

KAPITEL I

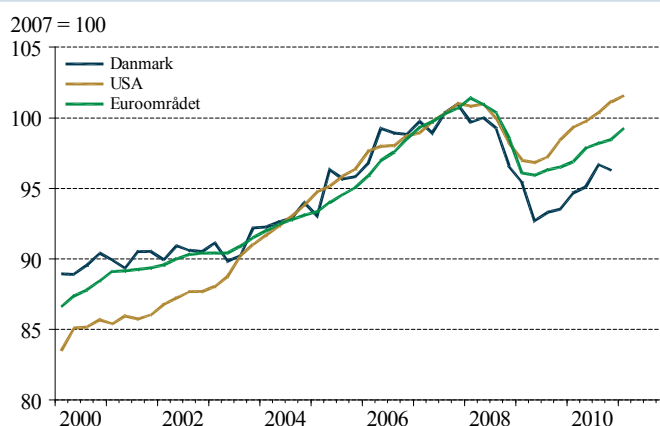
KONJUNKTURVURDERING

I.1 Indledning

Krybende opsving – fortsat lang vej til fuld normalisering

Aktivitetsniveauet faldt voldsomt i både Danmark og resten af verden under krisen, og selvom produktionen er steget mærkbart siden, er BNP fortsat væsentlig under niveauet før krisen i såvel euroområdet som Danmark, jf. figur I.1. Generelt ventes af flere årsager kun en langsom genopretning af konjunktursituationen, jf. figur I.2. Når aktivitetsgenopretningen ventes at blive langvarig, skyldes det primært, at der hersker en betydelig usikkerhed om den fremtidige konjunktursituation blandt virksomheder og forbrugere, hvilket lægger en dæmper på væksten i investeringer og forbrug. Samtidig er der i mange lande planlagt finanspolitiske stramminger, der som følge af (for) store underskud og hastigt stigende offentlig gæld er kraftigere end det, konjunktursituationen alene ville tilsige.

Figur I.1 BNP i Danmark, USA og euroområdet

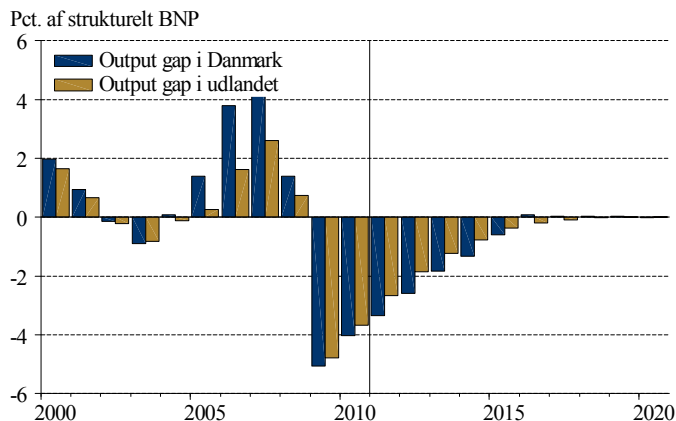


Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2010 for Danmark og 1. kvartal 2011 for USA og euroområdet.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og EcoWin.

Kapitlet er færdigredigeret den 16. maj 2011.

Figur I.2 Output gap i Danmark og udlandet



Anm.: Output gap for udlandet angiver det sammenvejede output gap for Danmarks samhandelspartnere. Industrieksportvægte er anvendt til sammenvejningen. Den lodrette streg angiver overgang til prognoseperiode.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, EcoWin, OECD og egne beregninger.

Flere forhold skaber usikkerhed om opsvingets styrke

Usikkerheden omkring konjunktursituationen blandt forbrugere og virksomheder næres i særdeleshed af en fortsat ugunstig beskæftigelsesudvikling i mange europæiske lande, træge boligmarkeder samt truende gældskriser i en række europæiske lande og USA. Holdbarheden af det internationale opsving trues endvidere af stigninger i priserne på fødevarer, olie og en række andre råstoffer. Prisstigningerne er delvist en afspejling af den begyndende konjunkturgenopretning, men situationen i Mellemøsten og Nordafrika har også en selvstændig effekt på især olieprisen. Råvareprisstigningerne indebærer højere omkostninger for virksomhederne og reducerer forbrugernes købekraft og dermed det private forbrug. Samtidig forventes den stigende inflation at bidrage til en fremrykning af opstramningen af den europæiske pengepolitik som et led i den europæiske centralbanks forsøg på at bekæmpe de såkaldte “anden-runde inflationseffekter” af stigende råvarepriser.

Solid vækst på de danske eksportmarkeder i 2010

Aktivitet fremgangen har været særdeles kraftig i en række nyligt udviklede økonomier, mens opsvinget har været mere moderat i de industrialiserede lande. Også indenfor euroområdet har aktivitet fremgangen været uensartet, med fremgang i Nord- og Centraleuropa og stagnation i store dele af Sydeuropa. Der var robust vækst på de danske eksportmarkeder i 2010 som følge af en kraftig konjunkturgenopretning i flere af Danmarks vigtigste samhandelspartnere, herunder Tyskland og Sverige.

Flere forhold dæmper udlandsvæksten

Selvom udviklingen i primært Sverige og Tyskland har trukket i retning af solid vækst på de danske eksportmarkeder og formentlig også vil gøre det de kommende år, er der dog en række forhold, der begrænser eksportens bidrag til det danske opsving. Mange europæiske lande samt USA og Japan har store offentlige underskud og kraftigt voksende gæld, hvilket vil nødvendiggøre finanspolitiske opstramminger. Samtidig er den begyndende opstramning af pengepolitikken i euroområdet ikke alene et udslag af en forbedret europæisk konjunktursituation, men også et resultat af det udefra kommende inflationære pres. De finans- og pengepolitiske opstramminger samt fortsatte konsolideringsbehov i den private og finansielle sektor vil dæmpe væksten i forbrug og investeringer på verdensplan. Disse forhold, kombineret med en dårlig dansk konkurrenceevne, gør, at der forventes et negativt vækstbidrag fra udenrigshandelen de kommende år.

Permanent stabilitetsfond

Flere europæiske lande lider under konsekvenserne af store offentlige underskud og stor og hastigt voksende gæld. I særdeleshed er flere sydeuropæiske lande ramt af høje statsobligationsrenter og et stagnerende opsving. Irland og Portugal har set sig nødsaget til at låne penge af den europæiske stabilitetsfond, der blev oprettet i kølvandet på den græske statsfinansielle krise i maj 2010. De alvorlige statsfinansielle problemer har medvirket til, at EU-landene har valgt at gøre den europæiske stabilitetsfond permanent. Fra 2013 afløses den nuværende fondskonstruktion således af ESM (European Stability Mechanism), der får nogenlunde samme funktion som den nuværende stabilitetsfond.

Først beskæftigelses- fremgang i 2012

Trods fremgang i produktionen i Danmark fortsatte beskæftigelsen med at falde svagt igennem 2010, og den samlede beskæftigelse er nu reduceret med godt 150.000 personer fra det historisk høje niveau i 2008. Forventningen om en langsom normalisering af konjunktursituationen og en indhentning af det produktivitetsefterslæb, der blev opbygget op til og under det store tilbageslag, bevirker, at beskæftigelsen ventes at være omtrent uændret i 2011. Der ventes først beskæftigelsesfremgang fra 2012, jf. figur I.3.

Figur I.3 *Beskæftigelsen*



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2010.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Moderat stigning i ledigheden

På trods af det kraftige fald i beskæftigelsen har stigningen i den registrerede ledighed siden sommeren 2008 begrænset sig til omkring 70.000 personer, og det vurderes, at ledigheden kun er en anelse højere end det strukturelle niveau. Når den registrerede ledighed ikke er steget mere, skyldes det delvist en stigning i aktiveringsomfanget. Bruttoledigheden, der også indeholder aktiverede, er således steget med 100.000 personer i samme periode. En mere betydningsfuld forklaring på den begrænsede ledighedsstigning er imidlertid et kraftigt fald i arbejdsstyrken. En del af faldet i den opgjorte arbejdsstyrke kan skyldes, at nogle afskedigede hverken har haft ret til dagpenge eller kontanthjælp, og derfor teknisk set ikke medregnes i arbejdsstyrken. Dette

understøttes af, at AKU-ledigheden, siden sommeren 2008 er steget med omkring 125.000 personer.

Fortsat svagt boligmarked

Det danske boligmarked ligger fortsat underdrejet. Prisen på enfamiliehuse faldt ca. 20 pct. realt fra toppen i 2007 frem mod sommeren 2009, og siden har de reale huspriser været omtrent uændrede. Den svage beskæftigelsesudvikling og de forestående rentestigninger ventes at lægge en dæmper på prisudviklingen. Samtidig vurderes det, at boligpriserne fortsat ligger noget over det langsigtede niveau, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2010*. På denne baggrund ventes omtrent uændrede reale boligpriser frem mod 2020.

Store udfordringer frem mod 2020

Den offentlige saldo blev kraftigt forværret under det økonomiske tilbageslag, og et overskud på ca. 5 pct. af BNP under højkonjunktoren blev vendt til et underskud på ca. 3 pct. i 2010. Finanspolitikken de kommende år har som hovedformål at genoprette de offentlige finanser. På længere sigt står finanspolitikken over for store udfordringer, der især er knyttet til den demografiske udvikling og udtømmningen af ressourcerne i Nordsøen. Den offentlige saldo forventes, som følge af de planlagte finanspolitiske stramninger og den forventede konjunkturalisering, at blive forbedret frem mod 2015, men herefter vil den underliggende tendens til forværring dominere. Regeringen fremlagde i april 2011 et udspil, der frem mod 2020 sigter mod at forbedre balancen mellem offentlige indtægter og udgifter, og efterfølgende er der indgået forlig, der bl.a. indeholder en forkortelse af efterlønsperioden fra fem til tre år. Fremskrivningen i dette kapitel bygger imidlertid på vedtagen politik, og derfor indgår disse forslag ikke. De betydelige finanspolitiske udfordringer beskrives nærmere i kapitel III.

Prognosens hovedtal i tabel I.1

Konjunkturprognosens hovedtal frem til 2013 er vist i tabel I.1. Som det fremgår, forventes det, at væksten i år bliver ca. 1½ pct., blandt andet som følge af lagerinvesteringer og fortsat fremgang i det private forbrug, der dog holdes nede af faldende realløn og den träge udvikling på boligmarkedet. Efter 2011 ventes der et betydeligt vækstbidrag fra investeringerne, og væksten i BNP i 2012 og 2013 forventes at blive omkring 2 pct., hvilket er mellem ¾ og 1 pct.point højere end den skønnede strukturelle vækst.

Tabel I.1 Hovedtal i konjunkturvurderingen

	Årets	Mængdestigning				
	priser	Pct. -----				
	2010	2009	2010	2011	2012	2013
	Mia. kr.					
Privat forbrug	853	-4,5	2,2	1,7	1,9	2,7
Offentligt forbrug	513	3,1	1,0	0,1	0,0	0,0
Offentlige investeringer	38	4,6	7,3	9,5	-8,0	-8,0
Boliginvesteringer	74	-16,9	-9,4	3,8	4,3	7,3
Erhvervsinvesteringer	175	-16,2	-5,4	1,4	6,9	8,1
Lagerændringer	-5	-2,0	0,9	0,7	0,5	0,2
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.648	-6,5	1,7	2,1	2,4	2,7
Ekspor i alt	881	-9,7	3,6	4,1	2,7	2,6
Vareeksport	539	-10,3	5,0	2,1	1,9	2,2
heraf industrivarer	356	-13,1	6,2	3,7	3,8	4,2
Tjenesteeksport	342	-8,9	1,4	7,1	3,8	3,3
Efterspørgsel i alt	2.529	-7,7	2,3	2,6	2,4	2,6
Import i alt	784	-12,5	2,9	5,3	3,5	4,0
Vareimport	502	-14,9	4,5	5,8	3,3	4,2
heraf industrivarer	373	-17,0	5,2	6,6	3,4	5,1
Tjenesteimport	282	-7,9	0,2	4,5	3,9	3,6
Bruttonationalprodukt	1.746	-5,2	2,1	1,6	2,0	2,0
Bruttoværditilvækst	1.502	-4,7	1,9	1,2	1,8	1,8
heraf private byerhverv	876	-8,2	2,4	2,3	3,4	3,3

Tabel I.1 Hovedtal i konjunkturvurderingen, fortsat

	2009	2010	2011	2012	2013
	----- Pct. -----				
Forbrugerpriser	1,3	2,6	2,5	2,0	1,8
Eksportpriser	-8,4	7,2	2,7	1,6	1,6
Importpriser	-7,7	4,4	3,6	2,1	1,5
Timelønomkostninger	2,9	2,6	2,0	2,2	2,5
Kontantpris på boliger	-12,8	2,6	0,0	1,7	1,4
	----- Ændring i 1.000 pers. -----				
Arbejdsstyrke	-39	-44	-9	10	12
Privat beskæftigelse	-103	-69	-5	12	15
Offentlig beskæftigelse	18	9	-4	0	0
	----- 1.000 pers. -----				
Ledighed	98	114	114	112	108
	----- Mia. kr. -----				
Betalingsbalance	59	96	85	69	56
Offentlig saldo	-47	-51	-57	-51	-34
Tilgodehavende i udlandet	76	167	252	321	378
Offentlig bruttogæld	692	761	818	869	903
	----- Pct. -----				
Realvækst i aftagerlande	-3,7	2,8	2,8	2,7	2,6
Vækst i udlandets timelønomkostninger	1,4	2,6	2,3	2,6	2,8
Ændring i den effektive kronekurs	1,8	-3,5	0,4	0,4	0,0
10-årig obligationsrente	3,6	2,9	3,3	3,7	4,4
Timeproduktivitet i private byerhverv	-2,7	6,2	2,3	2,3	2,0

Anm.: Mængdestigninger er angivet i kædeindeks. Mængdestigning i "Lagerændringer" angiver vækstbidraget til BNP. Udviklingen i forbrugerpriserne er udtrykt ved væksten i deflatoren for det private forbrug. Det er antaget, at ændringen i den offentlige formue i fremskrivningsperioden er lig den offentlige sektors saldo ekskl. sociale kasser og fonde, og at ændringen i tilgodehavende i udlandet er lig saldoen på betalingsbalancen. Udviklingen frem til 2020 er kort beskrevet i bilagstabel I.10.

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

Hovedtræk og ændringer i konjunkturvurderingen

- Vækstskøn for 2011 opjusteret ...** Aktivitetsfremgangen i 2010 blev omtrent som forventet i *Dansk Økonomi, efterår 2010*. Den samlede BNP-vækst for året som helhed endte således på 2,1 pct., hvilket er 0,1 pct. point lavere end forventet i efteråret, jf. tabel I.2. For 2011 er skønnet over BNP-væksten opjusteret med ½ pct.point, så væksten nu skønnes at blive godt 1½ pct. Opjusteringen skal blandt andet ses i lyset af en opjustering af udlands-væksten og en mindre opstramning af finanspolitikken i 2011 end tidligere ventet. Det vurderes på baggrund af modelberegninger, at den samlede finanspolitik i perioden 2008-11 løfter niveauet for BNP i 2011 med knap 2½ pct., hvilket er omtrent som vurderet i efteråret. Den mindre opstramning i 2011 skal dermed udelukkende ses som resultat af, at finanspolitikken i 2010 blev mindre ekspansiv end forventet.
- ... men fortsat langsom konjunktur-normalisering** På trods af opjusteringen af skønnet for væksten i BNP i 2011 ventes der ikke en hurtigere normalisering af konjunktursituationen end i efteråret. Væksten i den underliggende produktionskapacitet vurderes nu at være en anelse højere, primært som følge af en mere gunstig arbejdsstyrkeudvikling. Væksten i arbejdsstyrken er således blevet opjusteret som følge af indarbejdelsen af en ny befolkningsprognose og en ny efterlønsfremskrivning, der, selv med gældende regler, indebærer et fald i antallet af efterlønsmodtagere de kommende år, jf. kapitel II. Det ventes fortsat, at konjunktursituationen vil være normaliseret omkring 2015, hvilket indebærer en gennemsnitlig vækstrate frem mod 2015 på knap 2 pct. om året.
- Bilkøb har trukket forbrugsstigning** Stigningen i det private forbrug blev 2,2 pct. i 2010 og dermed godt ½ pct.point lavere, end forventet i efteråret. Forbrugsfremgangen igennem 2010 skyldes primært en kraftig stigning i bilsalget, der overvejende giver sig udslag i øget import. Som følge af den kraftige stigning igennem 2010 er væksten i bilsalget i 2011 opjusteret. Væksten i det øvrige forbrug er derimod nedjusteret i 2011 og ventes at blive på knap 1 pct. Den lave vækst i det øvrige forbrug skal ses i lyset af en svag beskæftigelsesudvikling, faldende realløn og den træge udvikling på boligmarkedet. Væksten i

det private forbrug ventes at stige til omkring 2 pct. i 2012 og godt 2½ pct. i 2013. Dette er begrundet i forventningen om en begyndende stigning i beskæftigelsen og en genopretning af forbrugskvoten. I 2012 og 2013 ventes det, at bilsalget i mindre grad vil bidrage til forbrugsfremgangen.

