser	-1,9	1,6	1,8	0,0	0,4
Timelønomkostninger	4,2	3,0	3,6	3,7	3,6
Kontantpris på boliger	3,1	7,9	9,2	4,0	0,6
	----- Ændring i 1.000 pers. -----				
Arbejdsstyrke	5	8	2	0	-3
Privat beskæftigelse	-22	1	14	6	-3
Offentlig beskæftigelse	2	2	3	3	3
	----- 1.000 personer -----				
Ledighed	171	176	161	152	149
	----- Mia. kr. -----				
Betalingsbalance	46	36	27	23	22
Offentlig saldo	15	34	36	34	34
Offentlig bruttogæld	625	607	589	575	560
Udlandsgæld	178	166	141	120	100
	----- Pct. -----				
Realvækst i aftagerlande	1,4	2,9	2,5	2,6	2,5
Vækst i udlandets timelønomkostninger	2,8	2,4	2,5	2,8	3,2
Ændring i den effektive kronekurs	4,7	1,4	0,7	0,5	0,6
10-årig obligationsrente	4,3	4,3	4,1	4,7	5,0
Timeproduktivitet i private byerhverv	1,5	1,8	1,8	1,9	1,9

Anm.: Mængdestigning i "Lagerændringer" er målt i faste priser i forhold til 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. de offentlige fonde, og at ændringen i udlandsgælden er lig betalingsbalancen.

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

Ledigheden falder	Ledigheden er gradvist aftaget det sidste års tid og er nu ca. 20.000 personer lavere end ved årsskiftet 2003-04. Ledigheden ventes at fortsætte sit fald, således at den gennemsnitlige arbejdsløshed i 2005 bliver godt 160.000 personer. Ledigheden vurderes også at aftage i 2006, om end faldet efterhånden bliver mindre, idet opsvingets styrke aftager, og økonomien kommer tættere på kapacitetsgrænsen. Det gennemsnitlige ledighedsniveau for 2007 ventes at blive ca. 150.000 personer.
Usikkerhed i prognosen skyldes fortrinsvist verdensøkonomien	Konjunkturvurderingen indeholder en række usikkerhedsmomenter, der kan medføre, at den økonomiske udvikling afviger fra det forventede. Disse risikofaktorer er hovedsageligt forbundet med udviklingen i verdensøkonomien.
Globale ubalancer afspejler bl.a. problemer i USA...	En særlig risiko knytter sig til de globale ubalancer, der er opstået i kølvandet på det internationale opsving, og som tydeligst fremtræder i form af store underskud på den amerikanske betalingsbalance og det offentlige budget. Disse ubalancer skal ses i lyset af den ekspansive finans- og pengepolitik, der har været ført i USA de senere år, hvilket bl.a. har resulteret i en kraftig vækst i det private forbrug og i den private boligformue. Selvom den amerikanske centralbank trinvist har hævet den pengepolitiske rente, er de lange renter stadig historisk lave og huspriserne derfor meget høje.
... og svag vækst i Europa og Japan	Uden for USA har Kina fastholdt en lav valutakurs over for dollar. Denne valutakurspolitik har forværret den amerikanske handelsbalance, men samtidig har den kinesiske centralbanks opkøb af dollar bidraget til at finansiere det amerikanske betalingsbalanceunderskud. I Europa har væksten været meget svag, og Japan har stadig svært ved at vokse sig fri af det økonomiske tilbageslag, der efterhånden har varet i 15 år. Tyskland var ved indgangen til 2005 tæt på at være i recession, og væksten i år ventes at blive svag, selvom væksten overraskede positivt i første kvartal.
Risiko for pludselig opbremsning	En genopretning af de amerikanske ubalancer vil med stor sandsynlighed indebære lavere vækst i USA eller et fald i dollarens værdi. Hvorvidt dette vil ske gradvis eller mere abrupt, er imidlertid vanskeligt at vurdere. Et markant økonomisk tilbageslag i USA eller et hurtigt fald i dollarens

værdi vil uden tvivl påvirke den økonomiske udvikling i resten af verden negativt.

Andre usikkerheder i verdensøkonomien: Oliepris...

En anden usikkerhedsfaktor i den internationale økonomi er de høje oliepriser. Det antages, at olieprisen vil falde fra det nuværende niveau omkring 50 dollar pr. tønde til 42 dollar i 2006-07. De kraftige udsving i olieprisen det seneste års tid skaber imidlertid usikkerhed om den fremtidige prisudvikling. Et sammenfald af en højere oliepris og en markant opbremsning i den amerikanske økonomi er næppe sandsynligt, idet lavere vækst i USA alt andet lige vil reducere efterspørgslen efter olie og dermed påvirke prisen nedad.

... renteutvikling og huspriser

Usikkerhed knytter sig også til renteutviklingen. Det nuværende renteniveau er meget lavt, og økonomer har gennem det sidste år forudsagt, at renten ville stige. Dette er trods pengepolitiske stramninger i bl.a. USA ikke sket, og den lave rente har bidraget til at drive boligpriserne op i mange lande. De markante stigninger i huspriserne har været med til at drive det private forbrug, og denne vækstimpuls vil forsvinde, hvis renten stiger. Det er imidlertid vanskeligt at forudse, hvorvidt dette vil forårsage et egentligt kollaps på boligmarkedet i nogle lande.

Dansk økonomi påvirkes af den internationale udvikling

Dansk økonomi vurderes imidlertid at være inde i et robust opsving med faldende ledighed, pæn indenlandsk vækst og lav inflation. Prognosen for den danske konjunktursituation afhænger naturligvis af udviklingen i verdensøkonomien. Fører de internationale ubalancer til en pludselig og dramatisk justering af den amerikanske økonomi eller i valutakurserne, stiger renterne med uventet hast med alvorlige følger for aktivpriserne, eller stiger olieprisen betragteligt, reduceres den danske vækst i forhold til det i prognosen skønnede.

Risiko i indenlandsk økonomi forbundet med huspriser

Foruden de internationale forhold hersker der en vis usikkerhed om udviklingen i de danske huspriser. Falder huspriserne, f.eks. som følge af en markant rentestigning, påvirkes det private forbrug, og dermed den indenlandske efterspørgsel, negativt. Det er i denne sammenhæng af betydning, at boligmarkedet de senere år er blevet mere følsomt over for højere renter, idet de mange udestående variabelt forrentede lån indebærer større ydelser for et stort antal boligejere, hvis

renten stiger. Muligheden for variabelt forrentede lån med renteloft reducerer på den anden side følsomheden ved store rentestigninger.

Tæt på kapacitetsgrænsen

Den generelt positive udvikling i dansk økonomi de sidste 10 år har ført økonomien tæt på kapacitetsgrænsen. En markant højere vækst i den indenlandske produktion end skønnet i prognosen vil således kræve en større stigning i produktiviteten end antaget eller en mærkbar stigning i arbejdsstyrken. En fortsat lav rente og deraf stigende boligformuer, positive forbrugerforventninger eller lempelig finanspolitik er forhold, der kan lede til et større pres på den indenlandske efterspørgsel. Fravær af højere produktivitetsvækst eller stigende arbejdsstyrke kombineret med et større efterspørgselspres kan føre til højere lønstigninger, tiltagende inflation og en mærkbar forværring af betalingsbalancen.

Bl.a. vokser det private forbrug stærkt i 2005

I nærværende prognose skønnes det private forbrug at stige med knap 4 pct. i år på trods af en afdæmpet vækst i starten af 2005. Den kraftige forbrugsvækst skyldes både højere indkomster og en større forbrugskvote. Stigningen i forbrugskvoten skal bl.a. ses på baggrund af faldet i ledigheden og stigende huspriser. Kontantpriserne ventes at vokse knap 10 pct. i år, men skønnes i årene derefter kun at vokse lidt, bl.a. som følge af stigende renter, om end der, som nævnt, er væsentlige usikkerheder forbundet med vurderingen af kontantprisudviklingen. En del af den høje vækst i forbruget i år skyldes desuden en markant stigning sidste år, der medførte et højt forbrugsniveau ved indgangen til 2005. I takt med at opsvinget flader ud, ventes væksten i forbruget at aftage til ca. 2½ pct. i 2006. Opbremsningen i forbrugsvæksten skal også ses på baggrund af ophøret af den midlertidige suspension af den særlige pensionsordning (SP).

Men også investeringerne stiger pænt

De faste bruttoinvesteringer steg med godt 4½ pct. i 2004, og i år ventes en investeringsvækst på ca. 5½ pct. Mens det hovedsageligt var boliginvesteringerne og de offentlige investeringer, der lå bag stigningen sidste år, forventes det i højere grad at være de private erhvervsinvesteringer, der ligger bag væksten i investeringerne i år. De høje kontantpriser implicerer imidlertid, at også boliginvesteringerne

vokser pænt. I 2006-07 ventes de samlede investeringer at vokse med henholdsvis godt 3 og 2½ pct.

Afdæmpet vækst i eksporten i år

Den samlede eksport forventes at stige med ca. 3 pct. i år, hvilket er omkring 1 pct.point mindre end i 2004. Den beskudne eksportstigning skal primært ses i lyset af de lave vækstrater hos nogle af vore vigtigste udenlandske samhandelslande, herunder Tyskland. Hertil kommer en forringet konkurrenceevne hos de danske eksportvirksomheder bl.a. som følge af udviklingen i den effektive kronekurs, der er steget ca. 1½ pct. i løbet af det seneste år.

Mens importen stiger pænt

Kraftig vækst i den indenlandske efterspørgsel sidste år løftede importvæksten op på ca. 7½ pct., hvilket dog ikke er ualmindeligt højt i forhold til tidligere opsving. I 2005 ventes importvæksten at blive reduceret til ca. 5¼ pct. som følge af en lidt mindre stigning i den samlede efterspørgsel. Den moderate udvikling i eksporten og væksten i importen medfører, at overskuddet på betalingsbalancen reduceres til godt 25 mia. kr. i år mod ca. 35 mia. kr. i 2004. Betalingsbalanceoverskuddet ventes at blive godt 20 mia. kr. i 2006-07.

Stigende beskæftigelse, uændret arbejdsstyrke og aftagende ledighed

Ledigheden aftog jævnt gennem 2004, og i starten af i år synes ledighedsfaldet at være tiltaget en smule. I resten af 2005 og i 2006 ventes ledigheden fortsat at aftage, om end med gradvis mindre styrke. Idet bevægelserne i arbejdsstyrken vurderes at blive små de kommende år, er det primært en voksende beskæftigelse, der ligger bag faldet i ledigheden.

Fortsat lav inflation trods pæne lønstigninger

Trods de stigende oliepriser er inflationen i Danmark stadig lav, og forbrugerpriserne ventes kun at stige med ca. 1¾ pct. i år. Den relativt lave prisstigningstakt skyldes en meget lille stigning i importpriserne bl.a. som følge af antagelsen om et fald i olieprisen og en styrkelse af kronen. Lave stigninger i importpriserne i 2006-07 medfører, at inflationen fortsat skønnes at blive lav de næste par år, skønt lønningerne forventes at vokse med ca. 3½ pct.

Offentligt overskud på ca. 2 pct. af BNP

Sidste år var der et stort overskud på de offentlige finanser, hvilket bl.a. skyldes den positive konjunktursituation. De

kommende år skønnes den gunstige udvikling i konjunkturerne med faldende ledighed ligeledes at bevirke et stort overskud på den offentlige saldo, som således vil udgøre godt 2 pct. af BNP.

Ændringer i konjunkturvurderingen

Fremskrivningen er baseret på Det Økonomiske Råds makroøkonometriske model SMEC og de senest tilgængelige statistiske oplysninger. Nationalregnskabet foreligger frem til 4. kvartal 2004, mens flere indikatorer rækker ind i 2005. I forhold til prognosen i *Dansk Økonomi, efterår 2004* er væksten i 2005-07 stort set uændret, jf. tabel I.2.

Højere indenlandsk efterspørgsel og mindre eksport medfører uændret vækst i 2005-07

Skønt væksten i 2005 er omtrent den samme som i sidste prognose, er vækstbidragene fra de enkelte poster på forsyningsbalancen ændret. Således er vurderingen af udviklingen i den indenlandske efterspørgsel opjusteret lidt i år, hvorimod eksportvæksten er justeret ned. Også i 2006-07 er skønnet over væksten i den indenlandske efterspørgsel en smule højere end tidligere, mens eksportstigningerne er revideret lidt ned.

Kraftigere vækst i forbruget i 2005

Det er hovedsageligt det private forbrug, der ventes at stige mere i år end tidligere vurderet. Skønnet over den kvartalsvise udvikling i det private forbrug er ikke ændret væsentligt, men en ekstraordinær vækst i forbruget i 4. kvartal 2004 implicerer imidlertid et højt udgangsniveau for i år og bidrager således til en høj vækst i 2005 regnet på årsniveau.

Og større vækst i investeringerne

Ligesom det private forbrug er opjusteret, skønnes også investeringerne nu at stige lidt mere i 2005-07 end tidligere vurderet. Det er boliginvesteringerne såvel som erhvervsinvesteringerne, der er revideret op, mens de offentlige investeringer er stort set uændrede. For 2005 er lagerinvesteringerne nedjusteret, mens vækstbidraget i 2006-07 skønnes at være nul som i sidste prognose.

Table I.2 Skøn for dansk økonomi, efterår 2004 og forår 2005

	Efterår 2004				Forår 2005			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
	----- Mængdestigning i pct. -----							
Privat forbrug	3,4	2,8	2,1	2,1	4,3	3,8	2,4	2,2
Offentligt forbrug	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Offentlige investeringer	3,3	3,3	2,0	2,0	6,6	2,5	2,0	2,0
Boliginvesteringer	8,3	3,0	2,0	0,0	10,8	7,9	3,1	2,0
Erhvervsinvesteringer	2,6	4,1	2,5	2,2	2,9	5,0	3,2	2,7
Lagerændringer	0,2	0,2	0,0	0,0	0,4	-0,2	0,0	0,0
Inkl. efterspørgsel i alt	3,0	2,8	1,8	1,7	3,9	3,1	2,1	1,9
Vareeksport	4,5	3,7	3,7	3,7	4,1	3,5	3,0	2,9
Tjenesteeksport	7,8	3,5	3,4	3,3	3,7	2,2	3,4	3,9
Efterspørgsel i alt	3,8	3,0	2,4	2,3	3,9	3,2	2,5	2,3
Vareimport	7,6	5,1	4,1	3,9	7,4	4,8	4,0	3,7
Tjenesteimport	4,5	3,5	3,2	3,0	7,5	6,6	3,2	3,8
Bruttonationalprodukt	2,5	2,3	1,7	1,7	2,4	2,2	1,8	1,7
BVT i private byerhverv	2,5	2,7	1,9	1,9	2,1	2,8	2,4	2,1
	----- Ændring i 1.000 personer -----							
Arbejdsstyrke	18	2	-4	-6	8	2	0	-3
Privat beskæftigelse	4	12	1	-8	1	14	6	-3
Offentlig beskæftigelse	9	3	3	3	2	3	3	3
	----- 1.000 personer -----							
Ledighed	175	162	154	153	176	161	152	149
	----- Pct. -----							
Forbrugerpriser	1,1	2,1	1,7	1,7	1,1	1,7	1,6	1,4
Eksportpriser	2,5	1,6	0,9	0,9	1,7	2,0	-0,2	0,6
Importpriser	2,0	1,3	0,8	0,8	1,6	1,8	0,0	0,4
Timelønomkostninger	3,6	3,6	3,6	3,5	3,0	3,6	3,7	3,6
Realvækst i aftagerlande	2,6	2,3	2,2	2,2	2,9	2,5	2,6	2,5
Gns. rente, pct. p.a.	4,2	4,7	5,0	5,0	4,0	4,1	4,7	5,0
Timeprod. i priv. byerhv.	2,6	2,4	2,1	2,3	1,8	1,8	1,9	1,9
	----- Mia. kr. -----							
Betalingsbalance	44	48	54	59	36	27	23	22
Offentlig saldo	17	21	21	25	34	36	34	34

Anm.: "Lagerændringer" angiver vækstbidraget til BNP, dvs. lagerændringerne målt i forhold til BNP det foregående år. Forbrugerpriserne angiver væksten i deflatoren for det private forbrug.

Mindre eksportvækst og betalingsbalanceoverskud

Det lavere skøn over eksportvæksten i år skyldes primært et lavt udgangsniveau for 2005, idet den forventede vækst i udlandet reelt set er uændret.¹ I 2006-07 ventes en lidt lavere vækst i vareeksporten bl.a. som følge af et lavere skøn for udviklingen i eksporten af landbrugsvarer. Den højere vækst i den indenlandske efterspørgsel i 2005 medfører en større importvækst og følgelig et mindre overskud på betalingsbalancen, der endvidere nedjusteres som følge af et lavere niveau i 2004 end forventet tidligere. Også i 2006-07 er betalingsbalanceskønnet mærkbart lavere.

Uændret udvikling i ledigheden

Væksten i arbejdsstyrken er opjusteret i prognoseperioden hovedsageligt som følge af en revurdering af den underliggende strukturelle udvikling. Til gengæld blev niveauet for arbejdsstyrken i 2004 lavere end forventet, og kombinationen af højere vækst og lavere udgangsniveau medfører, at skønnet over niveauet for arbejdsstyrken i 2007 stort set er uændret. Også beskæftigelsen ventes nu at stige kraftigere, primært i 2006-07, hvilket dels skyldes en lidt større BVT-vækst i disse år, dels antagelsen om generelt mindre produktivitetstigning i 2005-07. Antagelsen om mindre vækst i produktiviteten er baseret på en revurdering af den langsigtede produktivitetvækst i dansk økonomi. Udviklingen i arbejdsstyrken og beskæftigelsen medfører et stort set uændret ledighedsniveau i 2005-07 i forhold til tidligere.

Lidt lavere inflation i 2005

Væksten i forbrugerpriserne i 2005 er nedjusteret ca. ½ pct.point siden sidste prognose på trods af, at lønstignings-takten er uændret, beskæftigelsestilgangen stort set er den samme, og skønt importpriserne nu vurderes at stige mere end tidligere. Forklaringen bag den lavere vækst i forbrugerpriserne skal derimod primært findes i det lave prisniveau ved udgangen af 2004 samt de meget små prisstigninger i starten af 2005. Den lidt lavere vækst i forbrugerpriserne i 2006-07 skal forklares med en mindre stigning i importpriserne som følge af en stærkere effektiv kronekurs og et forventet fald i olieprisen.

1) Det skal i denne sammenhæng bemærkes, at der i nærværende prognose indgår flere lande i målet for udlandsvæksten end tidligere, hvilket rent teknisk hæver den sammenvejede udlandsvækst med ca. 0,3 pct.point.

Rentestigningen kommer senere end tidligere vurderet

I de senere prognoser har en rentestigning frem mod sidste prognoseår været forventet. Renten har imidlertid holdt et lavt niveau og er generelt set ikke steget, nærmere tværtimod. Den lavere rente i 2005 og 2006 i forhold til tidligere skyldes således, at rentestigningen nu skønnes at indtræffe senere.

Højere offentlig saldo

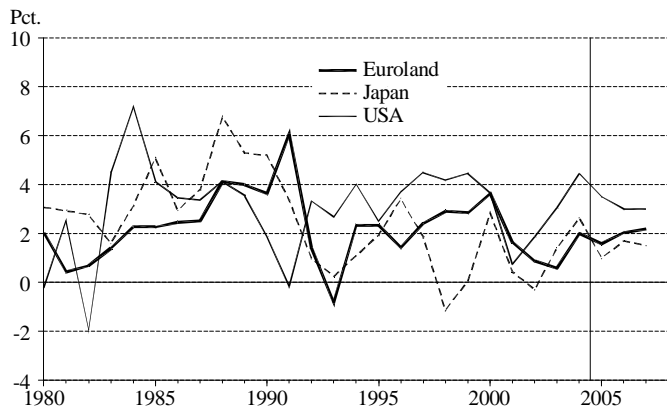
Overskuddet på de offentlige finanser blev i 2004 større end vurderet i sidste prognose. En del af det større overskud vurderes dog at være af midlertidig karakter.