Udsigt til stigning i investeringerne efter store fald

Erhvervsinvesteringerne fortsatte med at falde igennem 2010, men faldet var mindre end forventet i efteråret. Maskininvesteringerne er knap 10 pct. lavere end i 2008, mens bygge- og anlægsinvesteringerne er faldet ca. 40 pct. Det ventes, at både maskininvesteringer og bygge- og anlægsinvesteringer vil begynde at stige i løbet af 2011 og 2012 i takt med, at virksomhedernes afsætningsmuligheder forbedres. De stigende investeringer indebærer, at investeringskvoterne stiger fra deres nuværende lave niveau, og der ventes dermed et markant vækstbidrag fra erhvervsinvesteringerne i 2012 og 2013.

Svagt faldende reale boligpriser

Efter at være faldet knap 5 pct. i 2008 og 12 pct. i 2009 steg boligpriserne knap 2½ pct. i 2010, hvilket var 1½ pct. mere end forventet i efteråret. De reale boligpriser er nu omtrent 20 pct. lavere end i 2007. De beskedne prisstigninger på boligmarkedet siden efteråret 2009 har dog ikke været sammenfaldende med et mindre boligudbud eller lavere liggetider. De kommende år ventes svagt faldende reale boligpriser. Boliginvesteringerne er faldet godt 40 pct. siden 2006, hvilket er mere, end den historiske sammenhæng mellem boligbyggeri og boligpriser ville tilsige. Det ventes på denne baggrund, at boliginvesteringerne vil stige de kommende år, hvilket resulterer i en svag stigning i boliginvesteringernes andel af BNP.

Højere udlandsvækst

Væksten på de danske eksportmarkeder blev 2,8 pct. i 2010, hvilket var knap ½ pct.point højere end forventet i efteråret. Aktivitetsfremgangen skyldes i høj grad den kraftige vækst i Tyskland og Sverige, som er de to største aftagere af danske eksportvarer. Udlandsvæksten ventes også at blive omtrent 2¾ pct. både i år og i 2012, hvilket for 2011 afspejler en opjustering af væksten i forhold til vurderingen i efteråret, mens skønnet for 2012 er omtrent uændret.

Opjustering af eksport og import i 2011

Væksten i eksporten i 2011 er opjusteret med godt 1½ pct.point til ca. 4 pct. som følge af højere vækst i 2010 end forventet, samt opjusteringen af væksten på de danske eksportmarkeder. I 2012 ventes væksten i eksporten at falde tilbage til knap 3 pct., hvilket er lidt lavere end forventet i efteråret. Importen af varer er også opjusteret i 2011, selvom væksten i 2010 blev lavere end forventet. Samlet ventes et negativt vækstbidrag fra udenrigshandelen de kommende år, hvilket skal ses i lyset af, at den danske lønkonkurrenceevne blev kraftigt forværret fra 2000 til 2009. Over de kommende år ventes lønkonkurrenceevnen at være stort set uændret.

Stort fald i beskæftigelsen

Som resultat af det store fald i produktionen under krisen er beskæftigelsen reduceret med godt 150.000 personer fra 2008 til 2010. Beskæftigelsen fortsatte med at falde svagt igennem 2010 bortset fra andet kvartal. Siden slutningen af 2009 har den registrerede ledighed ligget relativt stabilt omkring 110-120.000 personer, og ledigheden er dermed steget med godt 70.000 siden 2008. Det store produktionsfald under krisen har medført en mindre stigning i ledigheden end tidligere forventet, og ledighedsstigningen har dermed været væsentlig mindre end faldet i beskæftigelsen. Dette skal ses i sammenhæng med et betragteligt fald i arbejdsstyrken.

Højere stigning i forbrugerpriser

Forbrugerpriserne steg 2,6 pct. i 2010, og inflationen er nu ca. 3 pct. Kraftige prisstigninger på olie og fødevarer har bidraget til den høje inflation. For 2011 som helhed ventes også en inflation på ca. 2½ pct., hvilket er godt ¼ pct.point højere end forventet i efteråret. I både 2012 og 2013 ventes inflationen at falde tilbage på omkring 2 pct., som følge af en forventning om ophør af de kraftige råvareprisstigninger.

Nulvækst i det offentlige forbrug

Det er lagt til grund for fremskrivningen, at der er omtrent nulvækst i det reale offentlige forbrug i 2011, 2012 og 2013. Det offentlige forbrug faldt knap 1 pct. i andet halvår 2010, og den forudsatte vækst i 2011 er i overensstemmelse med, at de udmeldte offentlige udgiftsrammer for i år overholdes. For 2012 og 2013 forefindes endnu ikke udmøntede aftaler med kommunerne, men de forudsatte vækstrater i det

offentlige forbrug er i overensstemmelse med udmeldingerne i genopretningsaftalen.

Offentligt underskud mindre end ventet i 2010

Den offentlige saldo udviste et underskud på 51 mia. kr. i 2010, svarende til 2,9 pct. af BNP. I seneste prognose var skønnet for underskuddet ca. 25 mia. kr. højere. Den væsentligste årsag til det mindre underskud er, at pensionsafkastbeskatningen i 2010 bidrog med et hidtil uset højt provenu på 42 mia. kr., hvilket var ca. 15 mia. kr. mere end forventet i efteråret. Desuden blev udgiften til det offentlige forbrug ca. 5 mia. kr. lavere end forudsat. I 2011 ventes provenuet fra pensionsafkastbeskatning at falde tilbage på et mere normalt niveau, hvilket isoleret set vil trække i retning af at forøge det offentlige budgetunderskud. Omvendt ventes den fortsatte konjunkturgenopretning og indfasningen af skattereformens finansieringselementer at trække i retning af at forbedre de offentlige finanser. På denne baggrund ventes et omtrent uændret offentligt budgetunderskud i 2011 og 2012, og først i 2013 forventes en større forbedring fra dette niveau. Skønnet over det offentlige underskud i 2011 er nedjusteret med ca. 10 mia. kr. i forhold til forventningen i efteråret, hvilket hovedsageligt skyldes en forventning om et højere provenu fra nordsøbeskatningen i år som følge af højere oliepris.

Tabel I.2 Skøn for dansk økonomi, efterår 2010 og forår 2011

	Efterår 2010				Forår 2011			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
	----- Mængdestigning i pct. -----							
Privat forbrug	2,8	1,7	2,2	-	2,2	1,7	1,9	2,7
Offentligt forbrug	1,6	-1,0	0,5	-	1,0	0,1	0,0	0,0
Offentlige investeringer	11,2	10,0	-10,0	-	7,3	9,5	-8,0	-8,0
Boliginvesteringer	-13,1	1,5	3,1	-	-9,4	3,8	4,3	7,3
Erhvervsinvesteringer	-3,7	2,7	9,3	-	-1,4	0,4	7,7	8,2
Lagerændringer	1,4	0,4	0,0	-	0,9	0,7	0,5	0,2
Indl. efterspørgsel i alt	2,4	1,6	2,2	-	1,7	2,1	2,4	2,7
Vareeksport	4,5	1,7	2,6	-	5,0	2,1	1,9	2,2
Tjenesteeksport	1,9	3,1	4,0	-	1,4	7,1	3,8	3,3
Efterspørgsel i alt	2,8	1,8	2,6	-	2,3	2,8	2,5	2,7
Vareimport	5,0	3,9	4,5	-	4,5	5,8	3,3	4,2
Tjenesteimport	2,5	2,5	3,7	-	0,2	4,5	3,9	3,6
Bruttonationalprodukt	2,2	1,1	1,8	-	2,1	1,6	2,0	2,0
BVT i private byerhverv	2,5	2,2	2,9	-	2,4	2,3	3,4	3,3
	----- Ændring i 1.000 pers. -----							
Arbejdsstyrke	-33	1	0	-	-44	-9	10	12
Privat beskæftigelse	-65	-5	3	-	-69	-5	12	15
Offentlig beskæftigelse	15	-12	0	-	9	-4	0	0
	----- 1.000 pers. -----							
Ledighed	115	133	130	-	114	114	112	108
	----- Pct. -----							
Forbrugerpriser	2,3	2,2	2,0	-	2,6	2,5	2,0	1,8
Eksportpriser	8,7	1,4	2,6	-	7,2	2,7	1,6	1,6
Importpriser	5,2	2,6	3,5	-	4,4	3,6	2,1	1,5
Timelønomkostninger	2,3	1,9	2,3	-	2,6	2,0	2,2	2,5
Realvækst i aftagerlande	2,4	2,3	2,9	-	2,8	2,8	2,7	2,6
10-årig obligationsrente	3,0	3,3	3,7	-	2,9	3,3	3,7	4,4
Timeprod. i priv. byerhvv.	5,6	1,7	1,9	-	6,2	2,3	2,3	2,0
	----- Mia. kr. -----							
Betalingsbalance	87	70	55	-	96	85	69	56
Offentlig saldo	-77	-70	-53	-	-51	-57	-51	-34

Anm.: "Lagerændringer" angiver vækstbidraget til BNP. Forbrugerpriserne angiver væksten i deflatoren for det private forbrug.

I.2 International baggrund

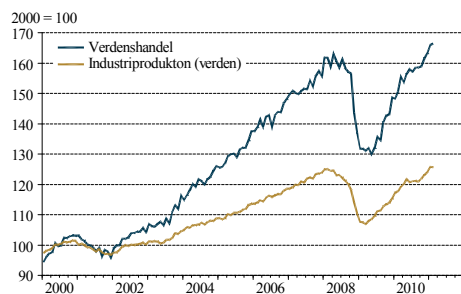
Det globale opsving trues af usikkerhed og oliepriser ...

Verdensøkonomien er fortsat på vej ud af den største økonomiske krise i tiden efter 2. verdenskrig. Opsvinget har generelt været stærkere i nyligt udviklede økonomier, mens aktivitetsfremgangen har været mere afdæmpet i mange industrialiserede lande, herunder ikke mindst en række sydeuropæiske lande. Selvom væksten i Europa generelt har været svag, har den kraftige vækst blandt nyligt udviklede økonomier bidraget til, at verdenshandelen og den globale industriproduktion nu har overgået niveauerne fra før krisen, jf. figur I.4. Frygten for et fornyet internationalt tilbageslag har indtil videre ikke vist sig berettiget. Der hersker dog stadig usikkerhed blandt forbrugere og virksomheder omkring holdbarheden af opsvinget, hvilket primært skal tilskrives den fortsat træge udvikling på bolig- og arbejdsmarkeder, usikkerheden omkring holdbarheden af de offentlige finanser samt, i den senere tid, kraftige prisstigninger på olie og andre råvarer.

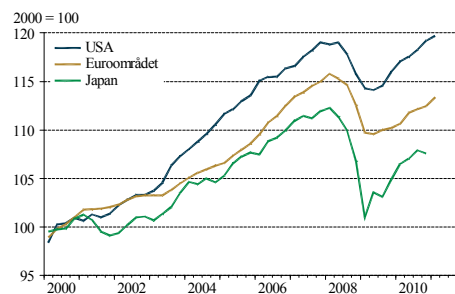
... samt store globale ubalancer

De store globale ubalancer udgør fortsat en betydelig risiko for opsvingets robusthed, hvilket senest kom til udtryk, da USA's kreditværdighed blev sat på observationslisten af Standard & Poor's. I Europa er usikkerheden især knyttet til udviklingen i statsfinanserne i lande som Grækenland, Irland og Portugal, men bekymringen er også rettet mod større lande, herunder især Spanien. Irland og Portugal har set sig nødsaget til at låne penge fra den europæiske stabilitetsfond for at kunne servicere sine gældsforpligtelser, og flere lande er i farezonen for at måtte acceptere lignende lån.

Figur I.4a Verdenshandel og industriproduktion



Figur I.4b BNP



Anm.: Seneste observation for verdenshandel og industriproduktion er februar 2011. Seneste observation for BNP er 4. kvartal 2010 for Japan og 1. kvartal 2011 for euroområdet og USA.

Kilde: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) og EcoWin.

Vækstfremgang i nyligt udviklede økonomier

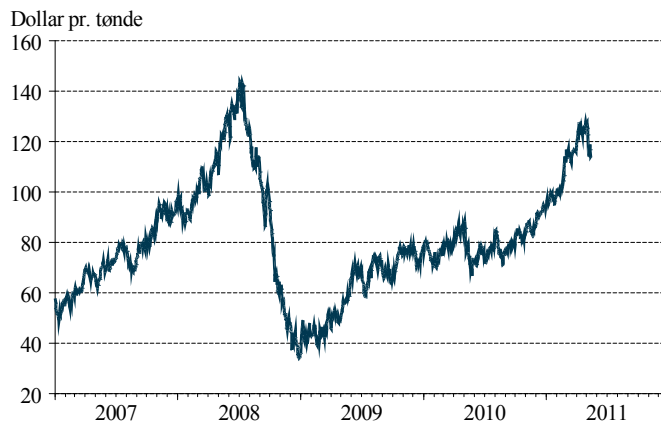
Det hidtidige verdensøkonomiske opsving har i høj grad været et udslag af kraftig vækst i nyligt udviklede økonomier. Lande som Brasilien, Kina, Sydkorea og Indien voksede således med 6-10 pct. i 2010, og genopretningen af industriproduktion og verdenshandel er primært et resultat af aktivitetsfremgangen i Asien og Sydamerika. De asiatiske økonomier vil formentlig blive påvirket af den begyndende opstramning af den økonomiske politik i Kina, ligesom naturkatastrofen i Japan formentlig vil bidrage til at holde væksten i Asien nede i 2011. Fremadrettet vil der dog forventeligt udgå en positiv aktivitetseffekt fra genopbygningen i Japan. Flere nyligt udviklede økonomier uden for Sydamerika og Asien, såsom Rusland, Polen og Mexico, voksede desuden ganske kraftigt i 2010, om end i et lidt lavere tempo.

Kraftig stigning i olieprisen

Efter at have ligget fladt henover sommeren steg olieprisen i andet halvår 2010, jf. figur I.5. Denne prisstigning var primært et udslag af den globale aktivitetsfremgang, der affødte stigende efterspørgsel efter olie. Olieprisen accelererede dog kraftigt i begyndelsen af 2011, hvilket primært må ses som et udslag af urolighederne i Mellemøsten og Nordafrika, herunder ikke mindst krigen i Libyen. Under antagelse af, at situationen i Nordafrika og Mellemøsten ikke eskaleres, lægges der til grund for prognosen, at olieprisen resten af året vil svinge omkring et niveau på

115 dollar pr. tønde. En sådan udvikling vurderes ikke at være til alvorlig fare for det globale opsving, selvom de højere oliepriser har reduceret købekraften hos forbrugerne, og den højere inflation forventes at fremskynde den opstramning af pengepolitikken, der i forvejen var forventet.

Figur I.5 Nominel oliepris



Anm.: Olieprisen er for Brent-olie. Seneste observation er medio maj 2011.

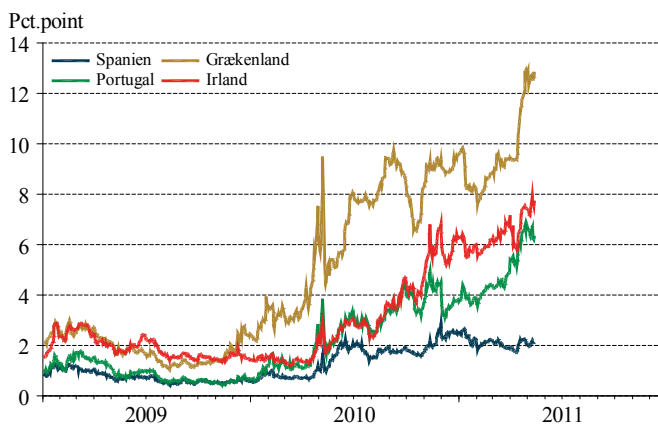
Kilde: EcoWin.

Stor usikkerhed om statsfinanserne i Europa

Aktivitetsfremgangen i Europa har været mindre solid end i eksempelvis Amerika og Asien. Dette skyldes blandt andet en betydelig usikkerhed omkring holdbarheden af de offentlige finanser i flere europæiske lande. Irland fik i november 2010 tilsagn om et lån fra den europæiske stabilitetsfond med henblik på at lette statens gældsservicering og sikre den finansielle stabilitet. Portugal indsendte i april 2011 en låneanmodning, og fik i maj et betinget tilsagn om en hjælpepakke. Der er bekymring for, at flere sydeuropæiske lande må se sig nødsaget til at låne penge af den europæiske fondskonstruktion for at kunne servicere sine gældsforpligtelser. Den fortsatte usikkerhed omkring landenes statsfinanser kommer blandt andet til udtryk ved udviklingen i rentespændene i forhold til Tyskland for 10-årige statsobligationer, jf. figur I.6. Rentespændet har nået historiske højder for lande som Grækenland, Irland og Portugal,

hvilket illustrerer, at aktørerne på de finansielle markeder vurderer, at der trods de fælleseuropæiske tiltag er en betydelig risiko for, at disse lande før eller siden vil misligholde deres gældsforpligtelser.

Figur 1.6 Rentespænd for 10-årige statsobligationer



Anm.: Rentespænd i forhold til 10-årige tyske statsobligationer. Seneste observationer er medio maj 2011.

Kilde: EcoWin.

Konsolidering i Europa

Set i lyset af den store usikkerhed omkring de offentlige finanser er finanspolitiske opstramninger i særligt de mest gældsplagede europæiske lande nødvendige, og flere europæiske lande påbegyndte stramningerne i 2010. Planerne for konsolideringen af de offentlige finanser behandles mere indgående senere i dette afsnit. Den finanspolitiske opstramning i Europa vil på den ene side svække opsvinget via den direkte aktivitetseffekt, idet en del af de finanspolitiske opstramninger er begrundet i hensynet til holdbarheden af de offentlige finanser og ikke i normaliseringen af konjunktursituationen. Omvendt kan konsolideringen bidrage til at forøge tiltroen til de offentlige finanser og derigennem stimulere det europæiske aktivitetsniveau via forøget tillid blandt forbrugere og virksomheder. Opstramningen af den europæiske pengepolitik er også påbegyndt, dog fra et udgangspunkt med historisk lave renter. Den pengepolitiske opstramning er en reaktion på den stigende inflation og

frygt for såkaldte anden-runde inflationseffekter afledt af de kraftige stigninger i råvarepriser siden sommeren 2010. Fremrykningen af den pengepolitiske opstramning er således ikke begrundet i en væsentlig forbedring af den europæiske konjunktursituation.

Langsom konjunktornormalisering

Kombinationen af finanspolitiske stramninger, begyndende og forventet opstramning af pengepolitikken og fortsat usikkerhed omkring den offentlige gældssituation bidrager til at dæmpe opsvinget i Europa. Der ventes derfor en langsom konjunktornormalisering og moderate vækstrater de kommende år, jf. tabel I.3. I USA vurderes det igangværende opsving at være mere robust, om end der også her er usikkerhed omkring den offentlige gæld, og det ventes, at konjunktursituationen i USA er fuldt normaliseret inden 2015, jf. figur I.7. Konjunktursituationen i Danmarks aftagerlande under et ventes at normaliseres lidt langsommere end i USA. Risikofaktorerne i forhold til hastigheden, hvormed konjunktursituation normaliseres, knytter sig især til risikoen for, at olieprisstigningerne fortsætter, samt risikoen for, at der opstår fornyet uro på de finansielle markeder som reaktion på de store globale ubalancer. Omvendt kan en hurtigere normalisering af konjunktursituationen ikke afvises, hvis tilliden på de finansielle markeder og blandt virksomheder og forbrugere vender hurtigere end lagt til grund for prognosen.

Tabel I.3 Hovedtræk i international konjunkturvurdering

	2010	2011	2012	2013	2014-20
	----- Pct. -----				
Realvækst					
USA	2,9	2,5	3,1	3,1	2,4
Euroområdet	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8
DKs aftagerlande ^{a)}	2,8	2,8	2,7	2,6	2,2
Inflation					
USA	1,6	2,9	2,2	2,0	2,0
Euroområdet	1,6	2,6	2,2	2,0	2,0
Lønomkostninger					
USA	2,0	2,5	2,6	2,8	3,0
Tyskland	2,1	2,8	3,0	3,0	2,0
DKs aftagerlande ^{b)}	2,6	2,3	2,6	2,8	2,8
Pengepolitiske renter					
USA	0,25	0,25	0,60	1,10	3,50
Euroområdet	1,00	1,30	1,75	2,40	3,41
Lange renter					
USA	3,30	3,80	4,20	4,50	4,60
Tyskland	2,78	3,20	3,50	4,10	4,50
	----- Dollar pr. tønde -----				
Oliepris, Brent	80	115	116	117	124
	----- Dollar pr. euro -----				
Dollar/euro-kurs	1,33	1,43	1,45	1,45	1,40

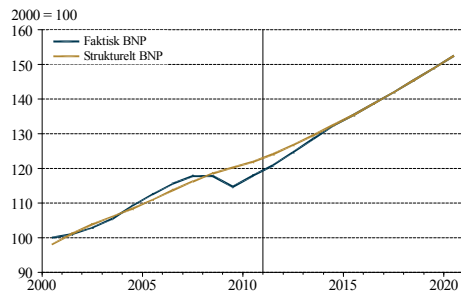
a) I bilagstabel I.1 er BNP-væksten i de enkelte lande angivet.

b) I bilagstabel I.8 er lønstigningstakten i de enkelte lande angivet.

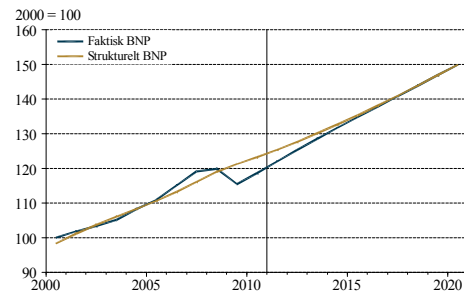
Anm.: Inflationen angiver stigningstakten i forbrugerprisindekset. Lønudviklingen angiver stigningstakten for timelønsomkostningerne i industrien. Renterne er gennemsnitlige årlige renter. De lange renter er renten på 10-årige statsobligationer. Søjlen 2014-20 angiver gennemsnitlige værdier i perioden 2014-20.

Kilde: OECD, EcoWin og egne skøn.

Figur I.7a BNP i USA



Figur I.7b Sammenvejlet BNP på de danske eksportmarkeder



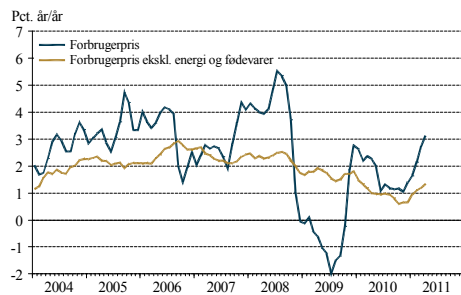
Anm.: Strukturelt BNP er konstrueret med udgangspunkt i OECD's mellemfristede fremskrivning i Economic Outlook, nr. 88.

Kilde: OECD, EcoWin og egne beregninger.

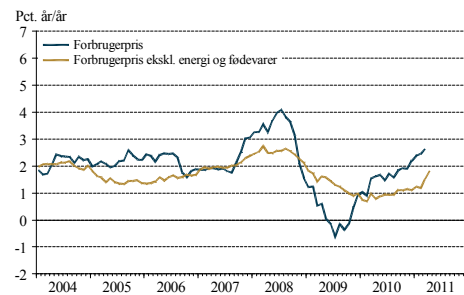
Stigning i inflationen

I både USA og euroområdet er inflationen taget til igennem andet halvår 2010 og begyndelsen af 2011, jf. figur I.8. Den højere inflation skal ses i lyset af prisstigningerne på energi og øvrige råvarer, jf. figur I.9. Energiprisstigningerne er hovedsagligt et resultat af den kraftige olieprisstigning siden slutningen af 2010, mens stigningen i råvarepriserne blandt andet afspejler den globale aktivitetsfremgang, herunder i Sydamerika og Asien. Samtidig har en dårlig høst forøget kornpriserne og derigennem de generelle fødevarerpriser.

Figur I.8a Inflation i USA



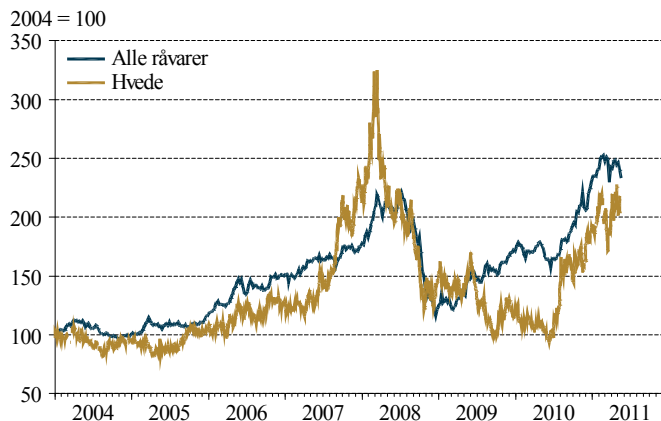
Figur I.8b Inflation i euroområdet



Anm.: Seneste observation er marts 2011 for euroområdet og april for USA.

Kilde: EcoWin.

Figur I.9 Råvarepriser



Anm.: Prisen på hvede er fra børsen i Kansas City. Indekset for alle råvarer er opgjort af The Economist og angiver det vægtede gennemsnit af priserne på udvalgte råvarer. Vægtene er faste og bestemt ud fra værdien af verdensimport i 2004-06. Seneste observation er medio maj 2011.

Kilde: EcoWin.

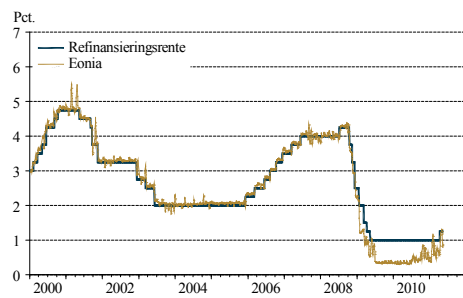
Oliepriser og inflation har ført til højere renter

Kombinationen af den kraftige stigning i olieprisen og et tiltagende inflationært pres har rettet fokus mod normaliseringen af pengepolitikken. ECB's pengepolitiske rente blev hævet ¼ pct.point medio april 2011, men er fortsat meget lav, og den helt korte pengemarkedsrente (Eonia) er stadig knap 1 pct., men har dog været stigende gennem 2011, jf. figur I.10. I USA er normaliseringen af pengepolitikken endnu ikke begyndt.

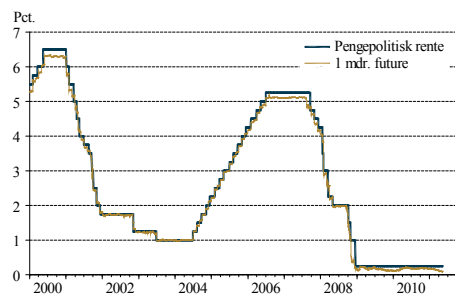
Normalisering af ECB's pengepolitiske instrumentarium

Stigningen i dag-til-dag pengemarkedsrenten i euroområdet skal både ses i lyset af den allerede gennemførte stramning af pengepolitikken og en begyndende normalisering af ECB's pengepolitiske instrumentarium, jf. boks I.1. ECB har således valgt ikke at forny de ekstraordinære tildelinger af likviditet, der blev indført under krisen. Det har gjort likviditet relativt mere knap på pengemarkedet i euroområdet, hvilket har presset renterne op. Højere pengemarkedsrenter medfører højere lånerenter for husholdninger og ikke-finansielle erhverv, da pengemarkedsrenterne er omkostningen for pengeinstitutter mv. ved tilvejebringelse af likviditet. Normaliseringen af ECB's pengepolitiske instrumentarium og den deraf følgende stigning i dag-til-dag renten er hermed de facto en pengepolitisk stramning.

Figur I.10a Korte renter euroområdet



Figur I.10b Korte renter USA



Anm.: Seneste observation er medio maj 2011. Der er vist et 5 dages glidende gennemsnit for Eonia. Eonia (Euro Over Night Index Average) er dag-til-dag pengemarkedsrenten i euroområdet. Se også boks I.1.

Kilde: EcoWin.

Boks I.1 ECB's pengepolitik før og under krisen

ECB fastsætter tre pengepolitiske renter: *Deposit rate*, indlånsrenten på den stående facilitet, *Marginal Lending rate*, udlånsrenten på den stående facilitet, og *Main Refinancing rate*, benævnt skæringsrenten eller blot den pengepolitiske rente. De to første renter vedrører ECB's stående facilitet, som er en kanal for pengepolitiske modparter, penge institutioner mv. mod til at placere eller modtage dag-til-dag likviditet mod sikkerhedsstillelse. Historisk har der været et konstant spænd mellem renterne.

Før finanskrisen tildelte ECB en på forhånd fastsat mængde likviditet på ugentlige aktioner. De enkelte pengeinstitutter meldte ind, hvor meget likviditet, de ønskede, og hvilken rente de var villige til at betale. Renten, de bød ind med, skulle være højere end den pengepolitiske rente (skæringsrenten). Dag-til-dag pengemarkedsrenten på euroområdet benævnes Eonia (Euro Over Night Index Average).^a Eonia lå op til finanskrisens start tæt på den pengepolitiske rente, jf. figur 10a, selvom ECB ikke eksplicit har meldt ud, at de forsøgte at styre Eonia mod den pengepolitiske rente gennem den samlede tildeling af likviditet.

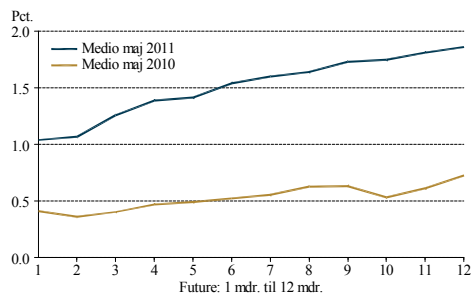
Under finanskrisen ændrede ECB det pengepolitiske instrumentarium. Bl.a. tildelte ECB fuld likviditet ved de faste ugentlige aktioner, og ECB foretog også ekstraordinære længerevarende likviditetstildelinger. Modparterne kunne således låne al den likviditet, de ville have til den pengepolitiske rente. Det betød, at ECB ikke længere styrede Eonia mod den pengepolitiske rente, men lod den udestående likviditet bestemme Eonia. De midlertidige tiltag er under udfasning, selvom ECB fortsat yder fuld likviditetstildeling ved de ugentlige operationer foreløbig indtil 12. juli 2011. Den fulde tildeling af likviditet har ført til, at pengemarkedsrenterne de seneste par år har ligget under den pengepolitiske rente. De pengepolitiske modparter har således hamstret likviditet fra ECB og placeret overskuddet i den stående facilitet i ECB til indlånsrenten. Konsekvensen af dette har været, at Eonia har bevæget sig fra at være meget tæt på den pengepolitiske rente ned mod ECB's indlånsrente.

a) En række banker indsender information til ECB om hvilken rente, de vil låne penge til på dag-til-dag pengemarkedet mod sikkerhedsstillelse. ECB beregner herefter Eonia som et vægtet gennemsnit.

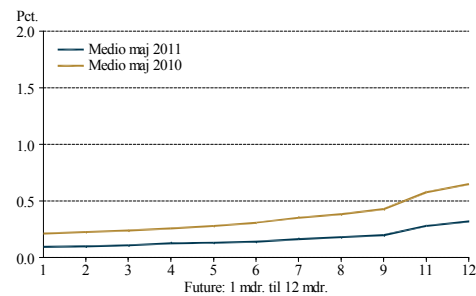
Forventninger om flere stramninger af pengepolitikken i euroområdet

ECB har indikeret, at yderligere rentestigninger er nært forestående. Kommende rentestigninger har allerede sat sig i prisdannelsen på de finansielle markeder i form af højere forventninger til Eonia i fremtiden, jf. figur I.11. For omkring et år siden forventede markedet, at Eonia ville være ca. $\frac{3}{4}$ pct. et år ude i fremtiden. Eonia ligger i dag tæt på 1 pct., hvilket kan tages som udtryk for, at stramningen af pengepolitikken i Europa er sket lidt hurtigere, end forventet for et år siden. I dag forventer markedet, at Eonia vil være ca. $1\frac{3}{4}$ pct. om et år. I USA er markedets forventning, at stramningerne først kommer i 2012, og forventningerne til niveauet for den pengepolitiske rente på 1 til $1\frac{1}{2}$ års sigt er oven i købet lavere nu end for et års tid siden.

Figur I.11a Futures på Eonia



Figur I.11b Futures på FED's rente



Anm.: Figurene viser futures-kontrakter på Eonia og på den amerikanske pengepolitiske rente for 1 måned til 12 måneder frem. En future er en aftale om at udveksle et aktiv på et fremtidigt tidspunkt til en pris fastsat i dag, og en future på en rente kan opfattes som markedets forventninger til den pågældende rente det pågældende antal måneder frem i tiden. I figurene er vist markedets forventninger fra medio maj 2011 (blå kurve) og medio maj 2010 (brun kurve).