I.2 International baggrund

Globalt opsving midlertidig svækket

Opsvinget i verdensøkonomien, der startede i midten af 2003, har været mest tydeligt i USA og Asien ekskl. Japan. Fremgangen har derimod manglet styrke i euroområdet og Japan, jf. figur I.2. Sidste efterår svækkedes det globale opsving, bl.a. på grund af olieprisstigningen og for især eurolandenes vedkommende dollarfaldet. Til trods herfor blev væksten i verdensøkonomien i 2004 den højeste siden 1976.

Figur I.2 Vækst i udvalgte områder



Kilde: Se bilagstabel I.1.

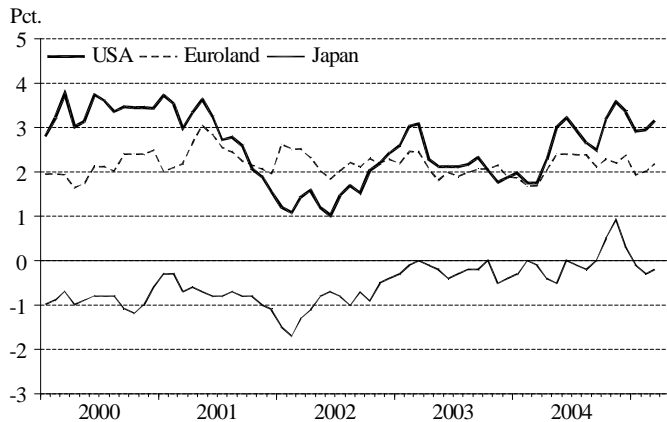
Vækstforskel i forhold til USA indsnævres

Fremgangen ventes at vende tilbage i 2005, og da den økonomiske udvikling i en række lande samtidig synes at være blevet mere robust (dvs. bredere funderet), er udsigterne forholdsvis gode. I eurolandene indebærer det BNP-vækst-rater i omegnen af 2 pct. (dog noget mindre i år som følge af det statistiske efterslæb fra sidste år), og i USA, hvor væksten i den igangværende konjunkturcykel har toppet, vil BNP i år vokse med omkring 3½ pct. – faldende til 3 pct. i de efterfølgende år. Størst usikkerhed knytter sig til udviklingen i EU og i særdeleshed i Tyskland.

Inflationsudsigter

Den øgede aktivitet har givet udslag i et vist inflationspres i USA, hvor inflationen målt ved stigningen i forbrugerpriserne i slutningen af 2004 steg til over 3 pct., jf. figur I.3. I Japan faldt forbrugerpriserne kun ganske lidt i 2004, og det ser ud til, at 2005 kan blive første år siden 1995 uden deflation. I euroområdet ventes inflationen i de kommende år at blive liggende omkring de 2 pct., som har været niveauet siden 2001.

Figur I.3 Inflation i USA, euroområdet og Japan



Anm.: Sidste observation er marts 2005.

Kilde: EcoWin.

**Pengepolitiske
stramminger på vej**

Tendensen i de pengepolitiske beslutninger er stramminger. Renteforhøjelser er allerede gennemført i de lande, som er længst henne i konjunkturcyklen, og andre lande ventes at følge efter, efterhånden som inflationære tegn også viser sig der.

**Ekspansiv
pengepolitik
i USA bringes
til ophør i år**

Federal Reserve har hævet den pengepolitiske rente otte gange siden juni sidste år. Udtalelser fra den amerikanske centralbank tyder på stigende bekymring for prisudviklingen, og større renteforhøjelser end de hidtidige afmålte 0,25 pct.point kan vise sig nødvendige for at dæmme op for de stigende priser. Renten er nu oppe på 3,0 pct., og implicitte forwardrenter peger på yderligere renteforhøjelser, der vil bringe renten op på knap 4 pct. i slutningen af i år. Det betyder, at den ekspansive effekt af pengepolitikken, der har understøttet aktiviteten siden 2001, vil blive bragt til ophør.

**Nye
renteforhøjelser
på vej i
Storbritannien**

Bank of England gik allerede i gang med at stramme pengepolitikken i slutningen af 2003, men har i de sidste otte måneder holdt renten uændret på 4,75 pct. Der er dog stigende forventninger i markedet om, at renteforhøjelser vil ske inden så længe. To medlemmer af den otte mand store Monetary Policy Committee stemte i april for en forhøjelse.

**Ingen
renteforhøjelse
i euroområdet
foreløbig**

ECB har holdt en historisk lav rente på 2 pct. siden juni 2003. Der er i markedet ikke en forventning om en snarlig renteforhøjelse, men den europæiske centralbank er i stigende grad opmærksom på forhold, der kan skabe et opadgående pres på priser og dermed udgøre en risiko for prisstabilitet på mellemlang sigt. Ifølge ECB har der været en betydelig vækst i M3 (et bredt mål for pengemængden) siden midten af 2004, som skyldes den stimulerende effekt af en lav rente. Dette har resulteret i mere likviditet, end der er behov for til at finansiere ikke-inflationær økonomisk vækst. De markante stigninger i huspriser i nogle dele af euroområdet udgør en anden fare, som kan true målsætningen om prisstabilitet.

Kvantitativ lempelse af pengepolitikken fortsætter i Japan

Bank of Japan overgik i 2001 til en kvantitativ lempelse af pengepolitikken, der indebærer, at centralbanken gennem markedsoperationer forsøger at udvide pengebasen. Denne politik vil fortsætte, indtil forbrugerpriserne vokser, og inflationsskønnene er positive.

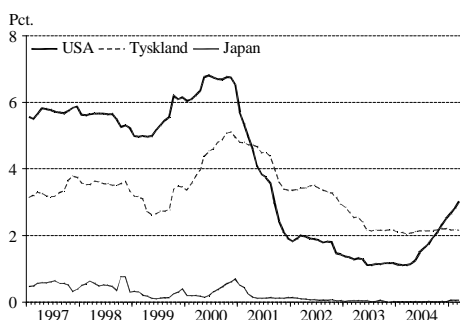
Lave lange renter vækker undren

De lange renter på statsobligationer, som normalt afspejler forventninger til fremtidige pengepolitiske ændringer, har især i USA til nogen undren fulgt en anden udvikling end de korte renter, jf. figur I.4a og I.4b. Blandt andet bidrog svækkelsen af det globale opsvings styrke sidste efterår til et betydeligt fald i de lange renter, som ellers var på vej op. De lave langsigtede renter er ikke et specielt amerikansk fænomen, og der er flere spekulationer om, hvad årsagen er, se boks I.1.

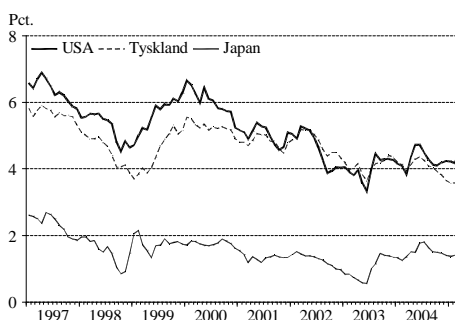
Lange renter ventes at stige

I prognosen antages renten på 10-årige tyske statsobligationer gradvist at stige fra det nuværende niveau på knap 3,5 pct. til 5,0 pct. i slutningen af 2007. Et lavere renteniveau er tænkeligt, hvis konjunkturudviklingen i euroområdet skuffer, og pengepolitiske beslutninger om renteforhøjelser udskydes. Profilen for den lange tyske rente bestemmer i prognosen de danske renter, idet der antages uændrede rentespænd.

Figur I.4a Korte renter



Figur I.4b Lange renter



Anm.: Den korte rente er 3-månedersrenten, mens den lange rente er den 10-årige statsobligationsrente. Den sidste observation er april 2005.

Kilde: EcoWin.

Siden sidste sommer er der sket et fald i renten på langsigtede statsobligationer i USA og andre lande. I USA er faldet på knap ½ pct.point, og i Tyskland er det knap 1 pct.point.

Det er svært at pege på ændringer i forventninger, risikopræmier eller strukturelle ændringer, der oplagt kan forklare udviklingen i de lange renter det seneste års tid. USA er inde i et opsving, og der er ikke tegn på, at inflationsforventningerne skulle være specielt afdæmpede, og i euroområdet har inflationen været ret stabil de seneste år. Flere strukturelle forhold kan have påvirket beslutninger om opsparing og investeringer og dermed påvirket ligevægtsrenten, herunder den demografiske udvikling, produktivitetsudviklingen og størrelsen af den offentlige gæld. Ændringer relateret hertil er imidlertid sket mere gradvist, og det forekommer ikke sandsynligt, at strukturelle ændringer kan forklare udviklingen det seneste års tid.

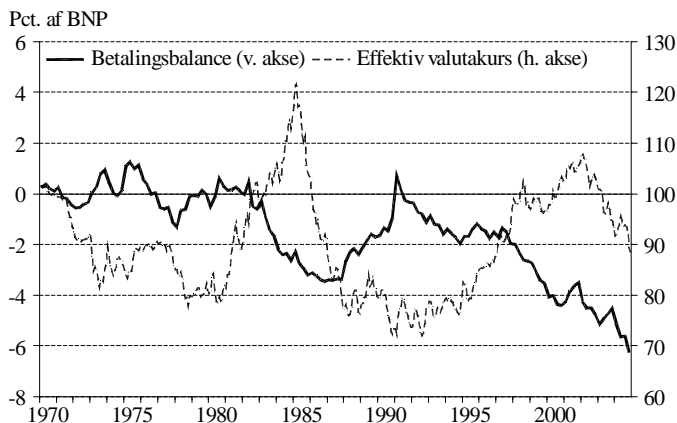
Manglen på oplagte forklaringer har fået den amerikanske centralbankdirektør Greenspan til at tale om et *conundrum*, en gåde. Udtalelsen vækker minder om dengang i 1996, da Greenspan forsøgte at tage toppen af aktiekurserne med bemærkningen om *irrational exuberance*, irrationel overstadighed, og hensigten kan også denne gang være at påvirke markedet. Normalt vil en lempelig pengepolitik, som den amerikanske centralbank har ført, føre til øget inflation i varepriser. I stedet ser det ud til, at pengene er blevet brugt til at købe boliger, aktier og obligationer, hvilket har påvirket boligpriser, aktiekurser og de lange renter. Hvis det er den lempelige pengepolitik, der har ført til en stor rigelighed af likviditet og dermed har ført til de lave renter, er fænomenet paradoksalt nok skabt af Federal Reserve selv. Se yderligere i Danske Bank: *Awash with cash 5: A solution to the bond yield conundrum*, April 2005.

Måske er der slet ikke grund til at undre sig så meget. I et historisk perspektiv er det måske nærmere de høje realrenter i 1980'erne og 1990'erne, der var usædvanlige. Flere nye empiriske analyser når frem til en neutral realrente (den rente, der er konsistent med stabil inflation og normal udnyttelse af produktionskapaciteten) på 2-3 pct. i både USA og euroområdet, se f.eks. oversigtsartikel af Bernhardsen: *The neutral real interest rate*, Staff Memo No. 2005/1, Norges Bank.

Opsving har skabt ubalancer

Opsvinget i verdensøkonomien har skabt nogle betydelige globale ubalancer, som først og fremmest er kommet til udtryk ved store underskud på den amerikanske betalingsbalance, jf. figur I.5. Ubalancerne vækker stigende bekymring, og der er generel enighed om, at der før eller siden skal ske en genopretning, som i værste fald vil føre til en alvorlig recession i USA med en afsmittende negativ virkning på resten af verden.

Figur I.5 USA's betalingsbalance og effektiv valutakurs



Kilde: EcoWin.

Baggrund: Overforbrug i USA, undervurderet kinesisk valuta og strukturelle problemer i EU og Japan

Der er flere forhold, der kan have bidraget til de stigende ubalancer. I hovedtræk knytter de sig til følgende formodninger: For det første har USA et overforbrug, der er blevet stimuleret af en ganske lempelig pengepolitik og finanspolitik. For det andet har Kina en undervurderet valuta ud fra et ønske om at få en eksportdrevet vækst. For det tredje ligger forbruget underdrejet i flere europæiske lande og Japan, bl.a. som følge af uløste strukturelle problemer og høj arbejdsløshed. Givet at alle de nævnte forhold spiller en rolle, er de globale ubalancer et fælles ansvar.

Yderligere fald i dollaren i vente

Dollaren har allerede tabt meget i værdi over for euro og yen, jf. figur I.6a og I.6b, men dollaren skal givetvis læn- gere ned, hvis en hård landing i verdensøkonomien skal undgås. I prognosen antages dollaren gradvist at falde til en kurs over for euro på 1,50 svarende til 4,96 kroner pr. dol- lar.

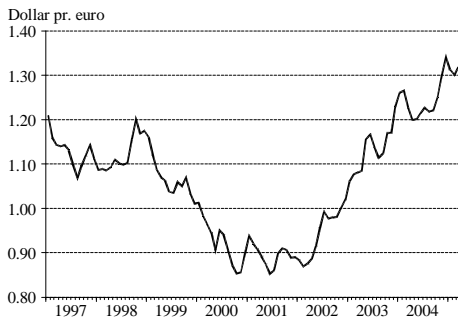
Andre risikofaktorer

Der er også andre forhold, der på kort sigt kan true udvik- lingen i verdensøkonomien. De to væsentligste risici i den henseende er en høj og svingende oliepris og eventuelle bobler på boligmarkederne. Hertil kommer mere landespe- cifikke forhold, eksempelvis overophedning i Kina, der kan føre til en større eller mindre afdæmpning af væksten i de pågældende lande.

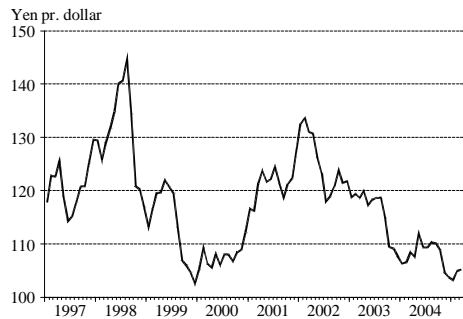
Rekordhøj pris på råolie

Prisen på råolie steg i marts til over 56 dollar pr. tønde. Det er det højeste niveau nogensinde. Den reale oliepris har dog historisk været noget højere, og den procentvise stigning i olieprisen siden sidste bund er relativt beskedent i forhold til tidligere olieprischok, jf. figur I.7a og I.7b.

Figur I.6a Dollar/euro-kursen



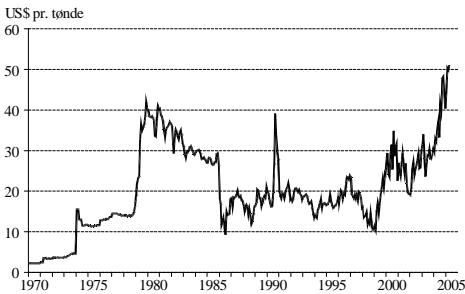
Figur I.6b Yen/dollar-kursen



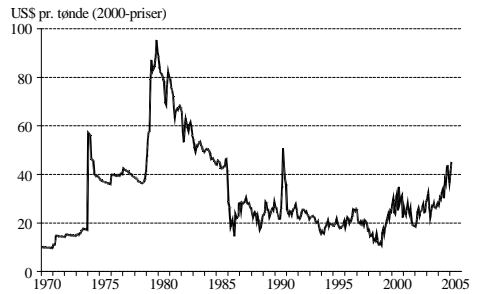
Anm.: Sidste observation er april 2005.

Kilde: EcoWin.

Figur I.7a Oliepris



Figur I.7b Real oliepris



Anm.: Figuren viser prisen på Brent-olie. Den reale oliepris viser olieprisen korrigeret for udviklingen i de amerikanske forbrugerpriser.

Kilde: EcoWin.

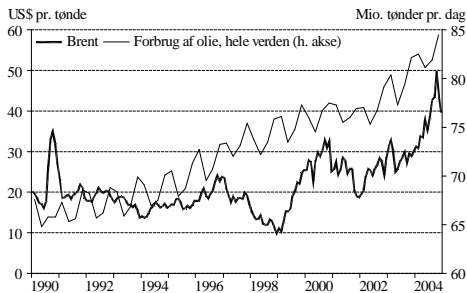
Vækst i Kina og USA er hovedforklaring

Den stigende oliepris skyldes en lang række forhold på både efterspørgselssiden og udbudssiden. Opsvinget i verdensøkonomien (især i Kina og Nordamerika) er dog en oplagt hovedforklaring, jf. figur I.8a og I.8b. Denne hypotese understøttes af en betydelig indsnævring af den overskydende produktionskapacitet i løbet af de seneste par år, jf. figur I.9a. Afdæmpningen af væksten i verdensøkonomien i anden halvdel af 2004 afspejledes også i en faldende oliepris, og den stigende oliepris i de første tre måneder af i år skal ses i sammenhæng med stigende efterspørgsel bl.a. som følge af en kold og langtrukket vinter på den nordlige halvkugle. Der er altså udsigt til, at olieprisen kan falde igen, når de sæsonbetingede efterspørgselseffekter forsvinder.

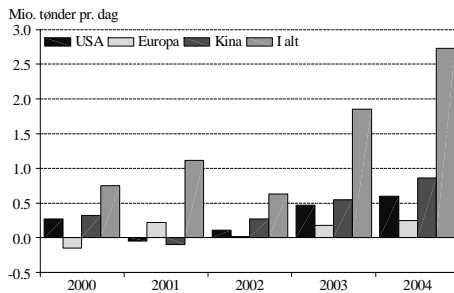
Opbygning af oliereserver

Et andet forhold, der peger i retning af et fald i olieprisen, er den opbygning af reserver, der har fundet sted det seneste år. Men givet den større aktivitet i verdensøkonomien vil olieprisen ikke falde tilbage til det niveau, der var gældende i perioden frem til slutningen af 2003. I øvrigt opgav OPEC i januar officielt det tidligere erklærede målinterval på 22-28 dollar pr. tønde.

Figur I.8a Oliepris og -forbrug

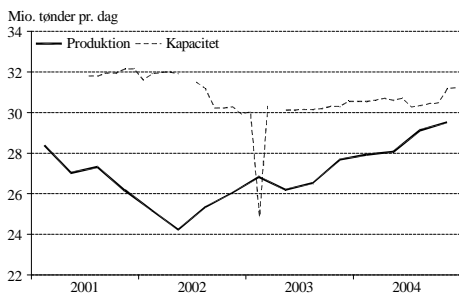


Figur I.8b Ændring i efterspørgsel

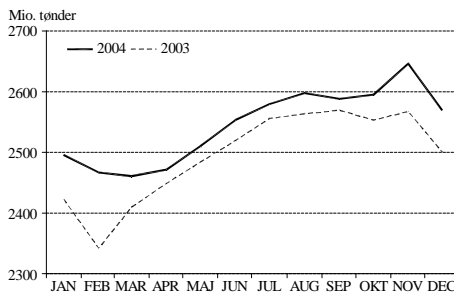


Kilde: EcoWin.

Figur I.9a OPEC's produktion og kapacitet



Figur I.9b Olielagre



Anm.: Kapaciteten er den produktion, som OPEC vil kunne nå i løbet af 30 dage og fastholde i 90 dage. Olielagre omfatter de industrielle lagre i OECD-landene.

Kilde: EcoWin.

Lille fald i olieprisen ventes

I nærværende prognose antages årsgennemsnittet for olieprisen at blive 46 dollar pr. tønde i 2005 og 42 dollar pr. tønde i 2006 og 2007. Denne antagelse bygger implicit på en vis udvidelse af produktionskapaciteten. Nogle analytikere forudser, at olieprisen kan blive liggende på et niveau over 50 dollar i en årrække, f.eks. Goldman Sachs, der mener, at olieprisen skal op omkring 100 dollar (svarende til toppen i 1980), før forbruget vil reagere negativt.