Kilde: EcoWin og egne beregninger.

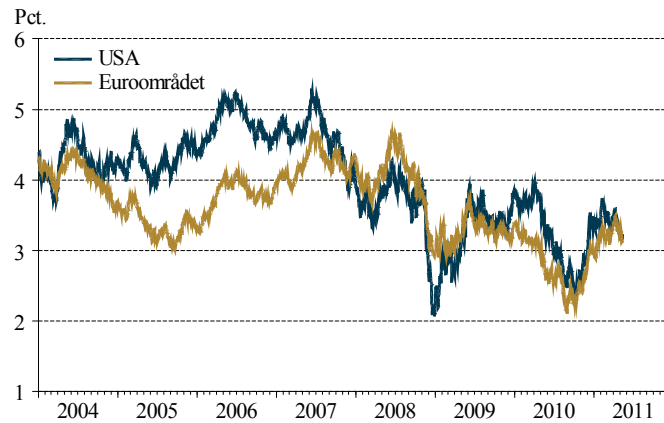
**Rentestigninger
ikke fuldt afstemt
med
konjunkturerne**

Opstramningen af pengepolitikken i euroområdet skal ses i lyset af en bekymring for, at stigningerne i råvarepriser vil resultere i en uønsket løn-pris spiral. Stigende renter i Europa vil både virke i retning af at sænke inflationen via den direkte indvirkning på aktivitetsniveauet samtidig med, at et højere europæisk renteniveau vil styrke euroen. En styrkelse af euroen vil bevirke, at en mindre del af de eksterne prisstigninger importeres. Stramningen af pengepolitikken skal ikke opfattes som udtryk for frygt for et indenlandsk genereret inflationspres, idet ledigheden endnu er høj og aktivitetsniveauet lavt i mange europæiske lande.

**Stigning i de lange
renter**

De lange statsobligationsrenter faldt i andet halvår af 2010 i både USA og euroområdet, jf. figur I.12. Rentefaldet var størst i USA, hvilket blandt andet skal ses i lyset af forventningerne om en fortsættelse af FED's kvantitative lempelser, bestående af støtteopkøb af statsobligationer. De lange renter er steget i både USA og euroområdet siden slutningen af 2010. En del af denne rentestigning kan formentligt ses som udtryk for bedre konjunkturudsigter, men en del kan dog også ses som en forøget usikkerhed omkring den finanspolitiske troværdighed i såvel USA som Europa.

Figur I.12 10-årige statsobligationsrenter



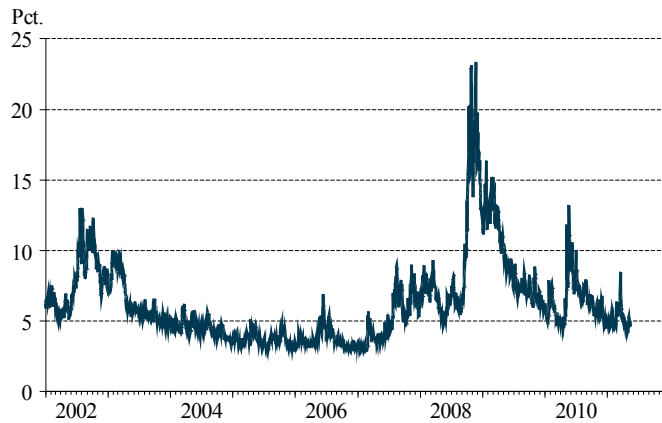
Anm.: For euroområdet er der tale om den tyske statsobligationsrente. Seneste observation er medio maj 2011.

Kilde: EcoWin.

Usikkerhed på finansielle markeder tilbage på før-krise niveau

Der er generelt tegn på faldende volatilitet på de internationale finansielle markeder. Volatiliteten er en indikation på usikkerheden eller risikoen omkring ændringerne i finansielle aktivers værdi. Den lavere volatilitet kommer til udtryk både på valuta- og på aktiemarkederne. Eksempelvis forventer markedet i maj måned 2011 kun et udsving på ca. 4½ pct. i det amerikanske aktieindeks, SP-500, over de kommende 30 dage. Til sammenligning forventede markedet et udsving på godt 20 pct. over en 30 dages horisont på toppen af finanskrisen, jf. figur I.13.

Figur I.13 Volatilitet på amerikanske aktiemarked



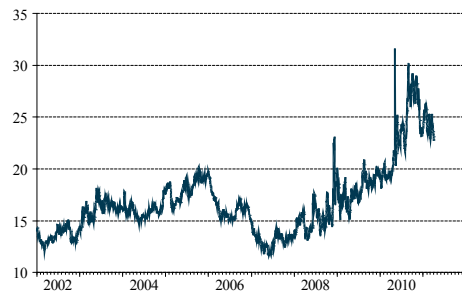
Anm.: Figuren viser udviklingen i Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index, VIX. Indekset er et mål for markedets forventninger til volatiliteten på det amerikanske aktieindeks, SP-500. Indekset er omregnet, således at figuren viser det forventede annualiserede udsving over en 30 dages periode.

Kilde: EcoWin og egne beregninger.

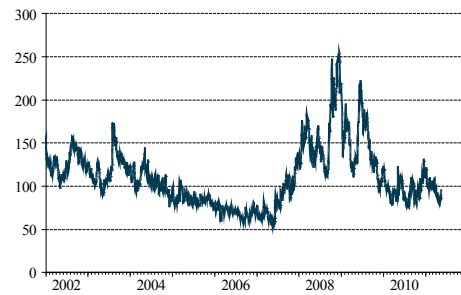
Dog højere rentevolatilitet i euroområdet

Tendensen til fald i volatiliteten på de finansielle markeder er også kommet til udtryk på rentemarkedet i USA, mens forventningerne til volatiliteten på rentemarkedet i euroområdet har været stigende siden finanskrisens start i midten af 2007, jf. figur I.14. Selvom der kan være en relativ større usikkerhed om ECB's pengepolitik, må den stigende rentevolatilitet i euroområdet ses, som værende en konsekvens af usikkerheden omkring gældssituationen i en række europæiske lande.

Figur I.14a Rentevolatilitet, Euroområdet



Figur I.14b Rentevolatilitet, USA



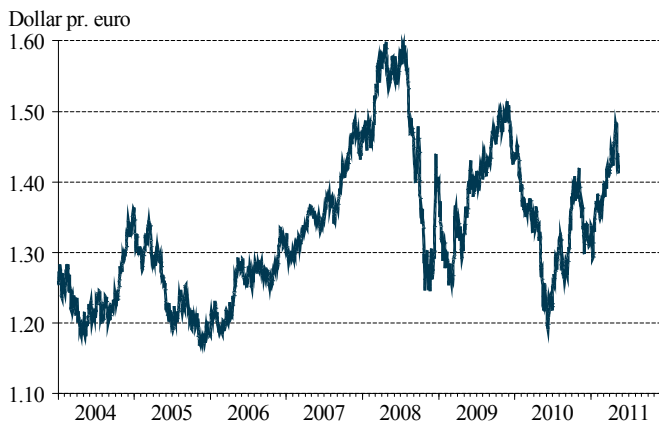
Anm.: Rentevolatiliteten i Euroområdet er målt ved implicitte swaptionsvolatiliteter, dvs. den volatilitet, der giver prisen på en option på en swap. Volatiliteten i figuren er baseret på 5-årige optioner på en et års swap. Rentevolatiliteten for USA er baseret på Merrill Lynch Option Volatility Index (MOVE).

Kilde: EcoWin.

Styrkelse af euro

Euroen faldt kraftigt i værdi over for dollaren i første halvår 2010, blandt andet som konsekvens af den forøgede usikkerhed omkring de offentlige finanser i en række europæiske lande. Siden sommeren 2010 er euroen dog styrket betragteligt, og en stor del af faldet i første halvår 2010 er dermed blevet neutraliseret, jf. figur I.15. Styrkelsen af euroen i løbet af 2010 skal formentlig blandt andet ses i lyset af etableringen af den europæiske stabilitetsfond, den generelle aktivitetsfremgang i Nordeuropa, herunder ikke mindst Tyskland, samt en begyndende skepsis med hensyn til holdbarheden af den amerikanske finanspolitik. Den yderligere styrkelse af euroen i løbet af 2011 skyldes formentlig også ECB's rentestigning og udmeldingerne om en hurtigere normalisering af pengepolitikken end tidligere ventet sammenholdt med FED's signaler om at holde renten i ro. Det antages beregningsteknisk, at valutakurserne forbliver på deres nuværende niveau i de kommende år.

Figur I.15 Dollar/euro kurs



Anm.: Seneste observation er medio maj 2011.

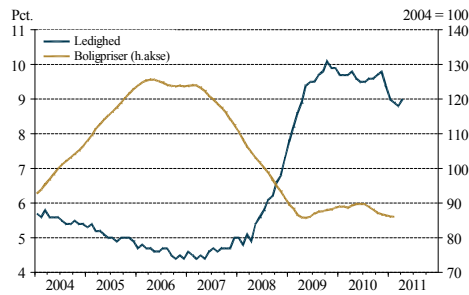
Kilde: EcoWin.

USA

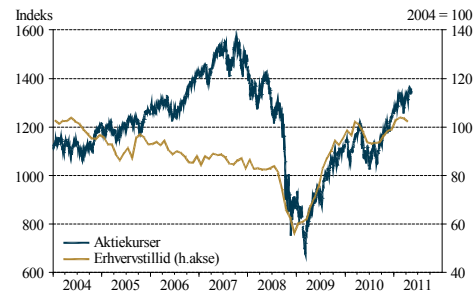
Robust opsving i USA

Den amerikanske økonomi har fortsat sin vej ud af krisen. BNP steg godt 1½ pct. fra andet til fjerde kvartal 2010, men væksten aftog dog en smule i første kvartal 2011, hvor BNP voksede 0,4 pct. i forhold til det foregående kvartal. Amerikansk BNP er nu højere end før krisen og ledigheden er faldet i 2011, om end fra et højt niveau, jf. figur I.16. På tidligere stadier af opsvinget var der bekymring for et fornyet realøkonomisk tilbageslag, blandt andet som resultat af en svag udvikling på boligmarkedet og en skuffende jobskabelse. Bekymringen kom eksempelvis til udtryk ved fald i aktiekurser samt erhvervs- og forbrugertillid hen over sommeren 2010. Disse indikatorer er dog steget det seneste halve års tid, og der har været en relativ solid vækst i den private jobskabelse. De store ubalancer udgør dog fortsat en betydelig usikkerhedsfaktor for amerikansk økonomi, og usikkerheden omkring de offentlige finanser er kommet til udtryk ved, at Standard & Poor's satte den amerikanske kreditværdighed på observationslisten i april. Det amerikanske opsving hæmmes fortsat af den svage udvikling i boligpriser og boligsalg.

Figur I.16a Ledighed og boligpriser i USA



Figur I.16b Aktiekurser og erhvervstillid i USA



Anm.: Seneste observation er februar 2011 for boligpriser, april for ledighed og erhvervstillid og medio maj for aktiekurser. Boligpriser angiver SP Case-Shiller indeks, mens aktiekurser angiver SP-500.

Kilde: EcoWin.

Fortsat stort budgetunderskud

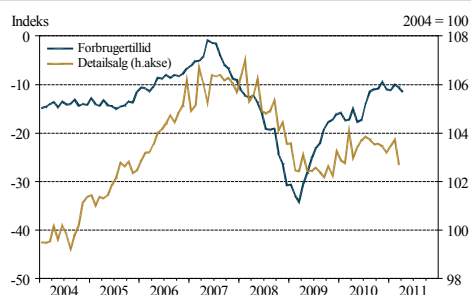
Under den finansielle og økonomiske krise har den økonomiske politik i USA bidraget til at holde aktivitetsniveauet oppe via en meget lempelig pengepolitik og kraftige finanspolitiske lempelser. Den lempelige finanspolitik har medvirket til, at det offentlige budgetunderskud i 2010 udgjorde omkring 11 pct. af BNP, og at den offentlige bruttogæld er omtrent 100 pct. af BNP. I december 2010 vedtog den amerikanske kongres at forlænge en række skattelettelser i yderligere to år, og dermed er den finanspolitiske konsolidering udskudt. Som konsekvens heraf vil finanspolitikken vedblive med at holde hånden under aktivitetsniveauet de kommende år. Størrelsen af det offentlige budgetunderskud kan dog blive et alvorligt problem, såfremt aktørerne på de finansielle markeder begynder at betvivle den offentlige sektors evne til at servicere sine gældsforpligtelser, som det er sket for flere europæiske lande. En finanspolitisk konsolidering i de kommende år er derfor også nødvendig i USA, og en sådan opstramning vil svække styrken af opsvinget. Den amerikanske regering har i april fremlagt en økonomisk spareplan, der sigter på at nedbringe budgetunderskuddet til 2 pct. af BNP over de næste godt 10 år.

Europa

Offentlig gældskrise i Europa

I euroområdet har den finansielle krise siden foråret 2010 udviklet sig til i højere grad at være en offentlig gældskrise. Dette skal blandt andet ses i lyset af den kraftige forværring af de offentlige budgetter fra et i forvejen dårligt udgangspunkt i mange lande. Finansmarkederne har efterfølgende reageret på de offentlige ubalancer, hvilket kommer til udtryk ved meget høje renter på flere landes statsobligationer. Den store usikkerhed omkring holdbarheden af de offentlige finanser har endvidere fået realøkonomiske konsekvenser, idet flere af de berørte lande oplevede stagnation eller ligefrem tilbagegang i store dele af 2010. BNP faldt således med 0,1 pct. i Spanien, 1 pct. i Irland og 4,5 pct. i Grækenland i 2010. At usikkerheden omkring de offentlige finanser har fået realøkonomiske konsekvenser kommer endvidere til udtryk ved, at ledigheden i euroområdet endnu er høj. Udviklingen i indikatorer som forbrugertillid, detailsalg og aktiekurser har endvidere været stagnerende siden sommeren 2010 efter stigninger igennem det meste af 2009, jf. figur I.17.

Figur I.17a Forbrugertillid og detailsalg i euroområdet



Figur I.17b Aktiekurser i euroområdet



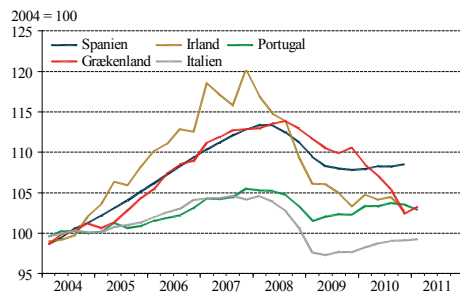
Anm.: Seneste observation er marts 2011 for detailsalg, april for forbrugertillid og medio maj for aktiekurser. Aktiekurser angiver SP-500.

Kilde: EcoWin.

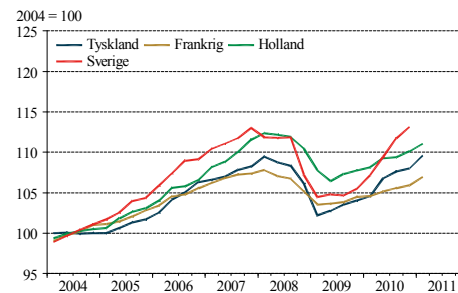
Forskellig udvikling inden for euroområdet

Mens flere gældsplagede lande oplevede stagnation eller ligefrem tilbagegang i store dele af 2010, voksede BNP i euroområdet under et med 1,7 pct. Det var karakteristisk for aktivitetsfremgangen i euroområdet i 2010, at væksten var ganske høj i første halvår, idet BNP voksede knap 1½ pct. fra fjerde kvartal 2009 til andet kvartal 2010, mens væksten tog af i andet halvår, hvor BNP kun voksede godt ½ pct. Aktivitetsfremgangen i første halvår skyldtes blandt andet styrkede afsætningsmuligheder som følge af den kraftige svækkelse af euroens værdi og genopretningen af verdenshandelen. Det var især Tyskland, der blev begunstiget af de forbedrede afsætningsmuligheder, hvilket blandt andet skal ses i lyset af en generelt lav lønstigningstakt i den tyske fremstillingssektor de senere år samt en høj konjunkturfølsomhed i den tyske eksport. Blandt andet som resultat heraf voksede BNP i Tyskland 3,5 pct. i 2010. Fremgangen i euroområdet i almindelighed og i Tyskland i særdeleshed er fortsat ind i 2011. BNP voksede således knap 1 pct. fra fjerde kvartal 2010 til første kvartal 2011 i euroområdet og med 1½ pct. i Tyskland. Også Frankrig kom godt ind i 2011, med en vækst i BNP på ca. 1 pct. i første kvartal, jf. figur I.18.

Figur I.18a BNP i udvalgte eurolande



Figur I.18b BNP i udvalgte eurolande



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2010 for Spanien, Irland og Sverige og 1. kvartal 2011 for Portugal, Grækenland, Italien, Tyskland, Frankrig og Holland.

Kilde: EcoWin.

Pengepolitisk dilemma

Som nævnt har ECB i april 2011 som reaktion på den høje inflation hævet den pengepolitiske rente og dermed påbegyndt normaliseringen af den europæiske pengepolitik. Den meget opdelte udvikling i euroområdet stiller imidlertid den europæiske centralbank i et dilemma. Højere renter vil trække i retning af at sænke inflationspresset og vil formentlig ikke svække opsvinget i Tyskland og de øvrige nord-europæiske lande i alvorlig grad. Til gengæld kan rentestigninger på nuværende tidspunkt udgøre en alvorlig trussel for det skrøbelige opsving i Sydeuropa, på et tidspunkt hvor finanspolitikken i øvrigt bliver strammet.

Kraftig aktivitetsfremgang i Sverige

Sveriges BNP voksede 5,3 pct. i 2010, og dermed er BNP nu vokset godt 8 pct. siden begyndelsen af 2009. Den kraftige genopretning af aktivitetsniveauet i Sverige skyldes i høj grad kraftig vækst i eksporten. De svenske eksportbetingelser blev i begyndelsen af opsvinget stimuleret af et kraftigt fald i den svenske kronens værdi. Siden er den svenske krone steget blandt andet som følge af pengepolitiske stramninger siden slutningen af 2010. Aktivitetsniveauet i Sverige har endvidere nydt godt af sunde offentlige finanser, der har muliggjort finanspolitiske lempelser, blandt andet i form af skattelettelser.

Hjælpepakker i Irland og Portugal

Som følge af store problemer i den irske banksektor og kraftige stigninger i de offentlige finansieringsomkostninger siden sommeren 2010 så Irland sig i november 2010 nødsaget til at anmode den europæiske stabilitetsfond om et lån. Irland fik efterfølgende bevilget et lån på 85 mia. euro, hvoraf 35 mia. euro stilles til rådighed for yderligere kapitalindsud i irske banker. Også Portugal anmodede den europæiske stabilitetsfond om et lån i april 2011 og fik i maj tilsagn om en hjælpepakke til 78 mia. euro. Lånene gives i en begrænset periode, hvor landene til gengæld pålægges at vedtage reformer og konsolidere finanspolitikken.

Flere hjælpepakker kan blive nødvendige

De to hjælpepakker til Irland og Portugal illustrerer den generelle usikkerhed omkring holdbarheden af de offentlige finanser i en række europæiske lande. Der er endvidere bekymring for, at flere europæiske lande ligeledes må se sig nødsaget til at låne midler af den europæiske stabilitetsfond for at kunne modsvare deres gældsforpligtelser. Stabilitets-

fondens størrelse indebærer dog, at det formentligt ikke vil være muligt at dække finansieringsbehovene i eksempelvis både Spanien og Italien, såfremt de begge skulle ønske at låne penge af fonden.

Permanent stabilitetsfond

EU-landene har vedtaget at gøre den europæiske stabilitetsfond og -mekanisme permanent. Fra 2013 erstattes den nuværende midlertidige fondskonstruktion (EFSF) således af en permanent fond (ESM), der samtidig bliver udvidet fra 440 til 500 mia. euro. Den europæiske stabilitetsfond er nærmere beskrevet i boks I.2.

Ny ramme for det europæiske samarbejde

EU-landene blev i marts 2011 enige om etableringen af en europagt, der har som sit formål at sikre en mere ensartet økonomisk udvikling inden for euroområdet med det sigte, at der ikke i fremtiden bliver brug for hjælpelån fra ESM. Hovedelementerne i europagten består af hensigtserklæringer om at skabe en bedre konkurrenceevne, øge beskæftigelsen og sikre sunde offentlige finanser samt finansiell stabilitet. Europagten lægger op til, at landene selv skal beslutte hvilke instrumenter, der skal tages i brug for at opfylde disse målsætninger. Europagten indeholder dog bestemmelser, der skal sikre, at der på EU-niveau lægges vægt på opfølgning på, hvorvidt landene lever op til målsætningerne. Det er endvidere et krav for lande, der deltager i Europagten, at Vækst- og Stabilitetspagtens underskudsregel bliver en del af den nationale lovgivning. Lande uden for euro-samarbejdet har mulighed for at tiltræde pagten, hvilket Danmark har benyttet sig af. Europagten er væsentlig mindre ambitiøs end de oprindelige tanker lagde op til. Det vurderes, at den mest betydningsfulde del af den samlede konstruktion udgøres af stabilitetsmekanismen, ESM.

Boks I.2 Den europæiske stabilitetsfond

Den europæiske stabilitetsfond blev etableret i kølvandet på den græske statsfinanskrise i maj 2010 og blev funktionsdygtig i september 2010. Formålet med fonden var fra start af at kunne yde lån til europæiske lande i statsfinansielle vanskeligheder ud fra samme vilkår som det lån, der blev ydet Grækenland. Ideen bag fonden er således, at det enkelte land kan låne penge af fonden til en lavere rente, end landet ellers ville kunne opnå på markedsvilkår, mod at der til gengæld stilles krav om strukturreformer og finanspolitisk konsolidering. At det er muligt at tilbyde det enkelte land en mere favorabel rente, end landet ellers ville kunne opnå, skal ses i lyset af, at eurolandene låner de nødvendige midler under ét, hvilket muliggør lavere finansieringsomkostninger. Da stabilitetsfonden udstedte obligationer i januar 2011, som led i finansieringen af den irske hjælpepakke, var den implicitte låneomkostning således under 3 pct., hvilket er væsentligt lavere end den irske stats finansieringsomkostninger. Stabilitetsfondens nuværende ramme udgør samlet 750 mia. euro og er fordelt således:

- EFSM (*European Financial Stability Mechanism*), der administreres og finansieres af EU-Kommissionen. Indeholder 60 mia. euro, der er stillet med sikkerhed i EU's budget
- EFSF (*European Financial Stability Facility*), der af mange opfattes som den egentlige hjælpefond. Består af en samlet ramme på 440 mia. euro. Midlerne tilvejebringes, efter en låneansøgning er modtaget, ved udstedelse af obligationer eller salg af andre finansielle instrumenter. Udstedelsen af obligationer sker på baggrund af statsgarantier fra de enkelte eurolande. Betingelserne for lånet skal forhandles på plads med EU-Kommissionen i samarbejde med ECB og IMF
- Et bidrag fra IMF på 250 mia. euro

EFSF er en midlertidig ordning og udløber formelt i juni 2013. Det er besluttet at etablere en ny permanent krisemekanisme med navnet ESM (*European Stability Mechanism*) ud fra samme principper, som EFSF bygger på. Fonden vil endvidere få mulighed for at købe statsobligationer direkte i markedet, hvilket ikke tidligere har været muligt.

Finanspolitisk konsolidering i Europa

Som følge af store budgetunderskud og kraftig gældsopbygning har de fleste EU-lande fået henstillinger fra det europæiske ministerråd om at påbegynde en finanspolitisk opstramning, jf. tabel I.4. For euroområdet under et var budgetunderskuddet ca. 6 pct. af BNP i 2010, og henstillin-

gerne sigter mod at bringe budgetunderskuddene ned omkring 3 pct. i de fleste lande inden 2014. En del af denne forbedring vil ske automatisk, i takt med at konjunktursituationen normaliseres, og de midlertidige krisetiltag bliver trukket tilbage, men en del af forbedringen af de offentlige saldi kræver strukturelle tiltag i retning af at styrke de offentlige finanser.

**Opstramningen
påbegyndt i mange
lande**

Flere af de hårdest ramte lande har på baggrund af henstillingerne påbegyndt en finanspolitisk konsolidering allerede i 2010, mens Europas største økonomi, Tyskland, har lagt til grund for sit stabilitetsprogram fra april 2011, at der først vil ske markante forbedringer af den strukturelle saldo i 2012. Budgetunderskuddet er i særdeleshed stort i Portugal, Spanien, Irland, Grækenland og Storbritannien, der alle har fået henstillinger om at forbedre den strukturelle saldo med 5-10 pct. de kommende år. På trods af den begyndende opstramning af finanspolitikken i mange europæiske lande vurderes det på baggrund af landenes stabilitetsprogrammer, at den strukturelle saldo i euroområdet først vil være tilbage på niveauet fra 2008 omkring 2013. De kommende år vil der således fortsat være en ekspansiv niveaueffekt fra finanspolitikken set i forhold til 2008, selvom den gradvist strammes.

Tabel I.4 Finanspolitisk opstramning i Europa

	Budgetunderskud (2010)	Offentlig gæld (2010)	Output gap (2010)	Strukturel saldo (2010)	Forbedring af strukturel saldo 2011	Krævet forbedring af strukturel saldo 2012
	----- Pct. af BNP -----					
Tyskland	3,3	83,2	-3,0	-2,0	0,0	1,0
Frankrig	7,0	81,7	-3,6	-5,1	1,3	0,9
Spanien	9,2	60,1	-5,6	-7,8	2,2	3,1
Italien	4,6	119,0	-4,7	-3,5	0,5	0,8
Portugal	9,1	93,0	-2,4	-	-	-
Irland	32,4	96,2	-9,0	-10,0	1,7	0,2
Grækenland	10,5	142,8	-6,1	-	-	-
Storbritannien	10,4	80,0	-5,0	-8,9	1,5	2,1
Danmark	2,7	43,6	-5,6	-1,7	0,6	0,2

Anm.: Forbedringen af den strukturelle saldo i 2011 og 2012 angiver den forventede ændring i henhold til det enkelte lands stabilitets- eller konvergensprogram fra foråret 2011. Output gap er målt i pct. af strukturelt BNP og er baseret på OECD's opgørelse. En del af det ekstraordinært store budgetunderskud i Irland skyldes engangseffekten af rekapitaliseringer af store dele af den irske banksektor.

Kilde: OECD, Economic Outlook, Eurostat og de enkelte landes henstillinger fra det europæiske råd af finansministre (Ecofin).

Asien

Kraftig vækst i Asien

Asien har siden foråret 2009 gennemlevet en kraftig aktivitetsfremgang, og konjunktursituationen er nu normaliseret i de fleste lande. Både Kina og Indien voksede godt 10 pct. i 2010, og selvom væksten ventes at aftage en anelse de kommende år, vil væksten formentlig fortsætte med at være højere end i de fleste andre verdensdele. Inflationen og boligpriserne er steget ganske kraftigt i mange asiatiske lande, og enkelte lande er i fare for at blive overophedet. En meget ekspansiv økonomisk politik har i høj grad bidraget til den hurtige konjunktturnormalisering, men penge- og finanspolitikken vil formentlig blive strammet i mange asiatiske lande begyndende i 2011.

Japan ramt af naturkatastrofe

BNP i Japan voksede 4 pct. i 2010 godt hjulpet på vej af en fortsat ekspansiv finanspolitik og kraftig vækst i eksporten, blandt andet som følge af den stærke fremgang i det øvrige Asien. Japan blev dog i marts 2011 ramt af en naturkatastrofe i form af et jordskælv og en efterfølgende tsunami. Naturkatastrofen har ført til en betydelig usikkerhed omkring den økonomiske situation. Det ventes, at væksten i Japan vil blive ganske lav i 2011, blandt andet som følge af den mistede produktionskapacitet i forbindelse med naturkatastrofen. I de kommende år kan der omvendt forventes et vækstbidrag fra genopbygningen af det japanske kapitalapparat.

I.3 Finansielle forhold

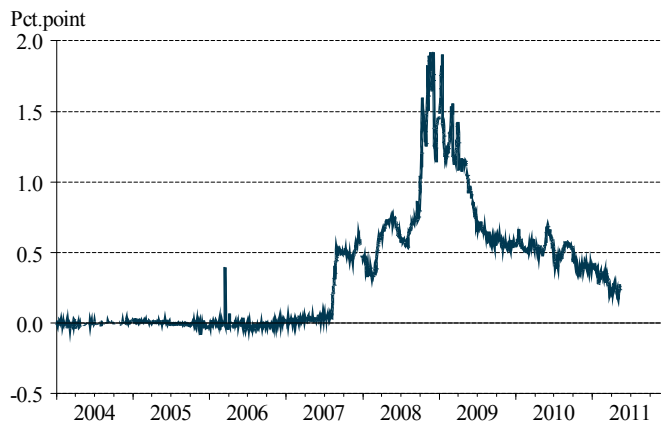
Gradvis normalisering på de finansielle markeder

Signalerne fra de finansielle markeder er blandede. Bekymringen for de offentlige finanser i mange europæiske lande påvirker eksempelvis obligationsmarkederne rundt omkring i verden negativt, mens der på andre delmarkeder er tegn på, at situationen er ved at normaliseres.

Spænd mellem usikre og sikre renter er reduceret yderligere

Et tegn på normaliseringen af pengemarkedet er, at spændet mellem usikre og sikre lån mellem danske pengeinstitutter er reduceret betragteligt, jf. figur I.19. Usikkerhed om bankernes solvens gav under finanskrisen anledning til et højt spænd mellem usikre og sikre lån på pengemarkedet. Spændet udgjorde lige efter krakket af den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers i september 2008 næsten 2 pct.point, men er siden faldet til omkring $\frac{1}{4}$ pct.point. Selvom spændet er reduceret, er det fortsat højere end før krisen. Det er dog et åbent spørgsmål om, spændet vil komme helt ned på niveauet før krisen. Som figuren indikerer, var forskellen på renterne før krisen nærmest nul. Det nuværende rentespænd på omkring $\frac{1}{4}$ pct.point må i lyset af den meget lempelige pengepolitik og deraf følgende rigelige likviditet tages som udtryk for, at der fortsat er en vis nervøsitet for konkurser blandt danske banker.

Figur I.19 Risikopræmie



Anm.: Risikopræmien er forskellen mellem usikrede og sikrede (swap) tremåneders pengemarkedsrente i Danmark. Seneste observation er medio maj 2011.

Kilde: EcoWin.

Bankpakker har bidraget til normalisering

Bankpakke I gav ubegrænset garanti indtil oktober 2010

Bankpakke II tilførte statslig kapital og forlængede garanti for bankernes lån

Normaliseringen på finansmarkederne hænger blandt andet sammen med statslig indgriben, som i Danmark især har udmøntet sig i bankpakkerne I-III. Med Bankpakke I, der blev vedtaget i oktober 2008, garanterede staten alle simple indlån samt lån på pengemarkedet. Den statslige garanti bidrog til større sikkerhed i relation til lån imellem bankerne på pengemarkedet og dermed til indsnævringen af spændet mellem usikre og sikre lån. Den ubegrænsede statsgaranti på almindelige indlån ophørte den 1. oktober 2010.

Bankpakke II, der blev vedtaget i februar 2009, adresserede solvensproblemerne i danske pengeinstitutter ved, at staten tilbød ansvarlig kapital til de danske penge- og realkreditinstitutter på op til 100 mia. kr. Samlet blev der kun udbetalt 46 mia. kr. til 43 ansøgere. Ved at stille kapital til rådighed bidrog bankpakken til at reducere risikoen for, at bankerne blev tvunget til at mindske deres udlån for at sikre den krævede solvensgrad. Dermed bidrog Bankpakke II til at forhindre, at der opstod en kreditklemme, som kunne have forstærket krisens realøkonomiske konsekvenser. Et andet element i Bankpakke II var, at banker kunne tilkøbe en individuel statslig garanti på mellemlange lån, der blev

udstedt inden 2011, og som udløber inden 1. januar 2013. Garantien i Bankpakke II forlængede dermed perioden, hvor det var muligt for pengeinstitutter at opnå statsgaranti.

**Bankpakke III
indførte afviklings-
ordning ...**

Med Bankpakke III blev garantiordningen i bankpakke II for alle bankindsud fra husholdninger og erhverv på op til 750.000 kr. gjort permanent. Samtidig blev der oprettet en afviklingsordning for nødlidende banker, der har valgt at betale til denne ordning. Ordningen indebærer, at staten overtager nødlidende banker, hvis der ikke kan findes en privat køber. Der er fremsat forslag om at ændre ordningen, sådan at tilskyndelsen for sunde banker til at overtage nødlidende banker øges. Det er planen, at dette skal ske ved, at en potentiel køber af en nødlidende bank får en medgift finansieret af indskydergarantifonden.