Potentielle bobler på boligmarkedet

Huspriserne er i en række lande angiveligt vokset mere, end hvad bl.a. den lave rente og finansielle innovationer kan forklare. Udviklingen kan hænge sammen med en overflod af likviditet som konsekvens af den meget lempelige pengepolitik gennem de seneste år, som bl.a. er blevet brugt på huse, jf. boks I.1. Det kan have ført til overvurderede huspriser, som vil kunne falde brat, hvis forventningerne til fortsatte stigninger på boligmarkedet brister. Dette kan f.eks. ske i forbindelse med stigende renter (eller normalisering af renteniveauet), der i sig selv vil afdæmpe eller fjerne det opadgående pres på huspriserne. Den økonomiske vækst har i disse lande i vidt omfang været drevet af stigende boligformuer, der har øget det private forbrug. Vender udviklingen på boligmarkedet, kan det private forbrug derfor gå i stå. Det skal bemærkes, at de største stigninger i huspriserne er sket i lande, hvor huslån er knyttet til den korte rente, f.eks. Storbritannien, Irland og Spanien, jf. tabel I.3. I Storbritannien, hvor renten er på vej op, er husprisstigningerne i de seneste måneder fladet ud uden et egentligt kollaps på boligmarkedet. Dette peger indtil videre i retning af, at der ikke er et spekulativt element i huspriserne der.

Forudsætninger for blød landing i verdensøkonomien

Til grund for nærværende prognose ligger en formodning om en blød landing for verdensøkonomien (et vist fald i olieprisen, fravær af overophedning i Kina, ingen bratte fald i boligpriser). Specielt antages de globale ubalancer ikke at ville føre til et alvorligt tilbageslag i verdensøkonomien inden for prognoseperioden. Forskellige scenarier for tilpasning diskuteres efter den følgende gennemgang af konjunktursituationen i de forskellige dele af verdensøkonomien.

USA: Højkonjunktur

USA oplever nu sædvanlige tegn på, at landet er et stykke fremme i opgangskonjunktoren. Kapacitetsudnyttelsen og beskæftigelsen er stigende, og forskellige inflationære tendenser har vist sig. Bl.a. har den underliggende inflation (der måler prisstigningstakten uden olie og fødevarer) været på vej op siden begyndelsen af 2004.

Tabel I.3 Udviklingen i huspriser

	4. kvartal		1997-2004	
	2004	2003	Årsgns.	I alt
	---- Pct. år-år ----		-- Pct. --	-- Pct. --
Sydafrika	29,6	23,4	16,7	195
Hong Kong	28,7	-1,1	-10,0	-52
Spanien	17,2	16,5	12,7	131
Frankrig	16,0	12,7	14,3	90
New Zealand	13,5	24,8	6,2	52
USA	11,2	8,2	7,4	65
Kina	10,8	5,1	•	•
Storbritannien	10,2	15,6	13,8	147
Sverige	9,8	6,1	8,4	76
Italien	9,7	10,6	7,4	65
Belgien	9,3	8,2	6,9	60
Irland	8,5	13,7	15,8	179
Danmark	7,3	3,4	6,0	50
Canada	6,2	6,9	5,0	41
Holland	2,8	3,4	8,3	75
Australien	2,7	18,9	11,4	113
Schweiz	2,3	2,4	1,5	11
Singapore	0,9	-2,0	•	•
Tyskland	-1,3	-1,7	0,0	0
Japan	-6,0	-5,7	-4,0	-25

Anm.: Tallene i de to første kolonner viser stigningen i huspriserne i forhold til samme kvartal året før. Denne udvikling afspejler ikke nødvendigvis den allerseneste udvikling. Således faldt huspriserne faktisk en smule i Storbritannien i fjerde kvartal sidste år.

Kilde: The Economist's house-price indices.

Pengepolitiske stramminger kommer for sent?

Federal Reserve har som nævnt reageret med pengepolitiske stramminger. Kritikere vil hævde, at renteforhøjelserne kommer for sent, da den lempelige pengepolitik har en del af skylden for det amerikanske overforbrug. Men for omkring halvandet år siden var deflation stadig et risikoscenario, som Federal Reserve tog alvorligt. Hvorom alting er, er fal-

det i de lange renter en kedelig kendsgerning for den amerikanske centralbank, da det helt eller delvist ophæver virkningen af, at den har sat de korte renter op.

Finanspolitiske stramminger?

Bush administrationen har annonceret, at den vil begynde at rette op på underskuddet på det offentlige budget. Målet er at halvere underskuddet på det føderale budget frem til 2009. Samtidig er det dog besluttet, at de seneste års skattelettelser skal være permanente.

Euroområdet: utilstrækkelig vækst

BNP-væksten i euroområdet i 2004 blev med 2,0 pct. den højeste i fire år. Men flere af eurolandene er fortsat præget af manglende optimisme, og væksten har også været utilstrækkelig til at skabe øget beskæftigelse. Der synes at være meget langt til at opfylde den politiske ambition i henhold til Lissabon-strategien om at øge den potentielle vækstrate til 3 pct. i løbet af dette årti.

Underdrejet forbrug

Den høje arbejdsløshed og usikkerhed i forbindelse med implementering af velfærdsreformer gør folk tilbageholdende med at forbruge, og mulighederne for at stimulere forbruget er begrænsede af i forvejen overbelastede offentlige budgetter. Godt nok åbner reformen af stabilitets- og vækstpacten for større underskud i nogle situationer, men finanspolitiske lempelser er virningsløse i det omfang, de opvejes af privat opsparing. Det synes i det mindste at være tilfældet i Tyskland, hvor skattelettelserne sidste år ikke har ført til øget privat forbrug. I boks I.2 findes en kort beskrivelse af ændringerne i stabilitets- og vækstpacten.

Opblødning af stabilitets- og vækstpacten kan svække finanspolitisk disciplin

ECB ser ingen grund til at lempe pengepolitikken for at stimulere den økonomiske aktivitet, og centralbanken har gentagne gange peget på strukturelle problemer som årsag til manglende vækst. ECB har ved flere lejligheder advaret mod en opblødning af bestemmelserne i stabilitets- og vækstpacten, som skulle være et værn mod højere renter. De vedtagne ændringer kan føre til en svækkelse af den finanspolitiske disciplin, der med tiden fører til højere renter, og ECB har udtrykt alvorlig bekymring over de vedtagne ændringer af stabilitets- og vækstpacten.

Reformen af stabilitets- og vækstpagten vedtaget af Det Europæiske Råd i marts 2005 indeholder på en række punkter en opblødning i forhold til de tidligere regler og procedurer.

Den mellemfristede målsætning om budgetsaldo “tæt på balance eller i overskud” er blevet opdelt, således at lande med høj gæld eller lav potentiel vækst skal sigte på balance eller overskud, mens lande med lav gæld eller høj potentiel vækst kan have underskud op til ca. 1 pct. af BNP. De tidligere “early warnings” er blevet erstattet af politikanbefalinger, som Kommissionen udsteder, hvis lande ikke tilpasser sig til den mellemfristede målsætning (en årlig forbedring af den strukturelle saldo på 0,5 pct. af BNP i perioder, hvor produktionen overstiger det normale niveau). Der kan tillades afvigelse fra eller langsommere tilpasning til den mellemfristede målsætning for lande, der gennemfører større strukturreformer.

3-pct.-kriteriet for underskud og 60-pct.-kriteriet for gæld er fastholdt, men samtidig nævnes nu eksplicit en række forhold, der skal tages i betragtning, inden proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store underskud sættes i gang. Undtagelse fra proceduren gives i tilfælde af et alvorligt økonomisk tilbageslag (negativ real BNP-vækst eller en længere periode med lav vækst i forhold til den potentielle). Andre faktorer, som er relevante for overskridelse af underskudskriteriet, skal indgå i Kommissionens vurdering og omfatter bl.a. hensyntagen til karakteren af offentlige udgifter, herunder støtte til forskning og udvikling, udgifter til fremme af international solidaritet og opnåelse af europæiske mål, herunder Europas samling, og nettoomkostninger i forbindelse med omlægning af offentligt skattefinansierede pensionsordninger til fondsbaseordninger. Tidsfristerne for at rette op på for store underskud gøres afhængige af grundene til overskridelserne, og fristerne kan forlænges, hvis et land har fulgt de leverede anbefalinger, men ikke har nået forbedring på saldoen på grund af uventet lav vækst.

Mange af ændringerne kan siges at være en formalisering eller præcisering af den nuværende praksis, og reformen kan vise sig at få gavnlige virkninger, hvis det øgede incitament til strukturreformer slår igennem. Omvendt er der en klar risiko for, at reformen svækker den finanspolitiske disciplin, og at selve processen med at rette op på underskud bliver mere politiseret og uigennemsigtig. Blandt andre ECB har udtrykt alvorlig bekymring over ændringen af stabilitets- og vækstpagten, selvom centralbanken anerkender, at ændringerne i den forebyggende del kan stemme overens med en mulig styrkelse af pagten. ECB har samtidig gjort det klart, at den vil leve op til sit mandat om at fastholde prisstabilitet. Dette kan på længere sigt kræve en højere realrente, hvis opblødningen af pagten fører til en varig svækkelse af den finanspolitiske disciplin.

Eksportdrevet forbrug

Et underdrejet forbrug betyder, at væksten i højere grad skal drives af eksport, men dollarfaldet har gjort det sværere for europæiske virksomheder at konkurrere. Af de store lande har kun Tyskland været i stand til at fastholde sine eksportmarkedsandele.

Asien: Skuffende udvikling i Japan

Et underdrejet forbrug er også problemet i Japan. Adskillige reformer og forsøg på at stimulere den økonomiske udvikling har ikke har været tilstrækkelige til at løfte Japan ud af den krise, som landet har befundet sig i siden begyndelsen af 1990'erne (i øvrigt efter at en boble på aktivmarkederne bristede). Flere gange har der været tegn på fremgang, men hver gang er udviklingen endt i et nyt tilbagefald. Udviklingen i 2004 skuffede også efter et meget lovende første kvartal, der trods alt betød, at væksten sidste år blev den højeste i otte år. En svagere eksport er en anden faktor af betydning. Kina er blevet Japans vigtigste handelspartner, og den gunstige udvikling, som eksporten har været inde i, har til dels været betinget af eksport af produkter til egne etableringer i Kina. Investeringerne i Kina er tilsyneladende gået lidt ned, hvilket påvirker eksporten.

Høj vækst i Kina og visse flaskehalse

Kina er en af verdens hurtigst voksende økonomier. Både i 2003 og 2004 steg BNP med omkring 9,5 pct., og væksten ser ud til at fortsætte i år. Myndighederne strammede allerede sidste efterår pengepolitikken for at undgå overophedning, og muligvis bliver myndighederne også nødt til at gribe ind i år og afkøle økonomien yderligere. Der er visse flaskehalse, som bl.a. er relateret til energiknaphed. Et andet potentielt problem er udeståendet af dårlige lån. Men da bankerne er statsejede, er der ikke stor fare for, at banker trækker andre private foretagender med sig ned under en bankkrise.

Mere fleksibel renminbi?

Kinas markedsøkonomiske reformer har på mange måder været en succes. Et udestående er at løsne den kinesiske valutas faste binding til dollaren. Den kinesiske regering har udtalt, at den ønsker at gøre renminbien mere fleksibel, men at det først vil ske, når landets finansielle system er modent til det. Kina er gået i gang med at liberalisere kapitalbevægelserne. På baggrund af stigningen i de officielle dollarreserver akkumuleret af People's Bank of China er det en

udbredt vurdering, at en konsekvens af fastkurspolitikken er en undervurderet renminbi. For Kina kan det være en bevidst politik, der skaber vækst gennem eksport.

Kina finansierer stor del af USA's betalingsbalanceunderskud

USA's handelsunderskud over for Kina er vokset betragteligt i de seneste år. Det skyldes ikke kun en billig renminbi, men også Kinas integration i verdensøkonomien (WTO-medlemskab). For amerikanerne indebærer Kinas akkumulation af dollar en vigtig kilde til finansiering af betalingsbalanceunderskuddet. Kinesernes villighed til fortsat at akkumulere dollar er afgørende for, at dollaren ikke er faldet mere.

Japan ophørt med dollarakkumulation

Bank of Japan har også (i en periode) bidraget til at finansiere det amerikanske betalingsbalanceunderskud og har i dag betydelige dollarreserver.² Der har været forlydender fremme om, at den japanske centralbank (og andre asiatiske centralbanker) ville sælge ud af deres beholdning af amerikanske statspapirer og dollarreserver for at sprede valutarsikoen. Officielt afvises et sådant tiltag dog, formentlig bl.a. ud fra hensynet til eksportudviklingen. En appreciering af yen er endvidere problematisk ud fra en målsætning om at komme ud af deflationen.

Yderligere gennemgang af konjunktursituationen i en række af Danmarks vigtige samhandelslande findes i afsnit I.4.

Scenarier for genopretning af globale ubalancer

Modelberegninger, der illustrerer tilpasning

I dette afsnit skitseres forskellige scenarier for genopretning af de globale ubalancer eller mere præcist scenarier for en forbedring af den amerikanske betalingsbalance. De kvantitative resultater, der vises i tabel I.4, er baseret på OECD's

- 2) I slutningen af marts lå centralbankerne i Japan, Kina og Sydkorea inde med henholdsvis 840 mia. dollar, 609 mia. dollar og 206 mia. dollar. Alene i første kvartal akkumulerede People's Bank of China 50 mia. dollar og vil sandsynligvis overtage Bank of Japans førsteplads senere på året. I øjeblikket finansierer den kinesiske centralbank omkring en fjerdedel af det amerikanske betalingsbalanceunderskud. Sidste år akkumulerede udenlandske centralbanker dollarreserver på 470-500 mia. dollar svarende til to-tredjedele af det amerikanske betalingsbalanceunderskud.

Interlink-model og AErådets Heimdal-model. Udgangspunktet for beregningerne i de enkelte scenarier er, at den amerikanske handelsbalance skal forbedres med ca. 2 pct. af BNP efter seks år i forhold til et grundforløb, som bygger på OECD's *Economic Outlook No. 76*. I modelberegningerne bliver renterne tilpasset, således at inflationen vender tilbage til stigningstakten i grundforløbet. Der er også taget højde for, at forbedringer af de offentlige finanser ikke slår fuldt igennem på betalingsbalancen, da disse i et eller andet omfang vil blive modsvaret af mindre privat opsparing.

Scenarier

Scenarierne er:

- A: Et fald i dollarens værdi over for alle OECD-valutaer (Interlink-beregning)
- B: Et fald i dollaren over for alle valutaer, dvs. også over for valutaer, der i dag er bundet til dollaren, bl.a. den kinesiske valuta (Interlink-beregning)
- C: En stramning af den amerikanske finanspolitik (Interlink-beregning)
- D: Svarende til (C) (Heimdal-beregning)

Ændrede valutakurser påvirker betalingsbalancen

Ændringer i valutakurser er den mest umiddelbare mekanisme til at påvirke handels- og betalingsbalancen. Falder et lands valuta i værdi, vil det for det pågældende land gøre import dyrere og gøre eksport fra landet billigere. Dette trækker i retning af mindre import og mere eksport og en forbedring af betalingsbalancen over tid. På kort sigt kan dyrere import dog føre til en forværring af betalingsbalancen.

Dollarfald over for frit flydende valutaer

En forbedring af den amerikanske handels- og betalingsbalance vil kunne ske, hvis dollaren falder (yderligere) i værdi.³ Umiddelbart vil dette kunne ske over for valutaer, der flyder frit i forhold til dollaren, bl.a. euroen. Et fald i dollaren vil f.eks. kunne opstå, hvis USA får svært ved at finansiere sit betalingsbalanceunderskud.

3) Siden begyndelsen af 2002 er den effektive dollarkurs faldet med 18 pct. En forbedring af den amerikanske betalingsbalance er indtil videre udeblevet.

Tabel I.4 Tilpasningsscenarier

	Afvigelse fra grundforløb efter seks år			
	A	B	C	D
USA				
Realt BNP-niveau, pct.	-0,5	-0,3	-4,5	-5,3
Prisniveau, pct.	7,6	5,1	1,5	-2,4
Betalingsbalance, pct. af BNP	1,4	1,3	2,6	3,3
Offentlig saldo, pct. af BNP	•	•	5,9	6,0
Euroområdet				
Realt BNP-niveau, pct.	-0,2	-0,1	-0,4	-0,8
Prisniveau, pct.	-1,2	-0,6	1,0	-1,1
Betalingsbalance, pct. af BNP	-1,5	-1,0	-1,5	-0,4
Japan				
Realt BNP-niveau, pct.	-2,1	-1,4	-2,0	-1,1
Prisniveau, pct.	-5,7	-1,7	-2,7	-1,4
Betalingsbalance, pct. af BNP	-2,0	-0,8	-1,3	-1,8
Danmark				
Realt BNP-niveau, pct.	•	•	•	-0,4
Prisniveau, pct.	•	•	•	-1,0
Betalingsbalance, pct. af BNP	•	•	•	-0,1
Ledighedsprocent, pct.point	•	•	•	0,2

A: Interlink-beregning: 30 pct. depreciering af dollar over for OECD-valutaer (svarende til en 22,5 pct. effektiv depreciering).

B: Interlink-beregning: 22,5 pct. depreciering af dollar over for alle valutaer.

C: Interlink-beregning: Amerikansk finanspolitisk stramning på 6 pct. af BNP (svarende til en stigning i direkte og indirekte skatter på henholdsvis 3 og 1,5 pct. af BNP, og besparelser på offentlige udgifter svarende til 1,5 pct. af BNP).

D: Heimdal-beregning: Svarende til C.

Anm.: De forskellige scenarier er designet således, at den amerikanske handelsbalance forbedres med 2 pct. af BNP. Effekten på betalingsbalancen, der inkluderer rentebetalinger til og fra udlandet, vil være en anden som følge af rentereaktioner i modelberegningerne.

Kilde: Brook mfl.: The Challenges of Narrowing the US Current-account Deficit and Implications for Other Economies, *OECD Economic Studies*, No. 38, 2004/1 og Heimdal-modelberegninger.

Binding af valutaer over for dollaren opgives

Dollaren vil også kunne falde i værdi, hvis lande, der i dag har bundet deres valuta til dollaren, opgiver denne binding, og disse valutaer vel at mærke er undervurderede. Det kan især tænkes at gælde den kinesiske valuta, men også andre valutaer følger i dag mere eller mindre dollaren.

Opskrivning af den kinesiske valuta vil mindske tilpasningsbyrden for euroen

Hvis dollarfaldet sker over for en større gruppe af valutaer, er et mindre fald over for de enkelte valutaer tilstrækkelig for at få samme effekt på den amerikanske betalingsbalance. Tilpasningsbyrden for eurolandene og Japan bliver derfor mindre i forhold til en situation, hvor Kina og andre lande opretholder en fast kurs over for dollaren, jf. scenarierne A og B i tabel I.4, hvor dollardepreciering sker over for henholdsvis OECD-valutaerne og alle valutaer. Kina har også et betalingsbalanceoverskud over for eurolandene – om end ikke i samme størrelsesorden som over for USA – så det kunne også tale for, at kinesisk valuta opskrives, eller at renminbien får lov til at flyde fri.

Valutakursændringer kan ikke løse balanceproblemer

Der skal et betragteligt dollarfald til for at få nedbragt underskuddet på den amerikanske betalingsbalance. Ifølge Interlink-modelberegningerne vil en effektiv depreciering af dollaren på 22,5 pct. føre til en forbedring af betalingsbalancen på 1,4 pct.point. Da udgangspunktet er et betalingsbalanceunderskud på mere end 5 pct., vil et dollarkursfald selv af denne størrelse kun løse en del af ubalancen. At virkningen ikke er større, hænger bl.a. sammen med, at der er en negativ afledt effekt på amerikansk eksport, som skyldes den kontraktive effekt, som valutakursændringer har for andre lande. Også virkningen af renteforhøjelser i USA (på i alt 3,0 pct.point), som antages at komme som følge af et opadgående pres på priserne, er med til at begrænse forbedringen af betalingsbalancen, idet rentebetalingerne til udlandet bliver større. De højere renter betyder i øvrigt, at aktiviteten i USA målt ved BNP-niveauet samlet set bliver en smule mindre end i grundforløbet. I euroområdet er konsekvenserne af et dollarfald noget mildere end i Japan. For det første påvirkes eurolandene mindre end Japan af udviklingen i USA og resten af Asien (i scenario A stiger den effektive valutakurs i Japan med 22 pct., mens den i euroområdet kun stiger med 11 pct.). For det andet kan renten sættes ned i euroområdet (i scenario A sænkes renten med

1,5 pct.point), mens Bank of Japans muligheder for at lempe pengepolitikken er yderst begrænsede.