**... men allerede
forslag om ændring**

**Indskydere i
danske banker
kan tabe penge**

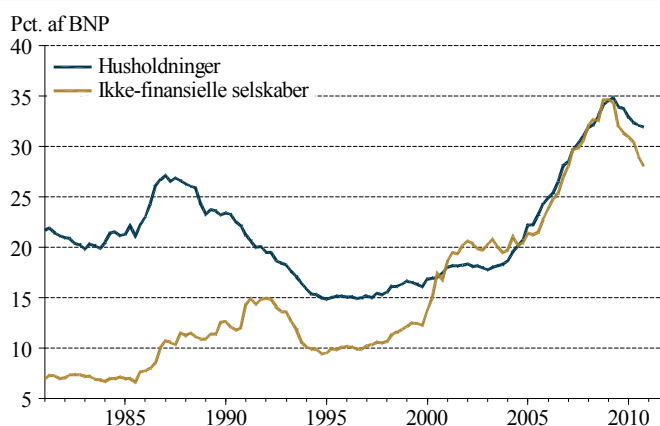
Efter udløbet af den ubegrænsede statsgaranti i Bankpakke I, risikerer indskydere i danske banker at miste en del af deres indskud over 750.000 kr., hvis et pengeinstitut går konkurs. Amagerbankens konkurs i februar 2011 viste, at dette i Danmark – i modsætning til flere andre lande – ikke kun er en teoretisk mulighed. Det er sandsynligt, at denne enegang i øjeblikket gør det sværere for danske banker at få tilført ny kapital og få dækket deres likviditetsbehov gennem låntagning på de udenlandske finansielle markeder uden at skulle betale en betydelig risikopræmie.

**Fortsat fald i
udlånsomfanget**

Perioden før den finansielle krises udbrud var karakteriseret ved, at bankernes udlån steg væsentligt mere end den økonomiske aktivitet, jf. figur I.20. Stigningen skete blandt andet på baggrund af stigende boligpriser, hvilket gav bankerne mulighed for at øge udlånene med sikkerhed i de stigende ejendomsværdier. I kølvandet på krisen faldt bankernes udlån, både fordi efterspørgslen efter lån blev reduceret i takt med den faldende aktivitet, og fordi bankerne ønskede at nedbringe deres udlån og forbedre deres solvensgrad. Reduktionen af udlånene er sket samtidig med, at pengeinstitutterne har strammet deres kreditpolitik i forhold til situationen op til krisen. Selvom pengeinstitutternes udlån er faldet mærkbart i forhold til BNP siden krisens start, er udlånet fortsat væsentlig højere end før boligprisernes kraftige vækst. Det er dermed nødvendigt med en

længere periode med svag udlånsvækst, hvis låneomfanget skal ned på før-krise-niveauet.

Figur I.20 Bankernes udlån



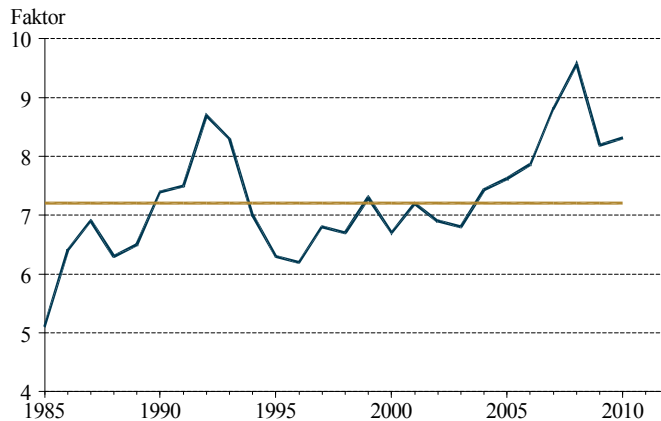
Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2010.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Bankerne er fortsat relativt højt gearede

Bankernes udlåns gearing er et blandt flere mål for bankernes kreditrisiko. Gearingen opgøres som bankernes samlede udlån i forhold til deres egenkapital. Udlåns gearingen steg fra et niveau omkring faktor 7 til omkring faktor 9 op til den finansielle krise, jf. figur I.21. Siden er gearingen blevet reduceret, hvilket både skyldes, at bankerne har reduceret udlånene, og at nogle banker har hentet ny kapital på aktiemarkedet. Bankernes gearing lå trods dette i 2010 fortsat noget over gennemsnittet for de seneste 25 år. Et spejlbillede af en relativt høj udlåns gearing er normalt, at egenkapitalen set i forhold til de samlede aktiver er relativt lav. Egenkapitalprocenten lå således i 2010 ca. 1 pct.point under det historiske gennemsnit.

Figur I.21 Udlåns gearing

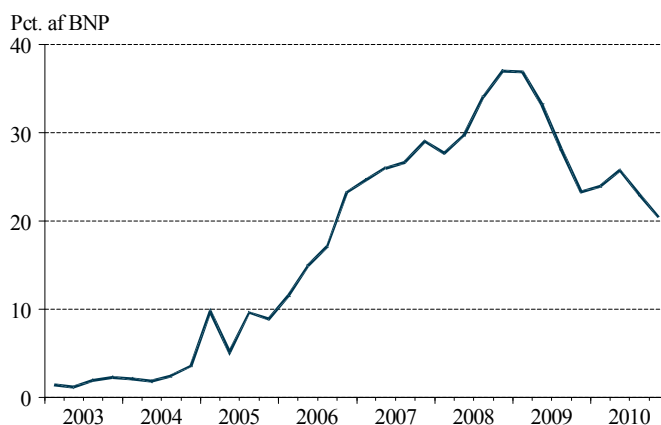


Anm.: Udlåns gearing opgøres som bankernes samlede udlån i forhold til egenkapitalen og er et mål for bankernes relative kreditrisiko. Tallene for 2010 er baseret på regnskaber for 1. halvår 2010. Den vandrette streg angiver gennemsnittet for perioden.

Kilde: Nationalbanken, Finanstilsynet og egne beregninger.

Indlånsunderskud falder igen

Frem mod den finansielle krises udbrud opbyggede bankerne et stort indlånsunderskud, jf. figur I.22. Indlånsunderskuddet angiver forskellen mellem bankernes udlån til husholdninger og erhverv og indlån på almindelige bankkonti. Som andel af BNP er indlånsunderskuddet næsten halveret, siden det toppede i slutningen af 2009, men udgør ved udgangen af 2010 fortsat ca. 20 pct. af BNP. Indlånsunderskuddet finansieres blandt andet ved, at bankerne optager lån hos banker i udlandet og institutionelle investorer som f.eks. pensionskasser. En del af disse lån har korte løbetider og skal derfor løbende refinansieres. Et stort indlånsunderskud finansieret ved korte lån i f.eks. udenlandske banker udgør en likviditetsrisiko, idet lånene ikke vil kunne refinansieres ved et tillidssammenbrud på de finansielle markeder. Hvis indlånsunderskuddet derimod dækkes af lån eller gældsinstrumenter med løbetid svarende til udlånene, er et stort indlånsunderskud ikke nødvendigvis et problem.

Figur I.22 Indlånsunderskud i forhold til BNP

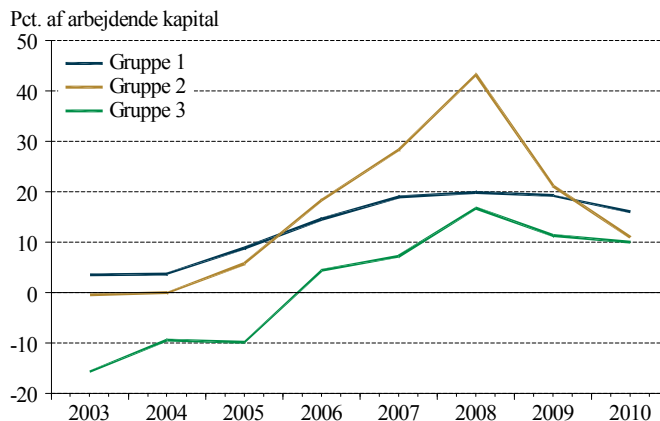
Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2010. Indlånsunderskuddet er opgjort inklusivt de danske institutters udenlandske filialer.

Kilde: Nationalbanken og Danmarks Statistik.

Stigning i indlånsunderskud skævt fordelt på bankerne

Det var især de mellemstore banker, der øgede indlånsunderskuddet op til finanskrisen, jf. figur I.23. De mellemstore banker øgede således indlånsunderskuddet fra tæt på 0 i 2003 til godt 40 pct. af den arbejdende kapital umiddelbart inden krisen. Til sammenligning øgede de store banker deres indlånsunderskud fra ca. 5 pct. i 2003 til ca. 20 pct. i 2009.

Figur I.23 Indlånsunderskud fordelt på bankstørrelse



Anm.: Gruppe 1 er de store banker, gruppe 2 er de mellemstore banker mens gruppe 3 er de små banker, jf. anmærkningen til figur A og B i boks I.3. Der var i 2009 13 mellemstore banker med en samlet balance på ca. 330 mia. kr. Dermed udgør de mellemstore banker ca. 10 pct. af den samlede danske banksektor; de små banker udgør en helt ubetydelig andel af banksektoren. Tallene i figuren indeholder - ligesom i figur I.22 - alle banker, som var i live i de enkelte år. Udviklingen i indlånsunderskuddet i 2008-10 er derfor påvirket af, at en række mellemstore (og små) banker gik konkurs.

Kilde: Nationalbanken og Finanstilsynet.

Banker har fået finansiering med længere løbetid ...

... blandt andet takket været Bankpakke II

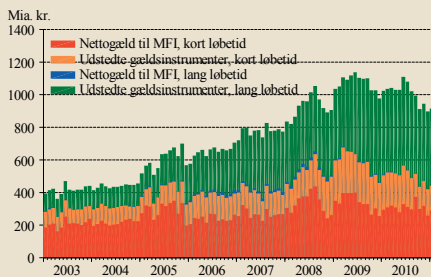
Op til krisen blev en væsentlig del af de aktiver, som bankerne ikke kunne finansiere med indskud fra husholdninger og erhverv, finansieret med korte lån fra andre finansielle institutioner, heriblandt udenlandske banker, jf. boks I.3. Den korte finansiering, der var udbredt før krisen ikke mindst i de mellemstore banker, indebærer en betydelig risiko. Bankpakke II gav imidlertid mulighed for, at bankerne kunne optage statsgaranterede lån, der udløber frem til 1. januar 2013, og bankpakken understøttede derved bankernes mulighed for at vælge finansiering med relativt lang løbetid. I takt med at bankerne har skiftet til længere finansiering, er risikoen forbundet med et indlånsunderskud af en given størrelse reduceret. Muligheden for at optage statsgaranterede lån ifølge Bankpakke II udløb ultimo 2010.

Boks I.3 *Udviklingen i bankernes finansiering**Løbetiden på bankernes finansiering*

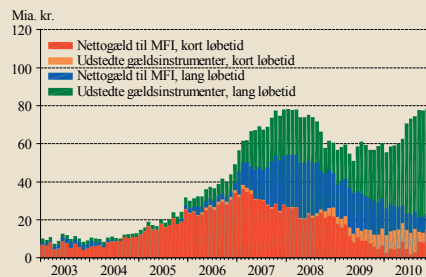
Figur A og B viser løbetiden på finansieringen af den del af bankernes aktiver, som ikke er finansieret af almindelige indskud fra husholdninger og erhverv. Tallene dækker kun over de banker, der eksisterede i 2010, hvilket betyder, at figuren (i modsætning til tallene bag figur I.22 og I.23) ikke inkluderer banker, der gik ned under krisen. Finansieringen dækker ikke kun indlånsunderskuddet, men eksempelvis også værdipapirbeholdningen på aktivsiden. Der er således ikke en en-til-en sammenhæng mellem indlånsunderskuddet og den her i boksen viste finansiering.

For de store banker er andelen af finansieringen med en oprindelig løbetid på under et år faldet fra knap $\frac{3}{4}$ i 2003 til omkring halvdelen i 2010, jf. figur A. For de mellemstore banker steg behovet for finansiering op til krisen, blandt andet som et resultat af det hastigt voksende indlånsunderskud. Finansieringen for de mellemstore banker var op til krisen helt overvejende kort. Efter krisen (og efter bankpakke II) er finansieringen for de mellemstore banker i meget høj grad skiftet til længere løbetider, jf. figur B.

Figur A: Store banker



Figur B: Mellemstore banker



Anm.: Kort løbetid er defineret som oprindelig løbetid op til et år, mens lang løbetid er over et år. MFI er monetære og finansielle institutioner. De store pengeinstitutter, gruppe 1, har en arbejdende kapital på mere end 50 mia. kr., mens de mellemstore pengeinstitutter, gruppe 2, har en arbejdende kapital på mellem 10 og 50 mia. kr. Arbejdende kapital består af summen af indlån, egenkapital, udstedte obligationer samt efterstillede kapitalindskud. Arbejdende kapital indeholder ikke gæld til kreditinstitutter og centralbanker. Tallene er ikke konsoliderede, dvs. udenlandske filialers finansiering indgår ikke. Seneste observation er januar 2011.

Kilde: Nationalbanken.

Finansiell regulering

Finanskommission i USA

USA var som epicenter for finanskrisen hårdt ramt, og den amerikanske regering nedsatte allerede i maj 2009 en kommission, Financial Crisis Inquiry Commission, der fik til opgave at undersøge en række forhold, som kunne have været en medvirkende årsag til finanskrisen. Kommissionen konkluderede ved rapportens aflevering i december 2010, at krisen kunne have været undgået. Kommissionen fandt blandt andet, at der var tydelige tegn på for dårlig regulering og dårligt tilsyn med de store banker, at der var udbredt snyd med kreditvurderingen af boligkøbere, og at årsagen til krisen ikke kun var et overophedet boligmarked, men også en for stor risikotagning i såvel banker som husholdninger, jf. boks I.4.

Ny regulering i USA

USA har vedtaget en ny regulering af det finansielle system i form af den såkaldte *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Loven indeholder en række ændringer af det amerikanske finansielle system. Loven indebærer blandt andet, at der oprettes et finansielt stabilitetsråd, der i modsætning til eksempelvis det amerikanske finanstillsyn skal overvåge hele det finansielle system, og ikke kun enkelte finansielle aktører. Herudover lægger loven op til, at derivater i fremtiden skal handles på centraliserede handelsplatforme. På realkreditmarkedet stilles der krav om, at udstedere af boliglån i fremtiden skal holde minimum 5 pct. af kreditrisikoen. Fremover vil det således ikke kun være investoren, der taber penge i tilfælde af tab på boliglån. Der forestår et stort arbejde med at implementere lovgivningen, og der kan gå nogle år, før lovgivningen får fuld virkning.

Finansielt stabilitetsråd i EU-regi

I EU-regi er der etableret et tilsvarende finansielt stabilitetsråd, *The European Systemic Risk Board (ESRB)*. Rådet, der blev oprettet i slutningen af 2010, skal være ansvarlig for tilsynet med det samlede finansielle system i EU og ikke med de enkelte finansielle institutioner. ESRB's opgave er at mindske risikoen i det finansielle system ved at identificere systemiske risici, undersøge sammenspillet mellem den makroøkonomiske udvikling og udviklingen på de finan-

sielle markeder, give anbefalinger som en respons på de identificere risici og følge op på disse anbefalinger.

Basel III har særlige konsekvenser for dansk realkredit

Basel-komiteen, som repræsenterer en række nationalbanker, fremsatte i slutningen af 2010 et endeligt forslag til en styrket regulering af bankerne, den såkaldte Basel III-protokol. Basel III introducerer blandt andet to nye kvantitative krav til banker og realkreditinstitutter: Finansieringsbrøken og likviditetsbrøken. Finansieringsbrøken har til formål at få banker og realkreditinstitutter til at benytte sig af mere stabil og langsigtet finansiering end i dag. Likviditetsbrøken har til formål at sikre, at de finansielle institutioner har en stor mængde højlikvide aktiver, som hurtigt kan sælges for at imødekomme alle forpligtelser inden for 30 dage. Begge krav har særlige konsekvenser for den danske realkreditsektor, jf. boks I.5.

Boks I.4 *The Financial Crisis Inquiry Commission*

The Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) blev nedsat af den amerikanske regering for at få klarlagt årsagerne til den finansielle krise 2007-10. Kommissionen fik bemyndigelse til at vidneindkalde og til at rekvirere korrespondancer, interne papirer etc. Den afsluttende rapport udkom i december 2010.

Kommissionen havde bl.a. til opgave at undersøge den rolle, som følgende faktorer spillede for krisen:

- Bedrageri og snyd i den finansielle sektor
- De offentlige tilsyns muligheder for at undgå krisen
- De globale ubalancer
- Pengepolitikken
- Regnskabspraksis
- Kreditbureauer
- Skatteincitament
- Kapitalkrav og regulering af likviditet og gearing
- Derivater og uregulerede finansielle produkter

Kommissionen fik endvidere til opgave at undersøge årsagerne til hver af de store finansielle institutioners kollaps samt de institutioner, som ville have været kollapsede uden statslig intervention.