Stramning af økonomisk politik kan mindske overforbrug

Underskuddet på den amerikanske betalingsbalance er et udtryk for, at amerikanerne har et opsparingsunderskud og må lade en del af deres forbrug (og investeringer) finansiere af udlandet. Dette skyldes både store underskud på de offentlige finanser og et højt privat forbrug, som kan tilskrives den meget lempelige økonomiske politik de seneste år. En stramning af finanspolitikken og pengepolitikken vil afdæmpe forbruget og importen og derigennem mindske underskuddet over for udlandet.⁴

Afmatning i USA påvirker resten af verden

Interlink-modelberegningerne illustrerer effekten af en stramning af finanspolitikken i USA på 6 pct. af BNP (scenario C i tabellen). I modsætning til scenarierne med valutakursændringer er de realøkonomiske konsekvenser noget større, men forbedringen af de offentlige finanser slår ikke fuldt igennem på betalingsbalancen, der forbedres med 2,6 pct. af BNP. Det skyldes bl.a. effekten af en lavere rente (som antages at følge af en strammere finanspolitik), der får det private opsparingsoverskud til at falde. Hertil kommer den negative feedback gennem den globale økonomi.

Danmark påvirkes mindre af finanspolitisk stramning i USA end eurolandene

Heimdal-beregninger viser, at Danmark påvirkes mindre af en finanspolitisk stramning i USA end andre eurolande (effekterne på aktiviteten i eurolandene er i samme størrelsesorden som Interlink-beregningerne). Det hænger sammen med, at dansk økonomi er mindre følsom over for ændringer i eksterne forhold end f.eks. tysk økonomi, og at lavere renter umiddelbart har en større modvirkende effekt, bl.a. via boligmarkedet, i Danmark end i eurolandene. Hertil kommer, at et mere fleksibelt arbejdsmarked i Danmark fører til en hurtigere tilpasning.

4) Modstykket til overforbrug i USA er et underdrejet forbrug i eurolandene og Japan. Kunne europæerne og japanerne få deres forbrug op, ville balanceproblemerne være mindre, men det ville ikke i sig selv være nok til for alvor at forbedre den amerikanske betalingsbalance, jf. Brook mfl.: The Challenges of Narrowing the US Current-account Deficit and Implications for Other Economies, *OECD Economic Studies*, No. 38, 2004/1.

I.3 Indenlandsk efterspørgsel

Fortsat høj vækst i den indenlandske efterspørgsel i år

Væksten i den indenlandske efterspørgsel forventes fortsat at være høj i 2005, om end lidt lavere end i 2004. Den indenlandske efterspørgsel er ligesom i 2004 primært drevet af det private forbrug, men også med et stort bidrag fra investeringerne. Bidraget fra investeringerne er lidt større i 2005 end i 2004, hvilket især skyldes en stigning i erhvervsinvesteringerne, jf. figur I.10 og tabel I.5. Frem mod 2006-07 ventes en mere moderat vækst på alle poster og en årlig stigning i den samlede indenlandske efterspørgsel på ca. 2 pct.

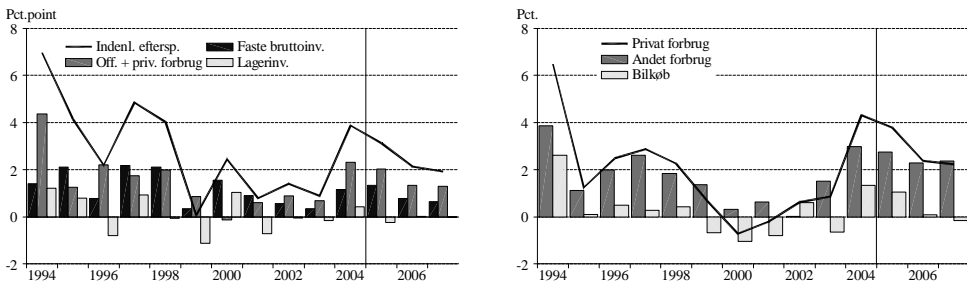
Privat forbrug var den primære kilde til vækst i 2004

Det private forbrug steg voldsomt igennem 2004 hjulpet på vej af en ekstra stigning i den disponible indkomst som følge af skattelettelserne og forårspakken, herunder suspensionen af bidraget til den særlige pensionsordning (SP).

Begrænset vækst i privat forbrug igennem året, men højt niveau

Forbrugertilliden er fortsat høj, men er dog faldet (sæson-korrigeret) i årets første fire måneder. Detailsalget faldt de første tre måneder af året ligeledes fra et meget højt udgangspunkt. Der er således tegn på en vis opbremsning i forbruget i begyndelsen af indeværende år. Som følge af stigningen igennem sidste år bliver væksten fra 2004 til 2005 alligevel knap 4 pct. Bilforbruget voksede kraftigt igennem sidste år og steg til at udgøre ca. 5 pct. af det samlede forbrug i 2004 (svarende til det historiske gennemsnit). Ligesom for det øvrige private forbrug ventes en forholdsvis beskeden vækst i bilkøbet igennem 2005. I februar og marts er antallet af nyregistrerede biler i husholdningerne endda faldet, men som følge af stigningen igennem sidste år forventes stigningen i år at blive godt 20 pct. Dermed forøges bilkøbets andel af det samlede forbrug til et højt niveau, hvorfor der ikke ventes yderligere stigninger i bilkøbet i 2006-07.

Figur I.10 Bidrag til vækst i indenlandsk efterspørgsel og privat forbrug



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

Tabel I.5 Indenlandsk efterspørgsel opdelt på underkomponenter

	Årets	Mængdestigning				
	priser					
	2004	2003	2004	2005	2006	2007
	Mia. kr.	Pct.				
Privat forbrug	695	0,9	4,3	3,8	2,4	2,2
Bilkøb	33	-14,8	35,0	21,3	1,4	-2,7
Andet forbrug	663	1,6	3,1	2,9	2,4	2,5
Offentligt forbrug	386	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Offentlige investeringer	25	-0,3	6,6	2,5	2,0	2,0
Boliginvesteringer	73	11,2	10,8	7,9	3,1	2,0
Erhvervsinvesteringer	190	-0,8	2,9	5,0	3,2	2,7
Maskiner	143	1,0	4,9	5,2	3,5	3,0
Bygninger	48	-7,7	-5,3	4,5	1,6	1,5
Lagerændringer	4	-0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.373	0,9	3,9	3,1	2,1	1,9

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

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

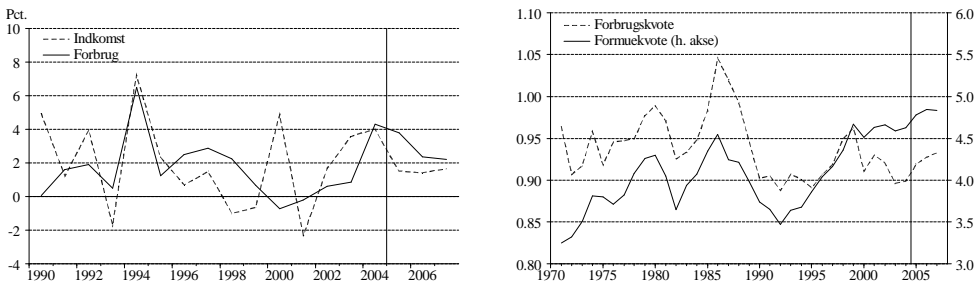
Effekten af genindførsel af SP

I nærværende prognose ophører den midlertidige suspension af SP, hvilket reducerer væksten i de disponible indkomster i 2006. Genindførslen af SP betyder, at husholdningernes (kortsigtede) disponible realindkomst ventes at stige godt $\frac{1}{2}$ pct.point mindre i 2006, end hvis suspenderingen af SP var fortsat. Det skønnes, at det private forbrug som følge af genindførslen af SP vil stige med ca. $\frac{1}{4}$ pct.point mindre i 2006. Der er imidlertid en række usikkerheder forbundet med vurderingen af effekten af genindførslen af SP. Effekten på det private forbrug afhænger bl.a. af, hvorvidt forbrugerne opfatter SP som en skat eller en opsparing. For forbrugere, der er kreditrationerede, virker genindførslen af SP som en skat, hvilket vil betyde, at de må sænke deres forbrug. De øvrige forbrugere kan vælge at reducere anden opsparing og dermed opretholde samme forbrug.

Forbrugskvot

Forbrugskvoten er siden 1999 faldet fra over 0,95 til 0,90 i 2004, mens formuekvoten har været omtrent konstant på et historisk set meget højt niveau, jf. figur I.11. Udviklingen i forbrugs- og formuekvoten indikerer således et skift i den historiske sammenhæng mellem de to kvoter. I de kommende år forventes fortsat en høj formuekvote (primært grundet fortsat stigende boligformue). Med den stabile økonomiske situation og faldende ledighed de kommende år forventes det, at forbrugskvoten igen vil stige, således at der sker en beskeden tilnærmelse mod den historiske sammenhæng mellem de to kvoter.

Figur I.11 Privat forbrug, indkomst og formue



Anm.: SMEC's langsigtede indkomstdefinition er anvendt, jf. bilagstabel I.7. Forbrugskvoten angiver det samlede forbrugs andel af disponibel indkomst. Formuekvoten angiver den forbrugsbestemmende private formue målt i forhold til disponibel indkomst.

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

Kontantprisens udvikling forklares i høj grad af fundamentale forhold

Huspriserne er vokset meget de seneste 10 år, og efter at væksten aftog i 2002-03, steg huspriserne igen markant med ca. 8 pct. sidste år. De historiske udsving i kontantpriserne kan i store træk forklares af udviklingen i de fundamentale størrelser, som har betydning for kontantprisen, herunder renten, de disponible indkomster og boligbestanden, jf. boks I.3 og figur I.12. De senere års kontantprisstigninger kan således begrundes med den lave rente, den økonomiske vækst og knapheden på nye byggegrunde. Desuden har innovationer på realkreditmarkedet og skattestoppets fastfrysning af de nominelle ejendomsskatter formentlig haft betydning for huspriserne, især i 2004. Når kontantprisudviklingen i de senere prognoser ofte er blevet fejlvurderet, skyldes en stor del af disse fejlskøn således forkerte forventninger til de forklarende faktorer, hovedsageligt renten.

Stor kontantprisstigning i år, og mindre stigninger i 2006-07

I 2005 ventes kontantpriserne at stige med knap 10 pct. Den kraftige vækst skyldes bl.a. det høje kontantprisniveau ved slutningen af 2004 og en markant vækst i starten af i år. Desuden antages renten at forblive lav i 2005, og indkomsterne skønnes at stige mærkbart. Husprisstigningerne ventes at blive moderate i 2006-07, efterhånden som renteniveauet stiger lidt, og opsvinget aftager i styrke.

Kontantprisen på enfamiliehuse er vokset ca. 125 pct. siden 1993, og det nuværende kontantprisniveau er historisk set højt. Men skønt kontantprisstigningerne synes ekstraordinære, kan en betragtelig del af de senere års prisstigninger forklares ved udviklingen i fundamentale størrelser. Således har renteniveauet været stærkt faldende, og den økonomiske vækst har generelt været høj siden midten af halvfemserne. Hertil kommer den større finansielle fleksibilitet som følge af innovationerne på realkreditmarkedet samt skattestoppet, der reducerer de reale ejendomsskatter. Endelig er et begrænset udbud af grunde i de større byer formentlig en væsentlig årsag til de stigende boligpriser.

Historisk har udviklingen i kontantprisen på kort sigt i høj grad været styret af omkostningerne ved at eje en bolig, der primært afhænger af realrenten efter skat og ejendomsskatterne. Andre forklarende faktorer er de disponible indkomster og den samlede boligbestand. På lang sigt har omkostningerne ved at bygge nye boliger afgørende betydning for kontantprisen, især i det tilfælde, hvor der ikke er knaphed på nye grunde. Er efterspørgslen efter boliger i høj grad geografisk koncentreret til eksempelvis større byer, hvor muligheden for at udbyde nye boliger er stærkt begrænset, får indkomsten også betydning for huspriserne på lang sigt.

Den estimerede ligning for kontantprisen i den makroøkonometriske model SMEC forsøger at forklare udviklingen i kontantprisen på baggrund af de ovenfor nævnte faktorer. SMEC-relationen er i stand til at forklare ca. 65 pct. af udviklingen i kontantprisen, og der er tegn på, at kontantprisstigningen de senere år i vid udstrækning kan forklares ud fra de fundamentale størrelser, herunder den aftagende rente og de stigende indkomster, jf. figur I.12.

Den markante stigning i kontantprisen i 2004 kan imidlertid kun delvist forklares af modellen, og foruden den lavere rente og højere indkomster skal kontantprisstigningen sidste år og den forventede stigning i år formentlig begrundes med andre midlertidige faktorer, som ikke er indeholdt i kontantprisrelationen i SMEC. Liberaliseringen af realkreditmarkederne som følge af introduktionen af afdragsfrie lån og variabelt forrentede lån med renteloft har sandsynligvis løftet efterspørgslen efter boliger og således kontantprisen. De nye låneformer medfører fleksibilitet på realkreditmarkederne, så det i højere grad lader sig gøre at fordele risiko og afkast i overensstemmelse med boligejernes præferencer. Afdragsfriheden giver endvidere mulighed for at afbetale dyrere banklån hurtigere, hvilket indebærer en indirekte omkostningsbesparelse. Og selvom man ved at låne afdragsfrit ikke direkte sparer omkostninger på lånet, modsat en situation hvor f.eks. renten falder, kan det ikke afvises, at en lavere månedlig ydelse øger prisen på boliger. Foruden innovationer på realkreditmarkederne kan forøget tiltro til

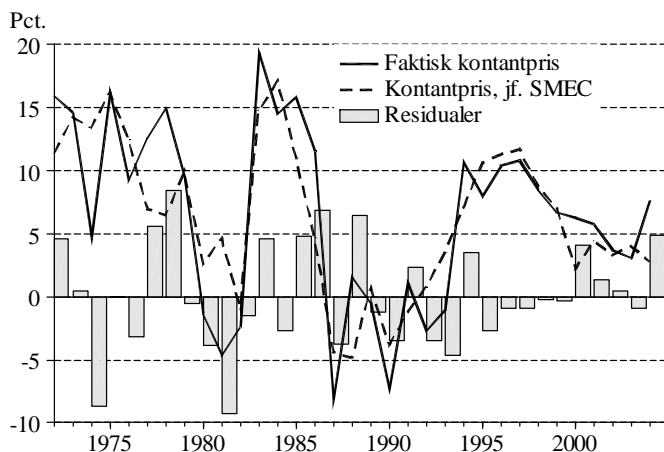
skattestoppet, som holder de fremtidige ejendomsskatter uændret i nominelle termer og dermed reducerer de reale ejendomsskatter, have bidraget til væksten i kontantprisen sidste år.

Udviklingen i kontantprisen de kommende år er forbundet med væsentlig usikkerhed. I nærværende prognose vurderes huspriserne at udvise aftagende, om end positive, vækstrater. Udsigten til pæn økonomisk vækst, men moderat stigende renter og bortfald af midlertidige effekter, ligger bag forventningen om denne udvikling. Det er muligt, at væksten i huspriserne fremover bliver højere end vurderet i prognosen som følge af udviklingen i de fundamentale størrelser. Hvis f.eks. den ventede rentestigning udebliver, eller den økonomiske vækst bliver større end forventet, vil husprisstigningerne påvirkes positivt i forhold til i prognosen. Innovationer på realkreditmarkederne kan endvidere bidrage til relativt høj vækst i kontantpriserne i fremtiden. Vokser kontantprisen imidlertid mere, end udviklingen i de fundamentale faktorer tilsiger, må der på et senere tidspunkt indtræffe en tilpasning i form af lavere vækstrater i huspriserne, eventuelt et direkte prisfald.

En rentestigning, der er større end forventet, kan også medføre, at huspriserne bliver lavere. Det er i denne sammenhæng relevant, at boligmarkedet er blevet mere følsomt over for højere renter, idet den store andel af variabelt forrentede lån indebærer større ydelser for mange boligejere, hvis renten stiger. For en husstand med gennemsnitlig indkomst medfører en rentestigning på 1 pct.point højere renteudgifter (før skat) i størrelsesordenen 4-5.000 kr. årligt, hvilket svarer til ca. 1,0 pct. af bruttoindkomsten, jf. *Finansiel Stabilitet 2005, Danmarks Nationalbank*. Rentefølsomheden hos husstande med nogenlunde samme indkomst varierer imidlertid. Betragtes de 10 pct. af husstandene med gennemsnitlig indkomst, der er mest følsomme over for højere renter, medfører en rentestigning på 1 pct.point en øget renteudgift på ca. 2½ pct. af indkomsten.

I stedet for at vurdere den højere rentes konsekvenser for den typiske boligejers økonomiske situation kan det være nødvendigt at vurdere, hvor hårdt førstegangskøbere rammes af den højere rente. Som mål for førstegangskøbere kan anvendes boligejere under 40 år, der udgør godt 1/3 af det samlede antal boligejere, jf. stikprøven i *Danmarks Nationalbank*. Hos denne gruppe vokser renteudgifterne gennemsnitligt ca. 1,1 pct. i forhold til indkomsten ved en stigning i renten på 1 pct.point. Til sammenligning indebærer en rentestigning på 1 pct.point, at renteudgifterne vokser med ca. 2¾ pct. af indkomsten hos de 10 pct. af boligejerne under 40 år, der bliver hårdest ramt af en rentestigning. Det tyder således på, at følsomheden hos boligejerne under 40 år mod forventning ikke er større end hos den typiske boligejer.

Figur I.12 Udviklingen i kontantprisen i vækstrater



Anm.: "Residualer" angiver forskellen mellem "faktisk kontantpris" og "kontantpris, jf. SMEC".

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

Usikkerhed knytter sig til udviklingen i kontantprisen

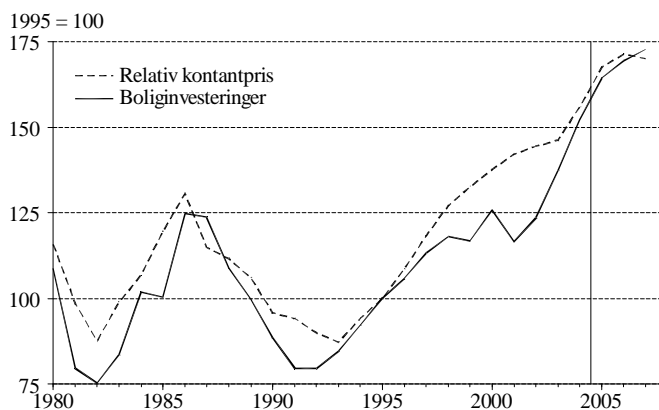
Der er dog stor usikkerhed om den forventede udvikling i kontantpriserne. En fortsat lav rente eller stærkere økonomisk vækst end forventet kan medføre større vækst i huspriserne end forudset. Stiger huspriserne imidlertid mere, end de fundamentale forhold tilsiger, må en tilpasning med lavere vækstrater – måske faldende huspriser – efterfølgende indtræffe. Lavere huspriser kan også forekomme, hvis renten stiger mere end antaget de kommende år. De variabelt forrentede låns stigende andel af realkreditlånene indebærer i denne sammenhæng, at boligmarkedet er blevet mere følsomt over for variationer i renten. Boligejere, der kombinerer lån med variabel forrentning med afdragsfrihed og endvidere har et relativt lille rådighedsbeløb, er specielt udsatte for risiko, idet en markant rentestigning med højere ydelser og lavere huspriser til følge kan resultere i, at nogle af disse boligejere må afhænde boligen med tab og uden opsparat friværdi. Afledte effekter på det private forbrug, den indenlandske efterspørgsel og ledigheden kan føre til, at huspriserne presses yderligere ned. Det skal dog tilføjes, at innovationerne på realkreditmarkedet har tilført øget fleksibilitet, hvilket kan reducere de kontraktive virkninger af en ren-

testigning, idet muligheden for at skifte til afdragsfrie lån er til stede.

Stigning i boliginvesteringer

Et højt niveau for den relative kontantpris gør det fordelagtigt at opføre nye boliger. De sidste to år er der for alvor kommet gang i boliginvesteringerne, der i 2004 steg med godt 10 pct., jf. figur I.13. Dermed har boliginvesteringerne indhentet det meste af det efterslæb, der har været i forhold til, hvad den stigende kontantpris har tilsagt af investeringer. Idet der også i 2005 forventes en betydelig stigning i den relative kontantpris, forventes ligeledes en betydelig stigning i boliginvesteringerne i år. Stormen i januar i år vil desuden medføre øgede investeringer som følge af de nødvendige reparationer. I år ventes derfor en vækst i boliginvesteringerne på knap 8 pct. aftagende til omtrent 2 pct. i 2007.

Figur I.13 Boliginvesteringer og kontantpris



Anm.: Den relative kontantpris er beregnet som forholdet mellem kontantprisen (prisen på eksisterende boliger) og byggeomkostningerne på nybyggede boliger.

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

Fortsat lav boligformuekvote

De forventede boliginvesteringer giver kun anledning til en beskeden stigning i boligbestanden set i forhold til den disponible realindkomst (boligformuekvoten) i de kommende

år, og boligformuekvoten er fortsat lav historisk set. Dermed vil der ikke blive noget nævneværdigt pres i nedadgående retning på kontantprisen fra udbudssiden.

Bygningsinvesteringskvoten bliver omtrent uændret

De samlede bygningsinvesteringer (ekskl. boliginvesteringer) faldt med knap 3 pct. sidste år, hvilket dækker over et lidt større fald i de private bygningsinvesteringer og en stigning på ca. 6½ pct. i de offentlige investeringer. I år forventes bygningsinvesteringerne at stige lidt i de private erhverv, bl.a. grundet reparationer som følge af stormen i januar. Bygningsinvesteringskvoten har været aftagende de senere år, og det ventes, at den stabiliseres i de kommende år, svarende til en vækst i bygningsinvesteringerne på ca. 2 pct., jf. figur I.14. Den gennemsnitlige levealder af bygninger og anlæg har været stigende historisk og er nu oppe på ca. 150 år ifølge nationalregnskabets tal. Dette vurderes som meget højt, hvorfor der ikke forventes yderligere stigninger. Dermed vil en stabilisering af investeringskvoten betyde en stort set konstant kapitalkvote.

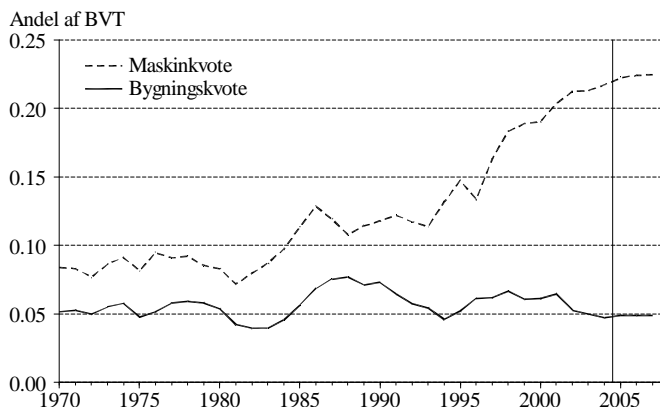
Fortsat stigende maskininvesteringskvote

Maskininvesteringerne steg markant igennem 2004, dog med aftagende vækst sidst på året. For at tilfredsstille den stigende efterspørgsel forventes der også i 2005 en betydelig vækst i maskininvesteringerne på ca. 5 pct. Maskininvesteringskvoten har udvist en stigende tendens siden 1980'erne, jf. figur I.14. De sidste 10 år har stigningen været endnu større, hvilket til dels kan forklares ved stadig større IT-investeringer og lav rente. Det forventes, at denne stigning vil mindskes på sigt bl.a. som følge af en lidt højere rente, således at væksten i de private maskininvesteringer i 2006-07 bliver ca. 3 pct. årligt.

Lagerinvesteringer

Lagerinvesteringerne ventes at være beskedne i de kommende år. Lagerinvesteringerne var høje i 2004, hvorfor en normalisering af investeringerne betyder, at vækstbidraget bliver ca. -0,2 pct. i år. Bidraget ventes at blive nul i 2006-07.

Figur I.14 Maskin- og bygningsinvesteringskvote i de private byerhverv



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

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

I.4 Udenrigshandel og betalingsbalance

Svækkelse af væksten sidste efterår i vigtige aftagerlande

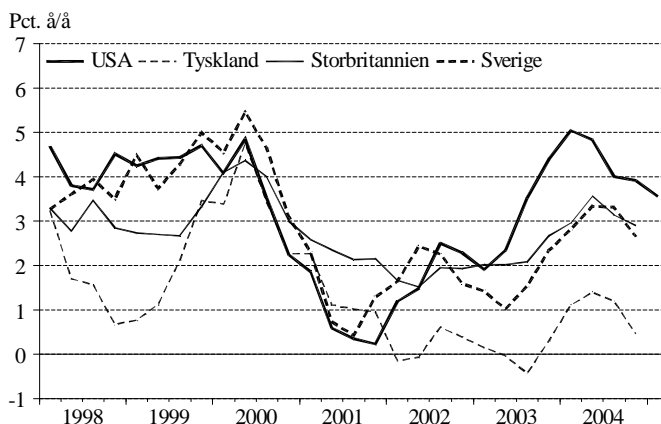
Som beskrevet i afsnit I.2 svækkedes det globale opsving sidste efterår. Udviklingen i Danmarks vigtigste aftagerlande er vist i figur I.15. Fremgangen ventes dog at vende tilbage i år, og væksten i Danmarks aftagerlande forventes i hvert af årene i prognosen at ligge omkring et niveau på 2½ pct. I bilagstabel I.1 og I.2 findes en oversigt over skøn for de enkelte lande, og nedenfor gives en kort beskrivelse af konjunktursituationen i Danmarks vigtigste aftagerlande.

Højkonjunktur i USA

Amerikansk økonomi har været i fremgang siden 2001, men først sidste år fik opsvinget en mere selvberende karakter, da investeringerne tog til, og beskæftigelsen endelig begyndte at stige. Industriproduktionen accelererede kraftigt i 2004, og tillidsindikatorer peger i retning af, at industrien fortsat vil udvide produktionen. Udsigterne for de kommende år synes derfor gode. BNP vil dog næppe vokse i helt samme høje tempo som i 2004, hvor væksten blev på 4,4 pct. (den højeste siden 1999). Det skyldes bl.a. en mindre

stimulans fra den økonomiske politik, en opbremsning i de stigende huspriser, en dæmpende virkning på aktiviteten af høj oliepris og endelig en stigende kapacitetsudnyttelse.

Figur I.15 Stigning i BNP i forhold til samme kvartal året før i Danmarks fire største aftagerlande



Kilde: EcoWin.

Kun svag vækst i euroområdet

Fremgangen i euroområdet siden midten af 2003 blev afbrudt i andet halvår af 2004. I fjerde kvartal oplevede både Tyskland og Italien negativ vækst. Takket være en bedre situation i Frankrig og Spanien blev BNP-væksten i 2004 i euroområdet trods alt på 2,0 pct. – den højeste i fire år. Blandt de mindre økonomier oplevede Finland og Irland stærk vækst, mens Holland, Portugal og Grækenland gik ind i 2005 i tilbagegang. Forværringen i euroområdet som helhed skyldes bl.a. en forringelse af de eksterne forhold som følge af euroens appreciering. Af de store lande har kun Tyskland været i stand til at fastholde sine eksportsmarkedsandele. Samtidig er købelysten hos husholdningerne i eurolandene meget begrænset. Tillidsindikatorerne tyder ikke på megen optimisme, og ledigheden vedbliver at ligge på et højt niveau.

Svag vækst i Tyskland

Tyskland gik tilsyneladende ind i 2005 på kanten af at være i recession, da væksten i både tredje og fjerde kvartal sidste år var negativ. Nationalregnskabstal for første kvartal i år

var dog overraskende gode, idet BNP voksede med 1 pct. De positive tal dækker dog formentlig over arbejdsdags-effekter samt et usædvanligt stort bidrag fra nettoeksporten. Forhåbninger om en bedring i tysk økonomi knyttet til større vækst i det private forbrug er således endnu ikke blevet indfriet. Tillidsindikatorer peger fortsat på pessimisme, og der er endnu ikke indtruffet store forbedringer på arbejdsmarkedet. Tyskland kommer næppe til at opleve stor vækst i år.

Det langvarige opsving i Storbritannien fortsætter

Siden midten af 2004 har huspriserne i flere områder i Storbritannien været faldende. Den eksplosive vækst i huspriserne, som siden 1997 er steget med 150 pct., synes dermed stoppet. De faldende huspriser skal bl.a. ses på baggrund af Bank of Englands renteforhøjelser på i alt 1,25 pct.point siden slutningen af 2003. Stagnationen i husprisstigningerne har tilsyneladende allerede haft en afdæmpende effekt på det private forbrug, der for hvert kvartal i 2004 er vokset mindre og mindre kraftigt. I samme periode er der imidlertid sket en styrkelse af investeringerne og eksporten. Dette har ført til en bedre balance i de efterspørgselskomponenter, der driver udviklingen i BNP. Faktisk steg BNP-væksten en smule i fjerde kvartal til 0,7 pct. fra 0,5 pct. i tredje kvartal. Det betyder i øvrigt, at Storbritannien nu er oppe på 50 på hinanden følgende kvartaler med positiv vækst! Det skal understreges, at forbrugerne fortsat er ret optimistiske med hensyn til den økonomiske udvikling, og der er ikke noget, der tyder på et egentligt kollaps på boligmarkedet.

Gode udsigter for Sverige

Opsvinget i svensk økonomi startede i midten af 2003, og sidste år nåede Sverige op på en BNP-vækst på 3,5 pct. Eksporten har – i modsætning til i de fleste andre industrialiserede lande – givet et betydeligt vækstbidrag (i det mindste i første halvår af 2004) trods en appreciering af den effektive kronekurs, som bl.a. kan tilskrives dollarens fald. Det er forventningen, at en acceleration i den indenlandske efterspørgsel kan modvirke et faldende bidrag fra nettoeksporten. Denne formodning understøttes af en stigende tendens i forbrugertilliden. Også virksomhederne er optimistiske, og en stigende kapacitetsudnyttelse har allerede ført til ret kraftige stigninger i de faste investeringer. Den indenlandske efterspørgsel understøttes af en lav rente. Udsigter-

ne for de kommende år synes på baggrund af den gunstige konjunktursituation at være ret gode.

Høj vækst i Norge

Norsk økonomi har oplevet stærk fremgang i halvandet år nu, og sidste år steg BNP med 2,9 pct. – den højeste vækst siden 1997. Opsvinget er først og fremmest drevet af den indenlandske efterspørgsel. Især husholdningernes forbrug og boliginvesteringerne er vokset, efter at pengepolitikken blev lagt om i slutningen 2002 med en række rentesænkninger. Investeringerne på fastlandet er også taget til, og det er ikke længere kun olieinvesteringer, som giver et vigtigt bidrag til væksten. Norsk økonomi nyder i øvrigt godt af den høje oliepris, og bytteforholdsforbedringen over for udlandet bidrager til pæne stigninger i realindkomsterne.

Moderat vækst i eksporten

Den samlede danske eksport voksede moderat i 2004, idet både eksport af varer og tjenester steg med ca. 4 pct., jf. tabel I.6. Den årlige vækst i vareeksporten ventes at falde fra ca. 3½ pct. i 2005 til ca. 3 pct. i 2006-07, mens eksporten af tjenester skønnes at stige beskedent i 2005 og med 3½-4 pct. i 2006-07.

Tabel I.6 Udviklingen i eksport og import

	Årets priser	Mængdestigning					Pristigning			
	2004	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	
	Mia. kr.	Pct.			Pct.			Pct.		
Vareeksport	449	4,1	3,5	3,0	2,9	1,6	2,8	-0,7	0,1	
- heraf industri	301	3,9	4,1	4,0	3,9	0,3	1,3	0,8	1,1	
Tjenesteeksport	180	3,7	2,2	3,4	3,9	2,2	-0,1	1,1	1,7	
Eksport i alt	629	4,0	3,2	3,1	3,2	1,7	2,0	-0,2	0,6	
Vareimport	408	7,4	4,8	4,0	3,7	1,5	2,0	-0,4	-0,0	
- heraf industri	195	9,3	3,8	4,5	3,9	-0,3	1,2	0,5	0,7	
Tjenesteimport	147	7,5	6,6	3,2	3,8	1,9	0,9	1,1	1,5	
Import i alt	555	7,4	5,2	3,8	3,7	1,6	1,8	-0,0	0,4	

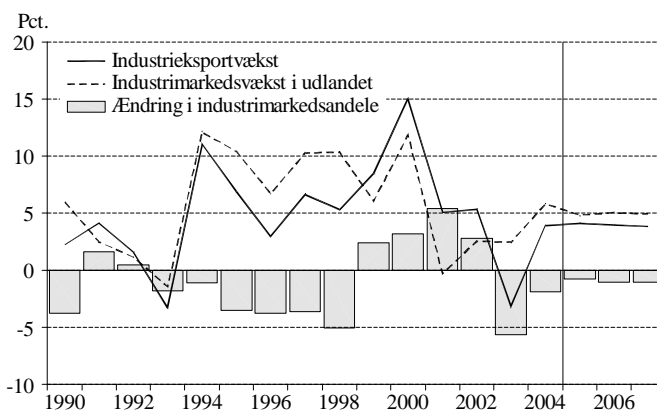
Anm.: Industriimporten angiver import af maskiner og transportmidler samt bearbejdede varer.

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

Også industrieksporten stiger relativt lidt

Udviklingen i vareeksporten var hovedsageligt drevet af industrieksporten, der steg med ca. 4 pct. sidste år, hvorimod landbrugseksporten kun voksede med godt 1 pct. Væksten i industrieksporten må betragtes som beskeden, når de pæne vækstrater i mange af Danmarks vigtigste aftagerlande tages i betragtning, jf. figur I.16. Specielt det sidste halvår af 2004 skuffede industrieksporten. Mens eksport af industrivarer til Storbritannien og Sverige steg markant sidste år, var det meget lave eksportstigninger til bl.a. USA, Norge og Tyskland, der bidrog til at trække industrieksportvæksten ned. I 2005-07 ventes eksporten af industrivarer ligeledes at stige med ca. 4 pct., idet væksten i Danmarks aftagerlande skønnes at blive lidt lavere end i 2004, mens forværringen af den danske lønkonkurrenceevne forventes at blive reduceret.

Figur I.16 Industrieksport, udlandsvækst og industrimarkedsandele



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

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

Tab af markedsandele ...

Den relativt lave stigning i industrieksporten sidste år indbar et tab af markedsandele på de internationale markeder, om end faldet i markedsandelene var noget mindre end i

2003. I 2005-07 forventes dansk industri kun i et lille omfang at miste markedsandele i udlandet, og som sidste år er det primært udviklingen i lønkonkurrenceevnen, der skønnes at forårsage tabet af markedsandele.

... der primært skyldes udviklingen i lønkonkurrenceevnen

Siden 2000 er lønkonkurrenceevnen i alt forringet med ca. 15 pct. Sidste år forværredes lønkonkurrenceevnen med godt 2 pct., og i 2005 ventes konkurrenceevnen ligeledes at falde, om end forværringen reduceres lidt i forhold til 2004, jf. tabel I.7 og figur I.17. Den svagere lønkonkurrenceevne i 2004-05 kan stort set ligeligt tilskrives en stigning i den effektive kronekurs samt højere danske lønstigninger i forhold til de udenlandske. I 2006-07 skønnes lønkonkurrenceevnen fortsat at blive lidt forringet.

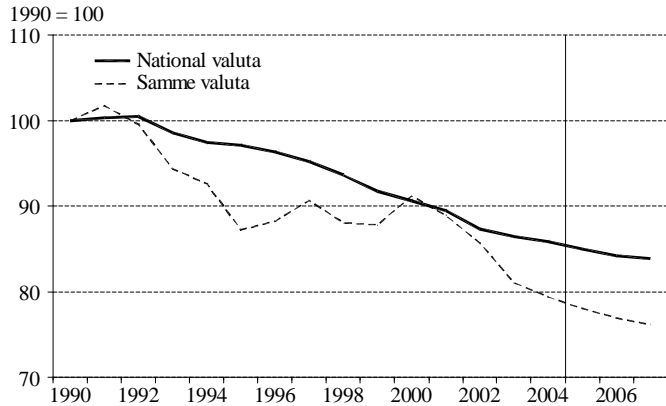
Tabel I.7 Lønkonkurrenceevne

	2003	2004	2005	2006	2007
	----- Pct. -----				
Stigning i timelønomkostninger					
udland	2,8	2,4	2,5	2,8	3,2
indland	3,8	3,1	3,6	3,7	3,6
Ændring i relativ løn	-1,0	-0,7	-1,0	-1,0	-0,4
Ændring i effektiv kronekurs	4,7	1,4	0,7	0,5	0,6
Ændring i lønkonkurrenceevne	-5,7	-2,1	-1,8	-1,5	-1,0

Anm.: Ændringen i den relative løn er lig lønstigningen i udlandet minus lønstigningen i Danmark. En positiv ændring i kronekursen indikerer en stigning i kronens værdi og bidrager til en forværring af konkurrenceevnen. Ændringen i lønkonkurrenceevnen er lig ændringen i den relative løn minus ændringen i den effektive kronekurs. Et negativt tal indebærer en forværring af konkurrenceevnen. Lønomkostningerne omfatter både direkte og indirekte omkostninger. De danske lønstigninger i denne tabel (og figur I.17) bygger på Dansk Arbejdsgiverforenings internationale lønstatistik og kan derfor historisk afvige lidt fra lønstigninger anvendt andetsteds.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening, *International lønstatistik*, Bureau of Labor Statistics, *International Comparisons of Hourly Compensation Costs for Production Workers in Manufacturing*, EcoWin og egne beregninger.

Figur I.17 Lønkonkurrenceevnen – udlandets lønomkostninger i forhold til danske



Anm.: Et fald i indekset indikerer en forværring af industriens lønkonkurrenceevne. Den stiplede linje tager højde for, at valutakursændringer også påvirker lønkonkurrenceevnen.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening, *International lønstatistik*, Bureau of Labor Statistics, *International Comparisons of Hourly Compensation Cost for Production Workers in Manufacturing*, EcoWin og egne beregninger.

Fortsat høje danske lønstigninger

De danske timelønomkostninger forventes at stige ca. 3½ pct. 2005-07, hvilket er lidt mere end sidste år, hvor lønningerne steg med godt 3 pct.⁵ Lønstigninger på omkring 3½ pct. er lidt mindre end tidligere års danske lønstigninger, men mere end de udenlandske, der skønnes at vokse med ca. 2½ pct. i 2005. Frem mod 2007 ventes stigningstakten i de udenlandske timelønomkostninger at tage til, dog uden at blive så høje som de danske.

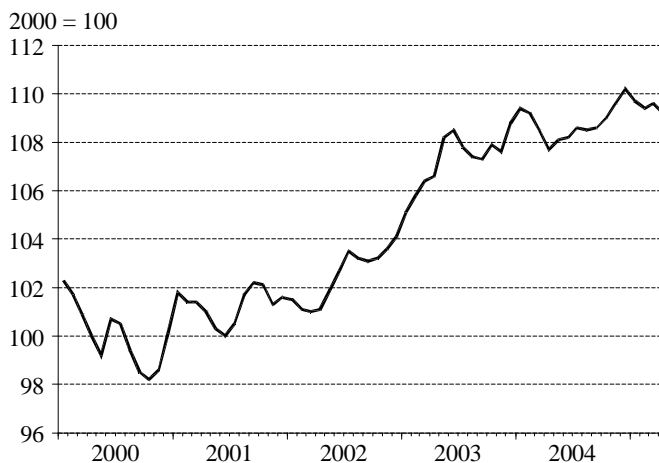
Og en stigende kronkurs

Den effektive kronkurs voksede med ca. 1½ pct. i 2004 i forhold til 2003. Stigningen i den effektive kronkurs de seneste år, jf. figur I.18, afspejler i høj grad faldet i dollarkursen. Dollardeprecieringen sidste år er formentlig en afgørende årsag til, at den danske vareeksport til USA stort set var uændret i 2004 trods den høje amerikanske vækst.