Kommissionen konkluderede, at krisen kunne have været undgået. Det skal forstås på den måde, at der var faresignaler, som blev undertrykt eller overhørt. Årsagerne til krisen skal ifølge kommissionen blandt andet findes i:

- *Fejlslagen regulering*; eksempelvis kunne de offentlige myndigheder have tvunget investeringsbankerne til at øge deres kapitaldækning, eller de kunne have begrænset udstedelserne af risikable boliglån, men gjorde det ikke
- *Dårlig virksomhedsledelse (corporate governance)*; herunder mange finansielle institutioners risikotagen og kompensation til medarbejdere i det finansielle system, som gav anledning til kortsigtet tænkning og ikke langsigtet planlægning
- *Låntagning*; et eksplosivt miks af for stor låntagning og for stor risiko i både husholdningerne og i den finansielle sektor. Dette skal blandt andet ses i sammenhæng med bankernes afhængighed af kort låntagning

Boks I.4 The Financial Crisis Inquiry Commission, fortsat

- *Fejlslagent offentligt tilsyn.* De offentlige myndigheder havde instrumenterne til at afværge krisen, og modtog faresignaler før det var for sent. Der peges på, at myndighederne havde en dårlig forståelse af det finansielle system
- *Systematisk brud på ansvarlighed og etik på alle niveauer.* Eksempelvis fandt kommissionen tegn på, at låntagere løj om deres indkomst for at få lån til en ny eller større bolig, og udstederne af lånene solgte lån, som de vidste boligejeren ikke ville kunne tilbagebetale. Incitamenterne i systemet spillede en rolle: Ingen i kæden af boligspekulanter, realkreditinstitutioner, investeringsbanker m.m. stod til at tabe mærkbart, hvis boligpriserne faldt, eller hvis låntager ikke kunne honorere gældsforpligtelserne, da alle led i banken solgte lånene videre til finansielle investorer
- *Ekspansiv pengepolitik og kapitalbevægelser.* De lave pengepolitiske renter sammen med kapital fra udlandet spillede en væsentlig rolle i opbygningen af kreditboblen

Kommissionens medlemmer var dog ikke i stand til at blive enige om en konklusion. Således har fire ud af kommissionens ti medlemmer indført et efterskrift i rapporten, hvor de forklarer deres afvigende holdninger i forhold til rapportens hovedkonklusioner. De afvigende holdninger handler eksempelvis om vigtigheden af boligmarkedet, eller hvor vigtige nogle af de ovenstående punkter var med tanke på, at der også var finansielle kriser i europæiske lande.

Boks 1.5 Basel III og dansk realkredit

Basel-komiteen fremlagde i december 2010 sit endelige forslag til regulering af den finansielle sektor. Der er lagt op til, at de nye regler skal implementeres gradvist frem mod 1. januar 2019. Forslagene skal først vedtages i EU-regi, hvorefter de skal implementeres i dansk lovgivning. Hovedelementerne i reglerne er:

- *Højere kvalitet i basiskapitalen* dækker bl.a. over, at kravet til egenkapitalprocenten øges fra 2 pct. til 4,5 pct. af de risikovægtede aktiver, og at kravet til kernekapitalprocenten øges fra 4 pct. til 6 pct. af de risikovægtede aktiver; kernekapital er summen af egenkapital og hybrid kernekapital (hybrid kernekapital er lån til banker mv., der principielt ikke kan opsiges). Minimumskravet til solvensgraden fastholdes på 8 pct. af de risikovægtede aktiver; solvensgraden opgøres som basiskapitalen (sum af kernekapital, hybrid kernekapital og supplerende kapital) i forhold til de risikovægtede aktiver.
- *Stærkere risikodækning* dækker over forslag, der vil øge risikovægtene og gøre dem mere retvisende i beregningen af de risikovægtede aktiver, der indgår i opgørelsen af solvensgraden mv. Dette øger niveauet for de risikovægtede aktiver og dermed kravet til basiskapitalen.
- *Gearingsbrøken (leverage ratio)* er et mål for institutternes risiko og opgøres som basiskapitalen i forhold til den samlede uvægtede eksponering (udlån, værdipapirer mv.). Minimumsniveauet for gearingsbrøken foreslås fastlagt til 3 pct.
- *Mindre medcyklisk adfærd i den finansielle sektor* dækker over tiltag, som skal reducere de procykliske tendenser i institutternes udlån. Det foreslås, at der indføres en "conservation buffer" på 2,5 pct.point som tillæg til de øvrige solvenskrav. Institutterne må ikke betale udbytte eller bonus, hvis deres egenkapitalprocent er under 7,0 pct., eller deres solvensgrad er under 10,5 pct. Desuden er der lagt op til, at kapitalkravet kan øges med yderligere 2,5 i perioder med høj kreditvækst.
- *Likviditetsdækningsbrøken (liquidity coverage ratio)* er et krav, der har til formål at sikre, at institutterne har en stor mængde højlikvide aktiver, som hurtigt kan sælges i tilfælde af en likviditetskrise. Kravet er, at de likvide aktiver skal svare til de forventede nettoforpligtelser inden for de næste 30 dage i et stress-scenario. I beregningen inddeles aktiverne i to typer. Type 1 aktiver er aktiver, der betragtes som højlikvide, f.eks. statsobligationer. Type 2 aktiver er mindre likvide aktiver. Type 2 aktiverne kan maksimalt udgøre 40 pct. af det nødvendige likviditetsberedskab, og kan desuden kun indgå med en del af aktivets værdi afhængig af hvor risikable de antages at være. Realkreditobligationer er efter forslaget type 2 aktiver og må kun indgå med 85 pct. af deres værdi.

Boks I.5 Basel III og danske realkreditobligationer, fortsat

• *Den stabile finansieringsbrøk (net stable funding ratio)* har til formål at sikre, at der bliver en bedre overensstemmelse mellem løbetiden på institutternes udlån/aktiver og deres indlån/finansiering. Den stabile finansieringsbrøk stiller krav til størrelsen af den stabile finansiering: Jo mindre likvide aktiverne er, jo større er den krævede stabile finansiering. Et instituts stabile finansiering består primært af kapital, passiver med en løbetid på over et år samt "stabile" indlån. Den stabile finansiering skal altid mindst være lig med en vægtet sum af aktiverne, hvor vægtene er større, jo vanskeligere aktiverne vurderes at kunne realiseres i en finansiell krise. Omvendt indgår aktiver, der er meget likvide (lette at sælge), med en lav vægt; eksempelvis får kontanter og korte statspapirer vægten 0. Kravet om stabil finansiering indebærer i praksis, at udlån med løbetid over et år skal finansieres med indlån eller anden finansiering, der løber mere end et år. Der er lagt op til en observationsfase til 2018, hvor konsekvenserne af reglen bliver vurderet.

Særlige problemstillinger i forhold til dansk realkredit

Alle reglerne i Basel III skal overholdes af realkreditinstitutterne, men det er især reglerne vedr. likviditetsbrøken og stabil finansiering, der kan få betydelige konsekvenser for både finanssektoren og boliglåntagere.

Likviditetsbrøk

Statsobligationer er et type 1 aktiv, da de betragtes som sikre og likvide værdipapirer. Statsobligationer må således indgå 100 pct. i likviditetsbrøken og kan medregnes med deres fulde markedsværdi. Derimod betragtes danske realkreditobligationer som type 2 aktiver, da de ikke anses for at være fuldt likvide. Samtidig vurderes de som værende risikobetonede. Dette betyder, at danske realkreditobligationer højst må udgøre 40 pct. af aktiverne i likviditetsberedskabet, og at kun 85 pct. af obligationens markedsværdi tælles med. Disse restriktioner vil formentlig reducere efterspørgslen efter realkreditobligationer, hvilket vil øge renten.

Stabil finansiering

Boliglån har typisk lang løbetid og kræver dermed stabil finansiering. Almindelige fastforrentede realkreditobligationer med 30-årig løbetid er netop en sådan stabil finansiering, idet løbetiden på finansieringen er lige så lang som selve lånet. Ifølge de foreslåede retningslinjer kan realkreditobligationer med løbetid på 1 år og derunder derimod ikke fuldt ud opfattes som en stabil finansieringskilde. Dermed indebærer forslaget om krav til den stabile finansiering, at realkreditinstitutterne skal have en overdækning på de korte lån. Kravet om et sådan likviditetsberedskab vil øge realkreditinstitutionernes omkostninger ved at tilbyde korte rentetilpasningslån, hvilket eksempelvis vil kræve højere bidrag og dermed højere ydelser for låntagerne.

**Basel III kan
medføre højere
boligrenter**

Både kravet om stabil finansiering og likviditetsbrøken kan få stor betydning for det danske realkreditsystem. Likviditetsbrøken indebærer, at realkreditobligationer ikke vil blive betragtet som fuldt likvide og risikofrie, og derfor kan realkreditobligationer ikke tælle med deres fulde værdi i likviditetsbrøken, hvilket vil reducere efterspørgslen. I relation til kravet om stabil finansiering er problemstillingen, at realkreditinstitutterne skal holde et ekstra likviditetsberedskab til dækning for de korte obligationer. Dette vil indebære højere omkostninger til at tilvejebringe denne ekstra likviditet og højere låneomkostninger – især på rentetilpasningslån med rentebindingsperiode på op til et år.

Dansk boligfinansiering**Rentetilpasningslån stadig mere populære**

Danske husholdninger finansierer i større og større grad boligkøb ved rentetilpasningslån og lån uden afdrag. Omkring $\frac{2}{3}$ af det samlede boligudlån udgøres af variabelt forrentede boliglån og omkring $\frac{3}{4}$ af disse lån er afdragsfrie, jf. Nationalbankens publikation *Finansiel Stabilitet 2010*. Af de variabelt forrentede lån udgør hovedparten lån med en rentebinding på kun et år, og kun en mindre del af rentetilpasningslånene har et loft over, hvor meget renten kan stige. Den stadig mere udbredte brug af korte rentetilpasningslån hænger uden tvivl sammen med den ekstraordinært lave korte rente både absolut og set i relation til den lange rente. Den større udbredelse af lån, hvor renten kan variere, er ikke usædvanlig set i forhold til andre lande. Eksempelvis ydes boliglån traditionelt med variabel rente i lande som Sverige, Norge, Storbritannien og Spanien.

Rentetilpasningslån indebærer større rentefølsomhed

Rentetilpasningslån indebærer, at ydelsen varierer med renteniveauet, jf. boks I.6. Dette gælder både variabelt forrentede banklån og rentetilpasningslån baseret på realkreditobligationer. Ydelsen varierer mest for afdragsfrie lån (eller lån med faste afdrag). Når rentetilpasningslån med afdrag påvirkes mindre, skyldes det, at der sker en reduktion i afdraget, når et rentetilpasningslån refinansieres til en højere rente (og omvendt, hvis lånet refinansieres til en lavere rente). Derved virker afdragene i et vist omfang som en buffer på almindelige rentetilpasningslån med afdrag. Boligydelsens følsomhed overfor renteændringer er i sagens natur lig nul for fastforrentede lån.

Boks I.6 Dansk realkredit

Det danske realkreditsystem er et system med mange fordele

Det danske realkreditsystem er et sikkert, transparent og velfungerende system. Balanceprincippet sikrer en klar sammenhæng mellem indbetalinger fra låntager og udbetalinger til långiver og minimerer hermed realkreditinstitutternes markedsrisiko. Endvidere sikrer balanceprincippet transparens, da der i princippet ligger en udstedt obligation bag hvert boliglån. Realkreditlån ydes kun mod pant i jord og fast ejendom, hvilket sikrer en lav risiko for obligationsejerne. Realkreditinstitutterne har et kapitalgrundlag, der yderligere bidrager til sikkerheden for obligationsejerne. Markedet for realkreditobligationer er næsten lige så likvidt som statsobligationsmarkedet, hvilket bl.a. skal ses i lyset af, at realkreditobligationsmarkedet i Danmark er større end statspapirmarkedet, jf. *Nationalbankens kvartalsoversigt, 1. kv. 2011*. Omkostningerne for låntager (bidragene) er let gennemskuelige og relativt lave. Alle realkreditlån optræder på realkreditinstitutternes balance, hvilket tilskynder institutterne til at udføre en grundig kreditvurdering, og låntager hæfter personligt for realkreditlån, hvilket tilskynder låntager til forsigtighed. Alt dette betyder dog ikke, at det danske realkreditsystem er problemfrit. Opmærksomheden er især rettet mod rentetilpasningslån og afdragsfrihed, som øger rentefølsomheden.

Rentetilpasningslån kan føre til makroøkonomisk ustabilitet

Introduktionen af variabelt forrentede boliglån har øget rentefølsomheden i dansk økonomi. Rentefølsomheden dækker over, at ydelsen varierer med renteniveauet.

Det er boligejere med rentetilpasningslån, som i første omgang bærer risikoen, når renten stiger. Den højere ydelse medfører, at boligudgiften stiger. En stigning i ydelsen reducerer boligejernes rådighedsbeløb og påvirker derigennem forbruget negativt. Samtidig vil højere rente og højere ydelse lægge et nedadgående pres på boligpriserne med dertilhørende formuetab for forbrugerne. Det vil sænke forbruget yderligere, og samtidig vil de lavere boligpriser føre til lavere boliginvesteringer. Samlet set trækkes efterspørgslen ned, og ledigheden vil stige.

De negative effekter på økonomien af en rentestigning vil forstærkes, hvis boligejerne ikke er i stand til at betale merydelsen på lånet, idet resultatet da kan blive et øget antal tvangsauktioner. Tvangsauktionerne vil ofte påføre den finansielle sektor tab, som i sidste ende kan true institutternes solvens, hvis de ikke formår at rejse ny kapital. Der skal dog meget betydelige tab til, før der opstår konsekvenser for ejerne af realkreditobligationerne. Selv hvis hele kapitaldækningen i realkreditinstituttet forsvinder pga. tab, vil obligationsejerne fortsat have sikkerhed i værdien af pantet.

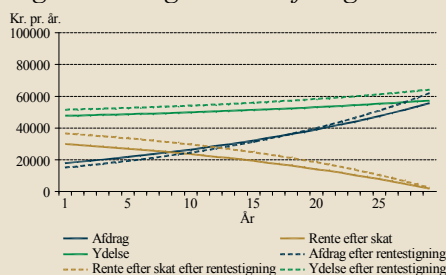
Boks I.6 Dansk realkredit, fortsat

Illustration af rentefølsomheden ved variabelt forrentede lån med og uden afdrag
 Når renten på et rentetilpasningslån stiger, stiger ydelsen. Hvis lånet er med afdrag, ændres afdragsprofilen imidlertid samtidig, sådan at afdragene reduceres. Herved stiger ydelsen mindre, end stigningen i renten isoleret set skulle tilsi. For et rentetilpasningslån uden afdrag er der ikke denne modgående effekt fra afdragene, der ikke kan reduceres, da de er nul. Derfor ændres ydelsen på et afdragsfrit lån mere end på et lån med afdrag, når renten ændres.

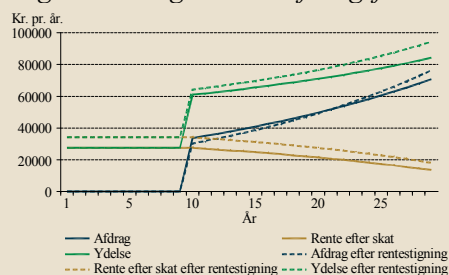
Dette er illustreret i figur A og B. De fuldt optrukne linier viser den samlede årlige ydelse efter skat (grøn), afdrag (blå) og rentebetaling (brun) for henholdsvis et lån med afdrag (figur A) og uden afdrag (figur B) ved en rente på 4 pct. og en hovedstol på 1 mio. kr. De stiplede linier viser de tilsvarende størrelser, når renten er 5 pct. Den årlige ydelse på lånet med afdrag øges med ca. 3.850 kr. (fra 47.650 til 51.500), når renten øges fra 4 til 5 pct., svarende til en stigning i ydelsen på 8 pct.; uden afdrag øges ydelsen efter skat i den afdragsfrie periode med ca. 6.600 kr. (fra 27.000 til 34.000), svarende til en stigning på ca. 24 pct.

Jo højere renten på lånet er, jo mindre afdrag betales de første år. Effekten på ydelsen for et rentetilpasningslån med afdrag af en given rentestigning afhænger dermed af niveauet for renten i udgangspunktet. Derimod er effekten på ydelsen af en given rentestigning på et afdragsfrit lån uafhængig af renten i udgangspunktet. Det betyder, at merstigningen på ydelsen på afdragsfrie lån set i forhold til lån med afdrag ved en rentestigning er mindre ved højere renteniveauer, jf. også figur I.24.

Figur A: Boliglån med afdrag



Figur B: Boliglån med afdragsfrihed



Anm.: Lånet er 30-årigt, har en hovedstol på 1 mio. kr., skatten er 33 pct. og bidraget 0,5 pct. De optrukne linier viser niveauet for de respektive variabler ved et renteniveau på 4 pct. De stiplede linier angiver niveauet for de respektive variabler ved et renteniveau på 5 pct. Rente er inklusivt bidrag.