5) De danske lønstigninger, som kommenteres her, bygger på Dansk Arbejdsgiverforenings internationale lønstatistik og kan derfor historisk afvige fra lønstigninger anvendt andetsteds.

Som en følge af ubalancerne i den amerikanske økonomi antages dollaren at fortsætte sit fald i 2005-07. Faldet i dollaren bidrager via en stigning i den effektive kronekurs på ca. 2 pct. således til den fortsatte forværring af den danske konkurrenceevne i prognoseperioden.

Figur 1.18 Effektiv kronekurs



Anm.: Sidste observation er april 2005.

Kilde: EcoWin.

Tjenesteeksporten stiger lidt

En stigning i tjenesteeksporten sidste år på godt 3½ pct. blev primært drevet af eksport af søtransport mv., der steg med knap 5½ pct. Et markant fald i søtransporten i sidste halvår 2004 medførte dog et relativt lavt udgangsniveau for eksporten af søtransport i år, og væksten i 2005 forventes derfor at blive relativt beskeden. I resten af prognoseperioden ventes eksporten af søtransport, og dermed tjenesteeksporten, imidlertid at stige pænt.

Pæn vækst i den samlede import

Den samlede import voksede med knap 7½ pct. i 2004, og i år forventes ligeledes en pæn importvækst, om end stigningen bliver lidt mindre end sidste år. Eftersom eksportudviklingen var beskeden i 2004, var det primært den store stigning i den indenlandske efterspørgsel, der fik importen til at vokse. Importvæksten var dog ikke ualmindelig høj sam-

menlignet med tidligere opsving. Når væksten i importen forsøges forklaret med væksten i den samlede efterspørgsel, peger regressionsanalysen i boks I.4 på, at importen sidste år skulle stige med netop ca. 7½ pct. Analysen vidner endvidere om, at den kortsigtede efterspørgselselasticitet i importen er større end 1 (og nok nærmere lig 2), og da den samlede efterspørgsel voksede med godt 3½ pct., er det ikke overraskende, at importvæksten blev mere end 7 pct. Væksten i importen forventes at aftage frem mod 2007, efterhånden som væksten i den indenlandske efterspørgsel bliver mindre.

Men moderat udvikling i vareimporten

Efter at være steget markant i den første del af 2004 faldt vareimporten tilbage mod slutningen af året, hvilket bl.a. skal tilskrives den svage udvikling i eksporten det sidste halvår af 2004. Det var primært et fald i importen af energi, der resulterede i den lavere vareimport mod slutningen af sidste år. Importen af færdigvarer steg derimod pænt gennem 2004. Det relativt lave slutniveau for vareimporten i 2004 medfører, at den årlige vækst i 2005 kun forventes at blive knap 5 pct. i år. I 2006-07 skønnes vareimporten at stige med ca. 4 pct.

Tjenesteimporten stiger markant

Modsat vareimporten voksede importen af tjenester gennem hele 2004. Væksten blev sidste år på ca. 7½ pct., hvilket var noget højere end eksporten af tjenester. I år skønnes stigningstakten at blive knap 7 pct., og i resten af prognoseperioden vurderes væksten i tjenesteimporten at blive ca. 3½ pct.

Mindre overskud på balancen for varer og tjenester

Overskuddet på varebalancen faldt ca. 10 mia. kr. i 2004, jf. tabel I.8. I 2005 implicerer en lidt større vækst i vareimporten end i vareeksporten ikke en forværring af varebalancen, eftersom vareeksporten er større end vareimporten. Desuden påvirkes varebalancen positivt af, at vareeksportpriserne forventes at stige lidt mere end vareimportpriserne, hvilket bl.a. skal ses på baggrund af antagelsen om en stigning i den effektive kronekurs og på baggrund af lidt højere lønstigninger i Danmark end i udlandet. Overskuddet på balancen for tjenester skønnes at falde ca. 7 mia. kr. i 2005, hvilket skyldes den svage tjenesteeksport og stærke tjenesteimport.

Importen voksede kraftigt i Danmark i 2004. Imidlertid var væksten i efterspørgslen også stor sidste år, og på denne baggrund var importvæksten ikke unaturlig høj set i et historisk perspektiv.

Den indenlandske efterspørgsel falder ikke kun på dansk producerede varer, idet en del af efterspørgslen tilfredsstilles af import fra udlandet. En del af den danske eksport indeholder ligeledes importerede varer. Følgende analyse indikerer, at den kortsigtede importelasticitet er større end 1, hvilket betyder, at importen ikke alene vokser, når den samlede efterspørgsel (dvs. den indenlandske efterspørgsel og eksporten) stiger, men at importen tilmed hæves med noget mere end 1 pct., når den samlede efterspørgsel vokser med 1 pct. Dette indebærer, at importkvoten, opgjort som forholdet mellem import og den samlede efterspørgsel, ikke er konstant over tid, men derimod afhænger positivt af konjunkturudviklingen.

Modstykket til, at importkvoten stiger, når den samlede efterspørgsel stiger, er, at den danske produktion reagerer trægt. Der er flere årsager hertil. For det første skal virksomhederne være sikre på, at en øget efterspørgsel er tilstrækkelig permanent, for at det er lønsomt at investere i et større produktionsapparat med henblik på at kunne hæve produktionen betragteligt. Endvidere er implementeringen af sådanne investeringer tidskrævende, ligesom en eventuel ansættelse af flere medarbejdere til at udnytte det større produktionsapparat tager tid og kræver omkostninger.

I henhold til nedenstående regressionsligning stiger importen med 1,66 pct. i indeværende kvartal og 0,52 pct. det efterfølgende kvartal, når efterspørgslen stiger 1 pct. Skønt den estimerede importvækst afviger fra den faktiske i 2004, er afvigelsen ikke ualmindelig stor set i et historisk perspektiv, jf. figur A, der angiver udviklingen i den faktiske importvækst og importvæksten i henhold til regressionsligningen. Og betragter man den gennemsnitlige vækst i import og efterspørgsel fra 2003 til 2004, tilsiger den estimerede sammenhæng, at importen skulle vokse med 7,44 pct., hvilket er overordentlig tæt på den faktiske vækst i importen på 7,42 pct. sidste år. Importvæksten var derfor ikke større, end man kunne forvente i 2004.

Regressionen er kun delvist velspecificeret ud fra en statistisk og økonomisk synsvinkel. Til gengæld er modellen let fortolkelig og har relativt god forklarings-evne. Relationen skal betragtes som en opdeling af importens efterspørgslelasticitet på kvartaler det første år, hvor kun efterspørgslen i indeværende og foregående periode indgår signifikant. Således er der ikke tale om en strukturel ligning for importen, idet andre forklarende faktorer også burde indgå i en sådan specifi-

kation, f.eks. forskellen i stigningen i udenlandske og indenlandske priser, ændringer i efterspørgselssammensætningen og en langsigtet niveausammenhæng mellem importen og den samlede efterspørgsel.

Den estimerede sammenhæng er som følger:

$$\text{Dlog(import)}_t = 1,66 * \text{Dlog(eftersp)}_t + 0,52 * \text{Dlog(eftersp)}_{t-1} - 0,0019$$

(10,59) (3,35) (0,83)

Tallene i parentes under parameterværdierne angiver den numeriske t-værdi.

import: Import af varer og tjenester i faste priser, sæsonkorrigeret, Danmarks Statistik, *Statistikbanken*.

eftersp: Indenlandsk efterspørgsel (ekskl. lagerinvesteringer) plus eksport af varer og tjenester i faste priser, sæsonkorrigeret, Danmarks Statistik, *Statistikbanken*.

Dlog: Ændring i variabelen i forhold til kvartalet før, logaritmetransformeret, hvilket for små ændringer svarer til den procentvise ændring.

S = 0,0129 R² = 0,6404
DW = 2,45 obs. = 1988:3 - 2004:4

Figur A Kvartalsvis udvikling i importvæksten

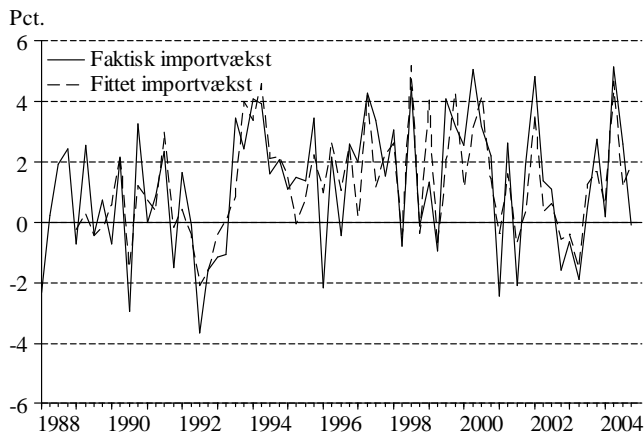


Table I.8 *Betalingsbalancens løbende poster og udlandsgæld*

	2003	2004	2005	2006	2007
	----- Mia. kr. -----				
Varebalance	50	41	42	37	35
Tjenestebalance	36	33	26	27	29
Nettorenter	-17	-12	-12	-13	-13
Øvrige poster	-24	-26	-30	-31	-32
Løbende poster i alt	46	36	27	23	22
Gæld til udlandet ultimo	178	166	141	120	100
	----- Pct. af BNP -----				
Løbende poster i alt	3,3	2,5	1,8	1,5	1,3
Gæld til udlandet ultimo	12,8	11,5	9,3	7,7	6,2

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

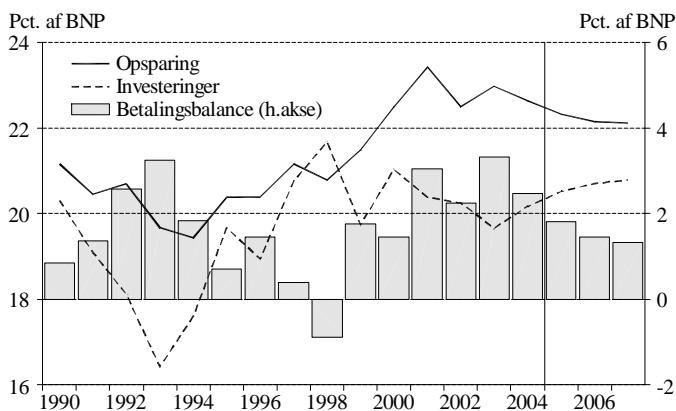
Betalingsbalance-overskuddet falder

Det mindre overskud på tjenestebalancen i år implicerer et tilsvarende lavere overskud på betalingsbalancen, som dermed forventes at falde til godt 25 mia. kr. i 2005. I 2006-07 vurderes betalingsbalancen at blive på lidt under 25 mia. kr. Nettorenteindtægterne fra udlandet skønnes ikke at bidrage til udviklingen i betalingsbalancen i 2005-07, idet rentebetalingerne i denne periode ventes at være nogenlunde konstante som en konsekvens af, at renterne vurderes at stige, mens udlandsgælden forventes at aftage.

Mindre opsparing og flere investeringer

Det forventede fald i betalingsbalancen fra 46 mia. kr. i 2003 til knap 25 mia. kr. i 2006 kan alternativt forklares ved et løbende fald i opsparingsens andel af BNP samtidig med, at investeringskvoten vokser, jf. figur I.19. Udviklingen i opsparingskvoten hænger sammen med det store private forbrug og dermed en højere forbrugskvotef. I 2007 forventes både opsparings- og investeringskvoten at være stort set konstant, hvorfor betalingsbalancen også er uændret.

Figur I.19 Opsparing, investeringer og betalingsbalance



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

I.5 Beskæftigelse, løn og priser

Stigende beskæftigelse

På trods af den høje vækst voksede beskæftigelsen kun ca. 5.000 personer gennem 2004, og idet beskæftigelsen lå på et relativt lavt niveau i starten af 2004, steg beskæftigelsen stort set ikke på årsbasis, jf. tabel I.9. Beskæftigelsesfremgangen forventes dog at blive tydeligere i år, idet opsvinget efterhånden har bidt sig fast i dansk økonomi. Således skønnes beskæftigelsen at stige med ca. 17.000 personer i 2005 og med yderligere 9.000 personer næste år. I 2007 vurderes beskæftigelsen at være stort set uændret, idet opsvingets styrke forventes at aftage.

Moderat BVT-vækst var årsag til beskæftigelsesudviklingen

Den beskedne fremgang i beskæftigelsen sidste år skal ses i sammenhæng med, at bruttoværditilvæksten (BVT) i de private byerhverv kun voksede ca. 2 pct., hvilket er noget mindre end BNP-væksten. Vækstforskellen mellem BNP og BVT skal primært tilskrives stigningen i provenuet fra bilafgifter som følge af den kraftige fremgang i forbrug af biler. Væksten i den indenlandske produktion var således kun lidt større end under en normal konjunktursituation, hvilket er en del af baggrunden for den beskedne fremgang i beskæftigelsen. Hertil kommer, at mange virksomheder for-

mentlig valgte at udskyde ansættelsen af flere medarbejdere, indtil opsvingets styrke syntes mindre usikker.

Faldende ledighed

Beskæftigelsesfremgangen i år resulterer i et stort set tilsvarende fald i ledigheden, hvilket indebærer et årsniveau på godt 160.000 personer i 2005, jf. figur I.20. Faldet i ledigheden skønnes at fordele sig jævnt over året, således at niveauet ved udgangen af 2005 bliver godt 155.000 personer. Ledighedsniveauet forventes at blive godt 150.000 i 2006 og kun en smule lavere i 2007, hvilket afspejler, at konjunkturerne vender tilbage til en mere normal situation, og at økonomien kommer tættere på kapacitetsgrænsen.

Tabel 1.9 Arbejdsstyrke, beskæftigelse og ledighed

	2004	2003	2004	2005	2006	2007	
	1.000 pers.	-----	Ændring i 1.000 personer				----
Arbejdsstyrke	2.899	5	8	2	0	-3	
Beskæftigelse	2.723	-21	2	17	9	0	
Fremstillingserhverv	307	-10	-13	-8	-3	-4	
Serviceerhverv	1.204	-5	17	20	12	7	
Bygge- og anlægserhverv	192	-4	3	6	2	2	
Privat beskæftigelse i øvrigt	182	-3	-6	-4	-6	-7	
Offentligt ansatte	838	2	2	3	3	3	
Registrerede ledige	176	26	6	-15	-9	-3	
		-----	1.000 pers.				-----
Registrerede ledige		171	176	161	152	149	
Antal aktiverede		66	70	74	72	72	
Efterløn og overgangsydelse ^a		186	190	172	154	161	
		-----	Pct.				-----
Ledighed		5,9	6,1	5,5	5,3	5,1	

a) Faldet i antallet af personer på efterløn i 2005 og 2006 skyldes bl.a. nedsættelsen af folkepensionssaldere og udfasningen af overgangsydelsen.

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.20 Ledighedsudviklingen på måneder



Anm.: Sidste historiske observation er marts 2005.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Fremgang i serviceerhvervenes beskæftigelse

Det var fortrinsvist beskæftigelsen i fremstillingserhvervene, der faldt sidste år. Til gengæld var der betydelig fremgang i serviceerhvervenes beskæftigelse. Det skal dog bemærkes, at udviklingen i beskæftigelsen er behæftet med usikkerhed, da Danmarks Statistik igennem længere tid har været i gang med at indarbejde ny metode til beskæftigelsesopgørelsen i nationalregnskabet. Fremadrettet forventes fortsat fremgang i serviceerhvervene og tilbagegang for fremstillingssektoren, om end tilbagegangen aftager i styrke. Beskæftigelsen i bygge- og anlægssektoren og i den offentlige sektor ventes at stige lidt i 2005-07.

Arbejdsstyrken nogenlunde konstant

Arbejdsstyrken voksede sidste år med knap 10.000 personer, skønt den strukturelle arbejdsstyrke vurderes at være faldet lidt, jf. tabel I.10. Stigningen i arbejdsstyrken skal derfor tilskrives andre forhold på arbejdsmarkedet end den strukturelle arbejdsstyrkeudvikling, herunder et konjunkturelt bidrag som følge af den gunstige økonomiske situation. Arbejdsstyrken forventes at være stort set uændret i 2005-07.

Tabel I.10 Befolkning og arbejdsstyrke

	2003	2004	2005	2006	2007
	1.000	--- Ændring i 1.000 pers.			---
Samlet befolkning	5.383	14	8	8	5
- under 15 år	1.013	4	4	-2	-4
- 15 til 64 år	3.572	3	3	5	8
- 65 år eller over	798	6	2	3	3
Arbejdsstyrken					
Demografisk forløb		-10	-10	-11	-10
Bidrag fra tiltag på arbejdsmarkedet mv.		6	11	10	7
Strukturelt forløb		-4	1	-1	-3
Andre forhold		12	1	1	0
Det ventede forløb	2.891	8	2	0	-3

Anm.: "Strukturelt forløb" er beregnet som summen af "demografisk forløb" og "bidrag fra tiltag på arbejdsmarkedet mv.". Bidragene til arbejdsstyrken i det demografiske forløb bygger på konstante erhvervsfrekvenser fra 2001. Bidragene til arbejdsstyrken fra tiltag på arbejdsmarkedet indeholder korrektioner for ændret arbejdsmarkedsadfærd og ændringer i tilgangen til forskellige ordninger i forhold til det demografiske forløb, jf. *Dansk Økonomi, forår 2004*.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Lønstigninger omkring 3½ pct.

Lønomkostningerne voksede med ca. 3 pct. sidste år, hvilket er relativt lidt sammenlignet med de senere års lønstigningstakter, jf. tabel I.11. Den aftagende lønstigningstakt skal formentlig ses i sammenhæng med, at der stort set ikke var fremgang i beskæftigelsen. Hertil kommer lønpresset fra udlandet, og det kan ikke afvises, at den betydelige fokus på udflytning af arbejdspladser bidrager til en reduktion af lønkravene i nogle brancher. I 2005-07 ventes lønstigningstakten at blive ca. 3½ pct. De større lønstigninger sammenlignet med sidste år skal ses som et resultat af den voksende beskæftigelse og dermed et større pres på kapaciteten i økonomien. Endvidere er bidragene til lønstigningerne fra overenskomsterne større i 2005-06 end i 2004.

Tabel I.11 Lønomkostninger og realløn

	2003	2004	2005	2006	2007
	----- Pct. -----				
Direkte lønomkostninger	4,2	3,0	3,6	3,7	3,6
Samlede lønomkostninger	4,4	3,1	3,6	3,7	3,6
bidrag fra indirekte lønomkostninger	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Realløn	2,3	1,8	1,8	2,1	2,2
Produktrealløn	1,7	1,6	2,2	2,1	1,6

Anm.: I 2003 bortfaldt refusionen af arbejdsgivernes ATP-betaling. Stigningen i de indirekte lønomkostninger i 2004-05 kan henføres til øgede udgifter til arbejdsskadeforsikring. Reallønnen er defineret som de direkte lønomkostninger divideret med nationalregnskabets forbrugsdeflator, mens produktreallønnen er defineret som de samlede lønomkostninger divideret med BVT-deflatoren for private byerhverv.

Kilde: Danmarks Statistik, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank, Økonomisk Redegørelse, december 2004 og egne beregninger.

Fortsat lav inflation Inflationen blev på kun ca. 1 pct. i 2004, jf. tabel I.12. Forklaringen på den lave inflation skal findes på flere områder. Den faldende dollarkurs, specielt det sidste halve år, førte til, at prisstigningen på importerede varer ikke blev stor. Hertil kommer lave fødevarerpriser og en lav kerneinflation som følge af de relativt små lønstigninger. Endelig spillede skattestoppet en rolle via fastlåsning af punktafgifterne, der endvidere delvist kan forklare, at den danske inflation var lavere end i EU. I 2005 ventes stigningen i oliepriserne at bidrage til, at inflationen bliver noget højere, om end de danske prisstigninger formentlig fortsat vil ligge under inflationen i EU. I de kommende år ventes fortsat afdæmpet inflation, idet antagelsen om gradvist aftagende oliepriser og fald i dollaren vil bidrage til at dæmpe prisstigningstakten.

Tabel I.12 Ændringer i centrale prisindeks

	2003	2004	2005	2006	2007
	----- Pct. -----				
Forbrugerpriser	1,8	1,1	1,7	1,6	1,4
Importpriser	-1,9	1,6	1,8	0,0	0,4
Eksportpriser	0,3	1,7	2,0	-0,2	0,6
Kontantpris på bolig	3,1	7,9	9,2	4,0	0,6

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

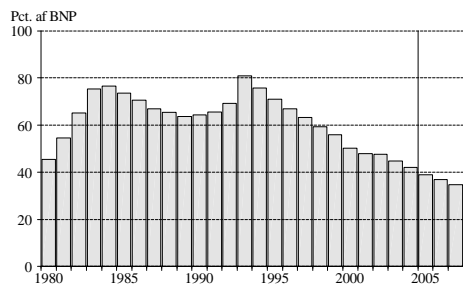
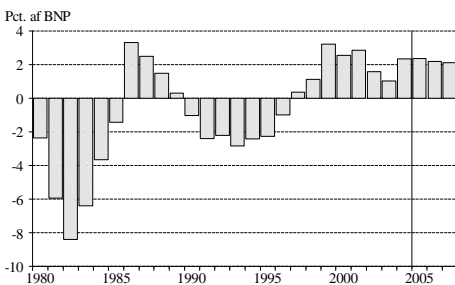
Kilde: Danmarks Statistik, *Nationalregnskabet*, ADAM's databank og egne beregninger.

I.6 De offentlige finanser

Offentligt overskud på ca. 2 pct. af BNP

Overskuddet på den offentlig saldo var stort i 2004, hvilket bl.a. skyldes den positive konjunktursituation. Den gunstige udvikling i konjunkturerne de kommende år med høj forbrugsvækst og stigende beskæftigelse ventes at medføre et fortsat stort overskud på den offentlige saldo udgørende godt 2 pct. af BNP, jf. figur I.21a og tabel I.13. De fortsatte overskud på de offentlige finanser bevirker, at den offentlige bruttogæld falder til ca. 35 pct. af BNP i 2007, jf. figur I.21b.

Figur I.21a Den offentlige sektors saldo Figur I.21b Offentlig bruttogæld



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, Statistikbanken og egne beregninger.

Tabel I.13 Den offentlige sektors indtægter og udgifter

	2004	2003	2004	2005	2006	2007
	Mia. kr.	-----	Ændring i mia. kr.	-----		
Indirekte skatter	257	3,5	13,1	14,0	9,3	8,5
Direkte skatter	435	11,9	23,5	8,6	6,3	12,3
heraf: Personlige skatter	297	5,9	7,0	8,8	6,9	10,2
Selskabsskatter	42	0,2	3,1	2,8	-1,3	-1,9
Pensionsafkastbeskatning	15	4,2	9,9	-6,0	-2,9	0,7
Arbejdsmarkedsbidrag	65	1,0	2,7	2,3	2,5	2,5
Andre skatter	27	0,9	0,9	0,4	1,1	0,4
Indtægter i alt	719	16,4	37,6	23,0	16,6	21,3
Offentligt forbrug	386	13,3	13,8	12,0	14,0	14,0
Indkomstoverførsler	246	13,3	7,4	3,7	4,8	6,0
Offentlige investeringer	25	-0,4	1,3	0,4	0,9	0,9
Nettorenteudgifter	-4	-6,9	-6,8	0,3	0,6	0,2
Øvrige udgifter, netto	31	3,9	0,3	6,7	-1,7	-0,3
Udgifter i alt	684	23,2	16,1	23,2	18,5	20,9
		-----	Mia. kr.	-----		
Saldo		15	34	36	34	34
		-----	Pct. af BNP	-----		
Saldo	2,3	1,0	2,3	2,4	2,2	2,1
Offentlig bruttogæld	42,0	44,9	42,0	39,1	36,8	34,6
Skattetryk	49,7	49,0	49,7	49,2	48,5	48,2

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.

Ekstraordinært stort overskud i 2004

Det foreløbige tal for den offentlige saldo i 2004 er 34 mia. kr., hvilket var 12 mia. højere end skønnet i *Økonomisk Redegørelse, december 2004*. Det vurderes, at en del af dette øgede overskud ikke hidrører fra en permanent forbedring af saldoen, idet de højere (uforudsete) indbetalinger skønnes at stamme fra bl.a. øget pensionsafkastbeskatning og sel-

skabsskat af finansiel virksomhed, som er vanskelige at forudsige grundet afhængigheden af kurs- og renteutvikling.

Finanspolitiske forudsætninger

De finanspolitiske forudsætninger tager udgangspunkt i regeringens annoncerede finanspolitik, jf. *Økonomisk Redegørelse, december 2004*. Den ventede udvikling i det offentlige forbrug, beskæftigelse og investeringer bygger tillige på de seneste tal fra nationalregnskabet.

Stigende indtægter fra moms og afgifter

Sidste og indeværende år stiger indtægterne fra moms og afgifter med over 5 pct. som følge af væksten i det private forbrug, herunder et væsentligt bidrag fra den kraftige stigning i bilkøbet. Genindførslen af den særlige pensionsordning (SP) i 2006 betyder en mindre stigning i provenuet fra kildeskatterne. Holdbarheden i finanspolitikken påvirkes dog ikke, da indbetalingerne til SP senere vil blive udbetalt og beskattet.

Offentligt forbrug stiger 0,7 pct. årligt

Ifølge de seneste tal fra nationalregnskabet steg det reale offentlige forbrug med 0,7 pct. sidste år som forudsagt i *Økonomisk Redegørelse, december 2004*, hvilket er den laveste vækst siden starten af 1990'erne. Samme lave vækst forventes i nærværende prognose ligeledes i de kommende år. For 2006-07 er dette lidt over skønnet i *Økonomisk Redegørelse, december 2004*. Skønnet på 0,7 pct. tager udgangspunkt i en demografisk fremskrivning baseret på DREAM's befolkningsprognose, jf. *Dansk Økonomi, forår 2004*, og set i forhold til den historiske vækst i det offentlige forbrug vil det kræve en stram udgiftsstyring.

Offentlig beskæftigelse stiger 3.000 årligt

Den offentlige beskæftigelse steg i første halvår af 2004, men var ved udgangen af året nede på gennemsnittet for 2001-2003 ifølge de seneste tal i det kvartalsvise nationalregnskab. Fremadrettet ventes den offentlige beskæftigelse at stige med ca. 3.000 personer årligt som forudsat i *Økonomisk Redegørelse, december 2004*.

Offentlige investeringer

Der var en betydelig stigning i de offentlige investeringer i 2004, som dermed var ca. ½ mia. 1995-kr. højere end forudsat i *Økonomisk Redegørelse, december 2004*. Det antages, at der har været tale om ekstraordinære investeringer, således at det forudsatte investeringsniveau i 2005 på 24,4

mia. 1995-kr. fastholdes. Dette giver anledning til en mere beskeden stigning i de offentlige investeringer på ca. 2½ pct. i 2005. I de efterfølgende år antages de offentlige investeringer at stige med ca. 2 pct. om året.

Tabel I.14 Finanseffekter 1999-2005

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Offentligt forbrug	0,5	0,1	0,6	0,6	0,3	0,2	0,1
Offentlige investeringer	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Overførsler	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Udgifter i alt	0,5	0,2	0,8	0,6	0,2	0,2	0,2
Personskatter	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0
Punktafgifter	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Indtægter i alt	-0,2	0,2	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,1
Finanseffekt	0,3	0,4	0,7	0,8	0,3	0,4	0,3

Anm.: Finanseffekten angiver finanspolitikens aktivitetsvirkning, målt som finanspolitikens vækstbidrag til BNP i forhold til en situation med neutral finanspolitik. 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 i tabellen, men er dog indeholdt i totalposterne.

Kilde: Egne beregninger på SMEC.

Finanspolitikken bidrager til væksten i 2005

Finanspolitikken bidrog til den økonomiske vækst i 2004 med ca. 0,4 pct.point, jf. tabel I.14. I indeværende år bliver bidraget omtrent det samme. I 2006-07 antages et lidt mindre bidrag, dvs. en stort set aktivitetsmæssig neutral finanspolitik.

I.7 Aktuel økonomisk politik

Godt tidspunkt for reformer

De kommende år er et gunstigt tidspunkt for at gennemføre reformer, da dansk økonomi befinder sig i en opgangskonjunktur. Reforme, der sigter mod at øge arbejdsudbuddet, f.eks. gennem bedre integration af indvandrere og senere tilbagerækning, vil nemmere kunne gennemføres, når ledigheden er lav. Tyskland er et eksempel på, hvor svært det

er at implementere større reformer i en situation med høj arbejdsløshed.

Fokus på de langsigtede udfordringer

Den demografiske udvikling indebærer i de kommende årtier en øget belastning af de offentlige finanser, og dette bør der allerede i disse år tages hensyn til i den økonomiske politik. Denne erkendelse ligger bl.a. bag regeringens 2010-plan, der opstiller mål for den økonomiske udvikling på mellemlang sigt. Det er positivt, at regeringsgrundlaget indeholder nogle anvisninger på instrumenter, der skal bruges til at øge beskæftigelsen og nå beskæftigelsesmålet i 2010-planen, og at regeringen har fremlagt en konkret plan for at forbedre integrationen og for at få flere flygtninge og indvandrere i arbejde. Med mindre, der tages yderligere konkrete initiativer, er det dog ikke sandsynligt, at den tilsigtede varige stigning i beskæftigelsen på 60.000 personer i forhold til 2003 kan nås.

Ny 2015-plan

Der er derfor behov for at overveje yderligere tiltag, der kan øge beskæftigelsen. Det vil ikke være realistisk eller hensigtsmæssigt at sikre finanspolitisk holdbarhed alene gennem en såkaldt opsparingsstrategi baseret på store offentlige overskud. Samtidig med overvejelser af nye tiltag vil det være naturligt at se længere frem og opstille nye mellemsigtede mål, der rækker frem til f.eks. 2015. Med en længere tidshorizont vil det være muligt at medtage effekterne af reformer, som det vil tage nogen tid at indføre (både at annoncere og iværksætte), f.eks. vedrørende tilbagetrækning. Analyserne i kapitlerne II-VI i denne rapport peger på nye modeller for indretningen af velfærdsstaten. Der er behov for sådanne reformer, da den nuværende udgave af den danske model vil komme under stigende pres.

Forslag til reformer i vente

Andre overvejelser kan også indgå i udarbejdelsen af en ny økonomisk plan, ikke mindst Velfærdskommissionens anbefalinger, når de foreligger sidst på året. Inspiration til, hvordan presset på arbejdsmarkedet bedst imødegås, kan også komme fra øvrige udredninger, herunder fra tænketanken Fremtidens Vækst og Globaliseringsrådet. Problemet med udflytning af arbejdspladser er forholdsvis begrænset i forhold til det store antal job, der hvert år oprettes og nedlægges, men globaliseringens konsekvenser bør naturligvis

have opmærksomhed. Især er det relevant at se på forskydninger i efterspørgslen efter arbejdskraft, uanset om ændringerne skyldes globalisering eller andre forhold, såsom den teknologiske udvikling. I den forbindelse vil det bl.a. være nærliggende at se på de konklusioner, som kommissionsarbejdet om livslang opkvalificering og uddannelse for alle på arbejdsmarkedet når frem til.

Ingen konflikt mellem det korte og lange sigt

Opsvinget i dansk økonomi betyder, at der ikke er en aktuel konflikt mellem de kortsigtede og langsigtede hensyn i finanspolitikken. I en situation, hvor dansk økonomi er nær kapacitetsgrænsen, bør finanspolitikken ikke bidrage til øget aktivitet, og der er god grund til at være opmærksom på stramhedsgraden i finanspolitikken. De store overskud på det offentlige budget bør fastholdes med henblik på nedbringelse af den offentlige gæld. Historisk har det været svært helt at leve op til de ambitiøse mål for begrænset vækst i det offentlige forbrug, og de offentlige budgetter er blevet overskredet. Udfordringerne bliver ikke mindre, når kommuner med forskelligt skatte- og udgiftsniveau lægges sammen i 2007, da der er en risiko for, at kommuner med et højt udgiftsniveau bliver retningsgivende i de nye sammenlagte kommuner.

SP bør afskaffes

De automatiske ændringer i det offentlige budget vil i de fleste tilfælde være tilstrækkelige til at afdæmpe konjunkturudsving, og det vurderes også at være tilfældet i den aktuelle konjunktursituation. På den baggrund er det ikke relevant at genindføre den særlige pensionsordning (SP), der oprindeligt blev indført for at dæmpe forbruget, og som i forbindelse med forårspakken blev suspenderet i 2004-05 med det formål at stimulere forbruget. Suspension og genintroduktion af SP er et meget usikkert konjunkturpolitisk instrument. Virkningen beror på, at tvungen opsparing ikke eller kun vanskeligt kan modsvares af mindre opsparing i øvrigt og rammer dermed primært personer, der er kreditrationerede. Hertil kommer de sædvanlige argumenter imod forsøg på at finjustere udviklingen i efterspørgslen. Disse forhold taler for at afskaffe SP, medmindre der er særlige argumenter for, at der er brug for en ordning, der skal styrke opsparingen. Det er vanskeligt at se, hvilken rolle SP i den

forbindelse kan spille som supplement til de øvrige eksisterende pensionsordninger.

Offentlige investeringer et bedre instrument til at regulere konjunkturerne

Skulle der på et tidspunkt vise sig et behov for et finanspolitisk indgreb af hensyn til konjunkturudviklingen, vil fremrykning eller udskydelse af offentlige investeringer være det mest oplagte instrument at bruge til at påvirke konjunkturudviklingen, ikke mindst i en situation hvor skattestoppet begrænser instrumenterne på indtægtssiden. Aktivitetsvirkningen af ændringer i de offentlige investeringer er også mere umiddelbar, da de direkte påvirker efterspørgslen. Det er dog ikke uproblematisk at bruge de offentlige investeringer som konjunkturregulator, da investeringerne også skal tilgodese strukturpolitiske hensyn. Det vil være hensigtsmæssigt at have en detaljeret offentlig investeringsplan, der giver en oversigt over, hvilke offentlige investeringer der i særlig grad egner sig til at blive fremrykket eller udskudt, når konjunkturpolitiske hensyn tilsiger det.

Høj oliepris bør ikke føre til afgiftsned sættelser

Den aktuelt høje oliepris er blevet nævnt som en faktor, der kan true opsvinget, idet høje energipriser forringer forbrugernes købekraft og øger produktionsomkostningerne. De høje energipriser bør dog ikke give anledning til at sætte energiafgifterne ned. Energiafgifterne afspejler bl.a. de miljømæssige skadevirkninger, som typisk ikke bliver mindre af højere energipriser. I det omfang de høje energipriser er varige, bør der tages hensyn til dette forhold i produktionen, således at der anvendes relativt mindre energi. Nedsættes energiafgifterne generelt på verdensplan, vil OPEC-landene i øvrigt have en tilskyndelse til at holde prisen på olie på et højt niveau, da de ved, at det kun har en lille efterspørgselsvirkning.

Målrkning af forskningsmidler

Der er en stigende fokus på forskning som kilde til produktivt forbedringer og dermed som middel til at sikre et højt velstandsniveau. Den særlige interesse for anvendt forskning, der kan fremme innovationer og forskningens anvendelighed i produktionen, har vist sig ved en reorganisering af det danske forskningsrådssystem med oprettelse af Det Strategiske Forskningsråd og med vedtagelsen af Lov om Højteknologifonden. Begge organers formål er at styrke vækst og beskæftigelse gennem forskning og innovation

ved et styrket samarbejde mellem danske virksomheder og offentlige danske forskningsinstitutioner. En målretning af offentlige forskningsmidler, der i større eller mindre omfang gives som støtte til enkelte virksomheder, grupper af virksomheder eller bestemte sektorer, bør imidlertid ske med forsigtighed og afvejes mod fordelene ved at anvende offentlige forskningsmidler til grundlagsskabende forskning. Det er således forbundet med risici at forøge den mere snævre erhvervsrettede forskning på bekostning af universiteternes grundforskning. Hertil kommer, at det er meget vigtigt at koordinere Det Strategiske Forskningsråds og Højteknologifondens aktiviteter, hvis det vælges at opretholde dem begge som selvstændige indgange for offentlig medfinansiering af erhvervsrettet forskning.

Risiko for selektiv erhvervsstøtte

For at sikre, at offentlig medfinansiering af anvendelsesorienteret strategisk forskning og udviklingsarbejde giver et højt samfundsøkonomisk afkast og ikke i stort omfang fortrænger privat forskning og udviklingsarbejde, er det vigtigt, at der er en høj grad af privat medfinansiering. Hvis dette ikke sker, er der risiko for selektiv erhvervsstøtte. Den private medfinansiering skal være større, jo mindre forskningen må formodes at blive tilgængelig for andre potentielle brugere. Dvs. jo hurtigere spredning og jo større virkninger forskningsresultaterne kan forventes at få for andre virksomheders vidensopbygning og produktivitet, jo større offentlig medfinansiering kan begrundes.

Problematiske at udvælge indsatsområder

En anden central udfordring i forbindelse med anvendelse af offentlige forskningsmidler som medfinansiering til anvendelsesorienteret og kommercialiserbar forskning er udvælgelse af perspektivrige indsatsområder med et stort erhvervsmæssigt potentiale. Der findes ingen sikre metoder til fra centralt hold at udpege de rigtige indsatsområder. Derfor er det nødvendigt med et aktivt samspil mellem offentlige forskningsinstitutioner og aftagerne af den offentlige strategiske forskning, dvs. erhvervslivet. Det er vigtigt, at udvælgelsen af indsatsområder sker ved, at erhvervslivets prioriteringer viser sig ved stor interesse for at medfinansiere forskningen inden for indsatsområderne for at sikre, at de offentlige forskningsmidler bidrager til en reel forøgelse af den samlede forskningsindsats med stor og hurtig spred-

Retningslinjer for offentlig medfinansiering

ningseffekt på områder med erhvervmæssigt potentiale. Dette tilsiger også, at de prioriterede indsatsområder er brede, og at resultaterne gøres tilgængelige for en bred kreds, samtidig med at det sikres, at forskningens kvalitet lever op til internationale standarder. Hvis disse retningslinjer ikke følges, bør offentlige forskningsmidler ikke anvendes. Værdien af den offentligt finansierede forskningsindsats skal måles ved produktivitetsstigninger generelt i samfundet, som afspejler spredningseffekten, og ikke snævert ved en enkelt virksomheds eller sektors succes i form af eksempelvis beskæftigelse eller eksport.

Bilagstabel I.1 BNP-vækst i udvalgte lande

	Eksport- vægte	Realvækst				
		2003	2004	2005	2006	2007
	Andel	Pct.				
USA	7,9	3,0	4,4	3,5	3,0	3,0
Japan	2,1	1,4	2,6	1,0	1,7	1,5
Kina	1,8	9,5	9,5	8,0	8,0	8,0
Tyskland	21,0	-0,1	1,6	0,8	1,6	1,8
Frankrig	6,0	0,5	2,4	1,9	2,2	2,2
Italien	3,4	0,3	1,2	1,2	1,7	2,0
UK	9,8	2,2	3,1	2,6	2,4	2,4
Spanien	4,1	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7
Holland	5,3	-0,9	1,4	1,0	2,0	2,0
Belgien	2,4	1,3	2,6	2,2	2,3	2,5
Schweiz	1,6	-0,3	1,7	1,8	2,0	2,0
Østrig	1,3	0,7	2,0	2,1	2,1	2,5
Sverige	13,5	1,6	3,5	3,0	2,8	2,4
Norge	7,5	0,3	2,8	3,7	2,5	2,0
Finland	3,2	2,5	3,4	3,3	2,9	2,7
Irland	2,2	3,6	4,9	4,9	5,1	4,5
Portugal	0,9	-1,1	1,0	1,1	1,7	2,5
Grækenland	0,8	4,7	4,2	3,0	3,0	3,0
Danmark		0,7	2,4	2,2	1,8	1,7
EU	79,2	1,1	2,4	1,9	2,2	2,3
EU-15	73,9	0,9	2,3	1,8	2,1	2,2
Nye EU-lande	5,3	3,9	5,0	4,4	4,5	4,2
Euroland	50,6	0,6	2,0	1,6	2,0	2,2
Aftagere	100	1,4	2,9	2,5	2,6	2,5

Anm.: Eksportvægtene angiver sammensætningen af industrieksporten i 2004. De medtagne lande aftager 85,2 pct. af Danmarks industrieksport. Væksten i EU-15, de nye EU-lande og Euroland er sammenvæjet med BNP-vægte, mens aftagere er sammenvæjet med eksportvægte.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, European Commission, *Economic Forecasts Spring 2005*, ADAM's databank og egne skøn, bl.a. baseret på oplysninger fra AIECE-institutter.

Bilagstabel I.2 Løn- og prisudvikling i udvalgte lande

	KE- vægte	Lønudvikling					Prisudvikling					
		2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007	
	Andel	-----					Pct.	-----				
USA	13,4	4,1	2,5	4,0	4,0	4,0	1,9	2,2	2,4	2,3	2,0	
Japan	5,9	0,6	1,5	0,0	0,5	1,5	-0,7	-0,5	0,0	0,5	0,5	
Kina	3,5						1,2	4,2	4,0	4,0	4,0	
Tyskland	17,8	2,7	2,0	1,5	2,5	3,0	1,0	1,6	1,3	1,1	1,5	
Frankrig	7,3	3,1	2,7	2,8	2,9	3,0	2,0	1,5	1,8	1,8	2,0	
Italien	5,4	2,5	3,8	3,0	2,9	3,5	2,5	2,2	2,0	1,9	2,0	
UK	10,4	4,5	3,7	4,7	5,0	5,0	1,9	1,3	1,9	2,0	2,0	
Spanien	3,4	4,8	4,0	3,7	3,7	4,0	3,1	3,0	2,9	2,7	2,2	
Holland	4,0	3,7	1,7	0,7	0,0	3,5	2,3	1,3	1,4	1,2	1,5	
Belgien	4,1	1,9	2,2	2,2	2,2	3,5	1,8	2,4	2,2	1,8	2,0	
Schweiz	2,2	1,0	2,0	3,0	3,0	3,0	0,6	0,8	1,1	1,2	1,5	
Østrig	1,9	2,5	2,5	2,5	2,6	3,5	1,5	2,0	2,3	1,7	1,5	
Sverige	6,0	3,5	2,8	3,5	3,9	4,0	2,3	1,2	0,7	1,5	1,8	
Norge	4,8	2,5	4,6	4,0	4,2	4,2	2,3	0,8	1,3	2,0	2,2	
Finland	2,2	4,2	3,4	4,1	3,8	4,0	0,2	0,9	1,6	1,8	1,5	
Irland	1,9						3,8	2,4	2,2	2,5	2,0	
Portugal	0,7						3,2	2,4	2,3	2,1	2,2	
Grækenland	0,4						3,4	2,9	3,1	3,1	2,2	
Danmark		3,8	3,1	3,6	3,7	3,6	1,8	1,1	1,7	1,6	1,4	
EU	70						1,9	1,8	1,9	1,8	1,9	
EU-15	65,5						1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	
Nye EU-lande	4,5						1,8	4,1	2,8	2,8	3,2	
Euroland	49,1						1,9	1,9	1,8	1,7	1,8	
Konkur.	100	2,8	2,4	2,5	2,8	3,2	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	

Anm.: KE-vægtene (eller dobbeltvejede eksportvægte) afspejler landenes betydning som konkurrenter for dansk industrieksport i 2002, idet vægten for et land både afspejler landets direkte betydning som aftager af dansk eksport og den udstrækning, hvormed Danmark konkurrerer med landet på tredjelandes markeder. Lønudviklingen angiver stigningstakten for timelønombestemmelserne i industrien. Prisudviklingen angiver stigningstakten for deflatoren for det private forbrug i nationalregnskabet. EU, EU-15, de nye EU-lande og Euroland er sammenvæjet med BNP-vægte, mens konkurrenter er sammenvæjet med KE-vægte.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, European Commission, *Economic Forecasts Spring 2005*, Bureau of Labor Statistics, *International Comparisons of Hourly Compensation Costs for Production Workers in Manufacturing*, Dansk Arbejdsgiverforening, *International lønstatistik*, EcoWin, ADAM's databank og egne skøn, bl.a. baseret på oplysninger fra AIECE-institutter.

Bilagstabel I.3 Hovedposter på forsyningsbalancen

	Værdi	Mængdestigning									
	2004	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	Mia. kr.	Pct.									
Privat forbrug	695	2,3	0,7	-0,7	-0,2	0,6	0,9	4,3	3,8	2,4	2,2
Offentligt forbrug	386	3,1	2,0	0,9	2,7	2,1	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Offentlige investeringer	25	-2,8	4,4	7,7	10,6	-5,0	-0,3	6,6	2,5	2,0	2,0
Boliginvesteringer	73	4,2	-1,0	7,7	-7,3	6,0	11,2	10,8	7,9	3,1	2,0
Erhvervsinvesteringer	190	13,4	1,9	6,6	6,0	2,4	-0,8	2,9	5,0	3,2	2,7
Lagerændringer	4	-0,1	-1,1	1,0	-0,7	0,0	-0,1	0,4	-0,2	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.373	4,0	0,1	2,4	0,8	1,4	0,9	3,9	3,1	2,1	1,9
Vareeksport	449	3,9	8,6	9,9	3,5	5,1	-2,9	4,1	3,5	3,0	2,9
heraf industri	301	5,3	8,5	15,0	5,1	5,4	-3,2	3,9	4,1	4,0	3,9
landbrug m.m.	102	1,6	5,5	0,1	3,7	1,7	0,6	1,3	1,3	0,6	0,3
Tjenesteeksport	180	5,7	26,3	25,4	6,9	3,7	2,2	3,7	2,2	3,4	3,9
Eksport i alt	629	4,3	12,3	13,5	4,4	4,8	-1,6	4,0	3,2	3,1	3,2
Samlet efterspørgsel	2.002	4,1	3,4	5,7	1,9	2,5	0,1	3,9	3,2	2,5	2,3
Vareimport	408	8,8	5,5	11,8	3,3	6,6	-2,4	7,4	4,8	4,0	3,7
heraf energiimport	29	-7,5	1,3	8,3	1,6	1,6	-0,4	5,7	-9,3	1,3	4,2
Tjenesteimport	147	9,2	5,7	20,9	4,2	9,9	2,2	7,5	6,6	3,2	3,8
Import i alt	555	8,9	5,5	13,5	3,5	7,3	-1,4	7,4	5,2	3,8	3,7
Bruttonationalprodukt	1.446	2,5	2,6	2,8	1,3	0,5	0,7	2,4	2,2	1,8	1,7
Produktskatter, netto	210	3,2	0,2	-0,9	0,6	1,9	0,0	5,5	4,7	2,2	2,0
Bruttoværditilvækst	1.236	2,4	3,0	3,4	1,4	0,3	0,8	1,9	1,8	1,8	1,6

Anm.: Mængdestigning i "Lagerændringer" er målt i faste priser i forhold til BNP i det foregående år.

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

Bilagstabel I.4 Hovedposter på forsyningsbalancen

	Værdi	Bidrag til mængdestigning i BNP									
	2004	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	Mia. kr.	Pct.									
Privat forbrug	695	1,1	0,3	-0,4	-0,1	0,3	0,4	2,0	1,8	1,2	1,1
Offentligt forbrug	386	0,8	0,5	0,2	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Offentlige investeringer	25	-0,1	0,1	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Boliginvesteringer	73	0,2	0,0	0,3	-0,3	0,2	0,5	0,5	0,4	0,2	0,1
Erhvervsinvesteringer	190	1,9	0,3	1,0	1,0	0,4	-0,1	0,5	0,9	0,6	0,5
Lagerændringer	4	-0,1	-1,1	1,0	-0,7	0,0	-0,1	0,4	-0,2	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.373	3,9	0,1	2,4	0,8	1,3	0,8	3,7	3,1	2,1	1,9
Vareeksport	449	1,1	2,5	3,1	1,2	1,7	-1,0	1,4	1,2	1,1	1,0
heraf industri	301	1,0	1,7	3,1	1,2	1,3	-0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
landbrug m.m.	102	0,1	0,4	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Tjenesteeksport	180	0,4	2,0	2,4	0,8	0,4	0,3	0,5	0,3	0,4	0,5
Eksport i alt	629	1,6	4,5	5,5	2,0	2,2	-0,8	1,9	1,5	1,5	1,5
Samlet efterspørgsel	2.002	5,5	4,6	7,8	2,7	3,5	0,1	5,6	4,6	3,6	3,4
Vareimport	408	-2,4	-1,6	-3,5	-1,1	-2,2	0,8	-2,5	-1,7	-1,5	-1,4
heraf energiimport	29	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0
Tjenesteimport	147	-0,6	-0,4	-1,4	-0,3	-0,8	-0,2	-0,7	-0,6	-0,3	-0,4
Import i alt	555	-3,0	-2,0	-5,0	-1,4	-3,0	0,6	-3,2	-2,4	-1,8	-1,8
Bruttonationalprodukt	1.446	2,5	2,6	2,8	1,3	0,5	0,7	2,4	2,2	1,8	1,7

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

Bilagstabel I.5 Løn- og restindkomst

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	----- Mia. kr. -----									
Bruttoværditilvækst i alt	981	1.027	1.096	1.134	1.154	1.192	1.236	1.282	1.329	1.377
Lønsum	621	650	680	715	735	755	780	811	844	876
Nettorestindkomst	173	184	213	203	196	209	229	236	236	238
Afskrivninger	183	190	200	211	219	222	222	234	246	259
Anden produktionsskat	3	3	3	5	4	6	5	2	3	4
Bruttoværditilvækst, off. sektor	230	237	244	257	266	276	285	294	306	318
Lønsum	202	210	217	229	239	249	257	265	275	286
Afskrivninger	26	25	26	26	27	27	27	29	30	32
Anden produktionsskat	2	2	1	1	1	0	0	0	0	0
Bruttoværditilvækst, privat sektor	750	790	852	877	887	916	951	988	1.024	1.059
Lønsum	419	440	464	486	496	506	523	546	569	590
Nettorestindkomst	173	184	213	203	196	209	229	236	236	238
Afskrivninger	157	164	174	185	192	195	195	205	216	227
Anden produktionsskat	0	2	1	4	3	6	5	1	2	4
	----- Pct. -----									
Lønkvote i alt	63,4	63,3	62,1	63,0	63,7	63,3	63,1	63,3	63,5	63,6
Lønkvote, privat sektor	55,9	55,7	54,4	55,4	55,9	55,2	55,0	55,3	55,6	55,7

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

Bilagstabel I.6 Indkomster, forbrug og opsparing i den private sektor

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	----- Mia. kr. -----									
Lønsum	621	650	680	715	735	755	780	811	844	876
Restindkomst mv.	359	377	416	419	419	437	456	471	485	501
Bruttoværditilvækst	981	1.027	1.096	1.134	1.154	1.192	1.236	1.282	1.329	1.377
+ Nettoerter	-3	2	-17	-14	-18	-14	-16	-16	-16	-16
+ Overførsler m.m.	200	202	210	217	225	239	246	250	255	261
Bruttoindkomst	1.178	1.231	1.289	1.336	1.361	1.417	1.466	1.515	1.568	1.621
- Direkte skatter	346	372	380	398	400	412	435	444	450	463
- Andre skatter	20	28	32	32	25	26	27	27	29	29
- Anden produktionsskat	3	3	3	5	4	6	5	2	3	4
Disponibel bruttoindkomst	810	827	874	901	932	972	998	1.043	1.086	1.125
- Afskrivninger	183	190	200	211	219	222	222	234	246	259
Disponibel nettoindkomst	626	638	674	690	714	750	776	809	840	866
- Korr. for skat af pension mv.	14	14	4	19	16	15	2	10	17	18
Disponibel indkomst, jf. SMEC (lang sigt)	612	623	670	671	697	736	774	799	823	849
Anvendt til privat forbrug	581	599	610	624	642	659	695	734	764	791
privat nettoopsparing	31	24	60	47	55	76	78	65	60	57

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

Bilagstabel I.7 Indkomster og forbrugskvoter

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	----- Nominel vækst i pct. -----									
Bruttoindkomst	2,1	4,4	4,8	3,5	2,0	3,9	3,5	3,7	3,4	3,3
Disponibel bruttoindkomst	2,1	2,2	5,6	3,1	3,4	4,3	2,6	4,5	4,2	3,6
Disponibel nettoindkomst	1,7	1,8	5,8	2,3	3,4	5,1	3,4	4,2	3,9	3,1
Disponibel indkomst, SMEC	0,3	1,8	7,6	0,1	3,9	5,5	5,2	3,3	3,1	3,1
	----- Pct. -----									
Forbrugskvote, SMEC's indkomstdefinition	94,9	96,2	91,1	93,0	92,0	89,6	89,9	91,9	92,7	93,3
Forbrugskvote, SMEC's indkomst- og forbrugsdef.	93,9	96,1	91,8	94,2	92,5	90,4	89,4	90,7	91,9	92,8

Anm.: Bruttoindkomsten indeholder løn- og restindkomst, transfereringer samt renteindtægter. Fradrages direkte og andre skatter fremkommer den disponible bruttoindkomst, og trækkes yderligere de private afskrivninger fra, fremkommer disponible 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.8 Lønkonkurrenceevne og forbrugerpriser

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	----- Pct. -----									
Stigning i timelønombkostninger										
Udland	2,4	2,4	3,2	2,7	2,7	2,8	2,4	2,5	2,8	3,2
Indland	4,1	4,5	4,4	4,0	5,3	3,8	3,1	3,6	3,7	3,6
Ændring i relativ lønudvikling	-1,7	-2,1	-1,2	-1,3	-2,6	-1,0	-0,7	-1,0	-1,0	-0,4
Ændring i effektiv kronekurs	1,2	-1,7	-4,8	1,3	1,2	4,7	1,4	0,7	0,5	0,6
Ændring i lønkonkurrenceevne	-3,0	-0,4	3,6	-2,6	-3,8	-5,7	-2,1	-1,8	-1,5	-1,0
Forbrugerpriser	1,4	2,4	2,6	2,5	2,1	1,8	1,1	1,7	1,6	1,4

Anm.: Ændringen i den relative lønudvikling er beregnet som lønstigningstakten i udlandet fratrukket lønstigningstakten i Danmark, mens ændringen i lønkonkurrenceevnen er beregnet som ændringen i den relative lønudvikling 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 indikerer en stigning i kronens værdi og bidrager til en forværring af konkurrenceevnen. Se også anmærkningen til bilagstabel I.2 for sammenvejningen af udenlandsk lønstigningstakt og kronekurs. De danske lønstigninger i denne tabel bygger på Dansk Arbejdsgiverforenings internationale lønstatistik og kan derfor historisk afvige lidt fra lønstigninger anvendt andetsteds. Forbrugerpriserne er målt ved væksten i deflatoren for det private forbrug.

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

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	----- Mia. kr. -----									
Indirekte skatter	213	222	223	232	240	244	257	271	280	289
Direkte skatter	346	372	380	398	400	412	435	444	450	463
heraf personlige slutskatter	241	254	268	282	284	290	297	306	313	323
selskabsskat	33	37	31	42	39	39	42	45	44	42
pensionsafkastbeskatning	10	15	10	1	1	5	15	9	6	7
arbejdsmarkedsbidrag	52	54	57	59	61	62	65	67	70	72
Andre skatter	20	28	32	32	25	26	27	27	29	29
Indtægter i alt	579	622	635	662	665	682	719	742	759	780
Offentligt forbrug	300	312	323	343	359	372	386	398	412	426
Indkomstoverførsler	200	202	210	217	225	239	246	250	255	261
Offentlige investeringer	20	20	22	25	24	24	25	25	26	27
Nettorenteudgifter	19	20	16	10	9	3	-4	-4	-3	-3
Øvrige udgifter, netto	27	29	32	29	27	31	31	38	36	36
Udgifter i alt	566	583	603	625	644	668	684	707	725	746
Nettoopsparing	13	39	32	38	21	15	34	36	34	34
	----- Pct. af BNP -----									
Nettoopsparing	1,1	3,2	2,5	2,8	1,6	1,0	2,3	2,4	2,2	2,1
Offentlig bruttogæld	59,2	55,8	50,1	47,9	47,6	44,9	42,0	39,1	36,8	34,6
Skattetryk, total	50,1	51,5	49,6	50,0	49,3	49,0	49,7	49,2	48,5	48,2
- Direkte skatter	29,9	30,8	29,7	30,1	29,6	29,6	30,1	29,4	28,8	28,6
- Indirekte skatter	18,5	18,3	17,4	17,5	17,8	17,5	17,8	18,0	17,9	17,8
- Andre skatter	1,7	2,3	2,5	2,4	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8

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

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

Bilagstabel I.10 Eksport og import opdelt på underkomponenter

	Årets	Mængdestigning								Prisstigning							
	priser	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	2004	Pct.								Pct.							
	Mia. kr.																
Eksport	629	13,5	4,4	4,8	-1,6	4,0	3,2	3,1	3,2	8,0	0,6	-2,7	0,3	1,7	2,0	-0,2	0,6
Industri	301	15,0	5,1	5,4	-3,2	3,9	4,1	4,0	3,9	0,0	0,0	-0,6	1,1	0,3	1,3	0,8	1,1
Landbrug	102	0,1	3,7	1,7	0,6	1,3	1,3	0,6	0,3	9,0	5,0	-3,0	-2,9	0,8	2,4	1,4	1,0
Energi	40	8,8	-8,8	8,8	-1,0	9,1	7,1	0,0	0,0	70,5	-5,6	-3,6	4,4	10,5	14,0	-13,7	-8,3
Skibe mv.	7	-25,8	-37,0	64,9	-55,6	96,2	4,1	4,0	3,9	11,0	1,3	-0,1	1,0	0,4	0,4	0,4	0,6
Søfart mv.	146	30,0	6,0	2,1	5,5	5,3	2,2	3,6	4,3	15,2	1,6	-8,6	-0,4	2,6	-0,5	1,0	1,8
Turisme	35	10,0	10,2	9,7	-9,0	-2,9	2,6	2,6	2,2	2,9	1,5	2,1	2,3	0,8	1,4	1,5	1,3
Import	555	13,5	3,5	7,3	-1,4	7,4	5,2	3,8	3,7	6,8	0,4	-3,1	-1,9	1,6	1,8	0,0	0,4
Landbrug	44	5,4	8,5	3,7	3,2	3,7	6,4	4,2	3,8	3,9	-1,2	-0,8	-2,4	0,5	0,5	0,5	0,7
Færdigvarer	195	15,0	1,8	7,4	-2,9	9,3	3,8	4,5	3,9	-1,9	-0,5	-1,4	-3,3	-0,3	1,2	0,5	0,7
Råvarer	125	7,4	4,5	3,3	-0,5	5,2	7,8	3,3	3,4	5,4	-0,9	-1,1	0,2	2,8	1,0	0,5	0,7
Energi	29	8,3	1,6	1,6	-0,4	5,7	-9,3	1,3	4,2	66,0	-8,1	-7,4	2,3	13,7	23,6	-9,1	-10,2
Skibe mv.	14	36,9	1,9	52,6	-29,1	11,5	3,7	2,5	2,2	9,4	-1,0	0,6	0,5	3,3	0,2	0,5	0,7
Søfart mv.	112	29,1	3,3	8,9	3,6	10,2	6,3	3,2	4,1	16,0	5,9	-11,4	-3,1	2,4	1,0	1,0	1,5
Turisme	35	0,5	7,0	13,0	-1,9	-0,7	7,9	3,1	2,8	7,7	1,9	1,6	-1,6	1,2	0,5	1,5	1,5

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