Kilde: Egne beregninger.

Dansk økonomi påvirkes i højere grad af udsving i renten

Den større udbredelse af rentetilpasningslån indebærer, at dansk økonomi er blevet mere følsom overfor udsving i renten. Ændringer i renteniveauet påvirker under alle omstændigheder boligpriserne og aktiviteten i økonomien – uanset om boligerne er finansieret med fastforrentede lån eller rentetilpasningslån. Med rentetilpasningslån er gennemslaget imidlertid kraftigere, idet boligejernes økonomi påvirkes direkte gennem ændringer i ydelsen. Det øger renteændringernes betydning for boligejernes økonomi. Da boligpriserne samtidig i et vist omfang synes at være bestemt af (førsteårs)ydelsen, indebærer denne større følsomhed af ydelsen også, at boligpriserne er blevet mere følsomme overfor udsving i renten. Udsving i boligpriserne påvirker den makroøkonomiske aktivitet både gennem boliginvesteringerne og det private forbrug.

Rentefølsomhed er ikke nødvendigvis et problem ...

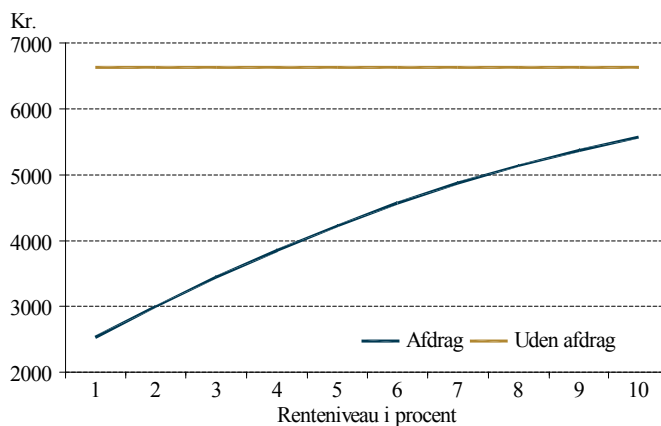
Det er ikke nødvendigvis et problem, at økonomien er blevet mere følsom overfor ændringer i renten. En højere rentefølsomhed indebærer, at transmissionen fra pengepolitikken til realøkonomien er kraftigere. I det omfang den danske konjunktursituation er nogenlunde synkron med konjunktursituationen i euroområdet, og Danmarks Nationalbank ikke af hensyn til fastkurspolitikken tvinges til at fastsætte en rente, der afviger væsentligt fra ECB's, vil udbredelsen af rentetilpasningslån og den højere rentefølsomhed som udgangspunkt virke stabiliserende.

... og i mindre omfang tilknyttet afdragsfrihed

En medvirkende årsag til den større rentefølsomhed er den stigende udbredelse af rentetilpasningslån med afdragsfrihed (på bekostning af rentetilpasningslån med afdrag). Det er imidlertid ikke afdragsfriheden i sig selv, der giver anledning til rentefølsomhed, men afdragsfriheden i kombinationen med variabel rente. Rentefølsomheden på et fastforrentet lån uden afdrag er eksempelvis nul. Endvidere reduceres forskellen i rentefølsomheden mellem lån med og uden afdrag mærkbart, hvis der sammenlignes ved et højere og mere normalt renteniveau end niveauet for dagens rente. Førsteårsydelsen efter skat på et rentetilpasningslån uden afdrag med en hovedstol på 1 mio. kr. stiger eksempelvis med ca. 6.600 kr. ved en stigning i renten på 1 pct.point uanset renteniveauet. For et tilsvarende lån med afdrag stiger førsteårsydelsen med ca. 2.500 kr. ved et renteniveau

på 1 pct. og knap 5.500 kr. ved et renteniveau på 10 pct., jf. figur I.24. Den forøgede rentefølsomhed er således primært forbundet med rentetilpasningselementet i de nye låneformer.

Figur I.24 *Ændring i ydelse ved en renteændring*



Anm.: Figuren viser ændringen i førsteårsydelsen efter skat for et lån på 1 mio. med afdrag henholdsvis uden afdrag, når renten ændres med 1 pct.point fra et udgangspunkt, der varieres fra 1 pct. til 10 pct.

Kilde: Egne beregninger.

Øget rentefølsomhed kan i visse tilfælde blive et problem – især ved valutakriser

Den forøgede rentefølsomhed kan også være en kilde til makroøkonomisk ustabilitet når bevægelserne i den korte rente ikke matcher konjunkturudviklingen perfekt. Det kan i særlig grad blive et problem på grund af samspil med den danske fastkurspolitik. Netop fastkurspolitikken adskiller Danmark fra andre lande med stor udbredelse af variabelt forrentede boliglån. Fastkurspolitikken betyder, at boligejerne risikerer at stå over for renteændringer, der kommer pludseligt, er kraftige og kan løbe modsat de stabiliseringsmæssige behov for dansk økonomi, hvis der opstår et pres på kronen kan Nationalbanken således tvinges til at hæve renten kraftigt for at forsvare valutakursen. En sådan situation vil typisk være kortvarig, men hvis den indtræffer på et tidspunkt, hvor mange rentetilpasningslån skal refinansieres, kan boligejernes økonomi blive påvirket så kraftigt,

at det kan få makroøkonomiske konsekvenser. Da refinansieringen af rentetilpasningslånene i fremtiden i højere grad vil blive fordelt ud over hele året, vil denne problemstilling blive reduceret, men ikke elimineret.

Problemer har baggrund i forventning om statslig redning og kortsynethed

Under ideale omstændigheder kunne man argumentere for, at de problemer, som boligejere med rentetilpasningslån kan opleve, er boligejernes eget problem, idet de må indkalkulere risikoen for rentestigninger. Der er imidlertid mindst to forhold, som både kan øge udbredelsen af rentetilpasningslånene og gøre låntyper med høj rentefølsomhed problematisk. For det første kan låntagerne – berettiget eller uberettiget – have en forventning om, at myndighederne vil gribe ind, hvis renten stiger voldsomt. Det kan være begrundet i, at en markant rentestigning kan true den makroøkonomiske stabilitet og måske i sidste ende true det finansielle system. Forventningen om, at myndighederne vil gribe ind, giver en u hensigtsmæssig tilskyndelse til at finansiere boligen med lån med kort bindingsperiode (og eventuelt afdragsfrihed). For det andet er det sandsynligt, at nogle låntagere systematisk undervurderer risikoen ved variabelt forrentede lån, f.eks. fordi de fejlagtigt tror, at en midlertidigt lav rente og dermed lav (førsteårs-) ydelse er ensbetydende en lav ydelse i hele lånets løbetid, eller fordi de undervurderer, hvor meget (førsteårs-) ydelsen kan stige. Det kan betyde, at der ud fra såvel en individuel som samfundsøkonomisk vurdering tages for store risici i boligfinansieringen. Begge forhold – forventninger om statslig redning i tilfælde af kraftige rentestigninger og kortsynethed – kan gøre rentetilpasningslån problematiske.

Fordele og ulemper

Kombinationen af fastkurspolitik og lån med variabel rente kan således være en problematisk cocktail. På den ene side indebærer de fleksible låneformer mange fordele, men på den anden siden er der også ulemper, som – hvis de vurderes at overstige fordelene – kan begrunde indgreb overfor de fleksible låneformer, jf. boks I.7.

Boks 1.7 Problemstillinger ved rentetilpasningslån og afdragsfrihed

Rentetilpasningslån med og uden afdragsfrihed indebærer ekstra risici i forhold til fastforrentede boliglån med afdrag. Risikoen for makroøkonomisk ustabilitet kan føre til, at myndighederne føler sig tvunget til at gribe ind på boligmarkedet, hvorved en regning, der rettelig burde betales af låntagerne, ender hos skatteyderne. Samtidig kan Nationalbanken stå over for et pengepolitisk dilemma, hvor hensynet til kronen skal vejes over for den finansielle stabilitet.

Den øgede risiko gør det relevant at overveje, om der er behov for begrænsninger i adgangen til disse låneformer. Argumenterne for indgreb skal dog vejes op mod, at de fleksible låneformer indebærer fordele. Med valgfrihed mht. varierende låneformer kan den enkelte boligejer bedre sammensætte sin gæld, så den passer til vedkommendes holdning til risiko. Variabel rente indebærer også, at boligejernes økonomi under normale omstændigheder lettes under lavkonjunkturer, hvor pengepolitikken lempes. Herved bidrager boligmarkedet under normale omstændigheder i højere grad til den makroøkonomiske stabilitet. Afdragsfrihed er en billig mulighed for boligejerne til at tilpasse afdragsprofilen, hvilket giver øget fleksibilitet og mulighed for at afdrage på anden og dyrere gæld. Tilpasning af afdragsprofilen var også muligt, før afdragsfrihed blev introduceret, men det krævede låneomlægninger medførende omkostninger i form af afgifter og gebyrer til realkreditinstitutter. Begrænsninger rettet udelukkende mod realkreditlån er problematiske, idet de kan føre til, at lånene, og de dertil knyttede problemer, flytter til f.eks. bankerne.

Mulige indgreb

Hvis det ud fra en samlet betragtning vurderes hensigtsmæssigt at stramme realkreditlovgivningen, er en mulighed at justere på lånegrænserne for de typer af lån, der vurderes problematiske, f.eks. rentetilpasningslån eller afdragsfrie lån. Reglen kunne eksempelvis være, at højst 40 eller 50 pct. af lånets værdi må sættes i pant mod ikke-fastforrentede lån. Lavere lånegrænser på sådanne lån vil begrænse rentefølsomheden og mindske den makroøkonomiske ustabilitet under den forudsætning, at boligejerne omlægger til lån med fast rente. Et indgreb mod rentetilpasningslån bør omfatte tinglysning af alle lån med variabel rente. Herved undgås, at boligejerne omgår begrænsningen ved at finansiere sig med et variabelt forrentet banklån.

Begrænses muligheden for afdragsfrihed, tvinges boligejere til omkostningsfulde tillægsbelåninger eller løbetidsforlængelser, hvis de ikke ønsker at følge den fastlagte afdragsprofil, der ligger i realkreditlån med afdrag.

(fortsættes)

Boks 1.7 Problemstillinger ved rentetilpasningslån og afdragsfrihed, fortsat

Samtidig reduceres muligheden for at nedbringe dyrere lån, og den fleksibilitet, der ligger i muligheden for afdragsfrihed i forbindelse med f.eks. arbejdsløshed, mindskes. Begrænsning eller forbud mod afdragsfrihed kan begrænse rentefølsomheden i ydelsen, men vil ikke have stor betydning for opbygningen af friværdi. I praksis er afdragene de første år af et 30-årigt låns løbetid ret begrænsede. Eksempelvis tager det mere end 5 år at afdrage 10 pct. af hovedstolen på et 30-årigt lån ved et renteniveau på 4 pct. Samtidig kan der optages tillægslån, hvis der er friværdi – f.eks. som følge af afdrag. I praksis vil en begrænsning af afdragsfrie lån derfor næppe have stor betydning for opbygningen af friværdi.

Et alternativ til lavere lånegrænser kan være at påføre låntagere højere omkostninger ved optagelse af rentetilpasningslån gennem skatter. Kravet i Basel III om stabil finansiering indebærer i sig selv større omkostninger ved at tilvejebringe lån med kort løbetid. Da disse omkostninger i praksis vil blive båret af låntagerne, øger indførelsen af reglerne låneomkostningerne for disse typer af lån.

En mulighed for en (yderligere) fordyrelse af rentetilpasningslån, som direkte ville påhvile låntager, ville være at kræve en højere afgift for tinglysning af lån med rentetilpasning eller alternativt at give rabat for fast forrentede lån.

Ifølge realkreditinstitutterne selv bevilges lån med rentetilpasning kun, hvis låntager kan godkendes til et lige så stort lån med fast rente. Det er imidlertid ikke tilstrækkeligt, at låntager kan klare et lån til det aktuelle niveau for den lange rente. Hvis renten på rentetilpasningslån stiger, og en låntager, der oprindeligt optog et rentetilpasningslån, ønsker at skifte til fast forrentede lån, vil den lange rente med stor sikkerhed også være steget. Det giver dermed ikke tilstrækkelig sikkerhed, at en låntager kan kreditvurderes til at kunne klare et lån med fast rente, hvis kreditvurderingen finder sted på et tidspunkt, hvor renten er relativt lav. Det er sandsynligt, at en del låntagere i dag ikke er fuldt opmærksomme på den risiko, de påtager sig, når de på optager lån med variabel rente. En mulighed kunne derfor være at pålægge realkreditinstitutter og banker en skærpet pligt til at informere om risikoen for og konsekvenser af pludselige stigninger i ydelsen ved optagelse af rentetilpasningslån. En øget information om risikoen ved rentetilpasningslån ville reducere risikoen for, at låntagere fejlagtigt tror, at en midlertidig lav rente er ensbetydende med en lav ydelse i hele lånets løbetid. Reduceres denne misforståelse, kan det medvirke til at mindske udbredelsen af rentetilpasningslån.

I.4 Indenlandsk efterspørgsel

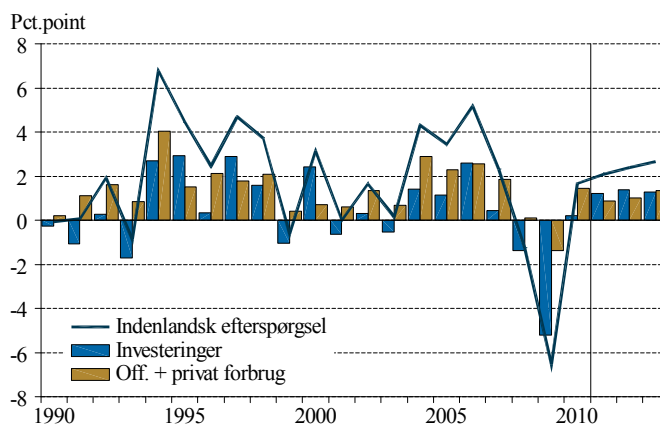
Kun svag vækst i den indenlandske efterspørgsel

Den private, indenlandske efterspørgsel er endnu kraftigt mærket af krisen. Et lavt investeringsniveau kombineret med en svag vækst i det private forbrug ekskl. bilkøb indebærer, at den private efterspørgsel ekskl. lagre kun bidrog med 0,2 pct.point til væksten i den samlede indenlandske efterspørgsel i 2010. Den samlede efterspørgsel steg alligevel pænt, men det skyldtes dels en stigende offentlig efterspørgsel, der bidrog til væksten i den indenlandske efterspørgsel med ½ pct.point, dels en begyndende normalisering af lagerinvesteringerne, der bidrog med 1 pct.point.

Men udsigt til fremgang

I de kommende år ventes stigende forbrugs- og investeringskvoter, men en fortsat svag udvikling på boligmarkedet, en svag vækst i den disponible indkomst, lav vækst i det offentlige forbrug, højere renter samt en generel usikkerhed bidrager til, at væksten i den indenlandske efterspørgsel ventes at blive dæmpet set på baggrund af et udgangspunkt fra en kraftig lavkonjunktur, jf. figur I.25 og tabel I.5.

Figur I.25 Vækstbidrag til indenlandsk efterspørgsel



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

Tabel I.5 Indenlandsk efterspørgsel opdelt på underkomponenter

	Årets	Mængdestigning				
	priser	2009	2010	2011	2012	2013
	2010	2009	2010	2011	2012	2013
	Mia. kr.	-----	Pct.	-----	-----	-----
Privat forbrug	853	-4,5	2,2	1,7	1,9	2,7
Bilkøb	37	-29,8	34,2	16,7	-0,9	2,6
Andet forbrug	816	-3,2	1,1	1,0	2,1	2,7
Offentligt forbrug	513	3,1	1,0	0,1	0,0	0,0
Offentlige investeringer	38	4,6	7,3	9,5	-8,0	-8,0
Boliginvesteringer	74	-16,9	-9,4	3,8	4,3	7,3
Erhvervsinvesteringer	175	-15,3	-1,4	0,4	7,7	8,2
Maskiner	135	-13,0	6,8	0,7	6,7	7,6
Bygninger	40	-22,1	-28,6	-0,9	12,5	11,0
Lagerændringer	-5	-2,1	1,0	0,8	0,5	0,2
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.648	-6,5	1,7	2,1	2,4	2,7

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

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

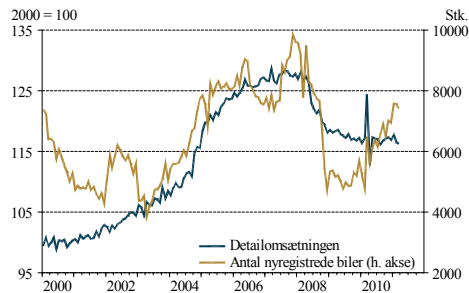
Stigning i det private forbrug, men til dels pga. bilkøb

Det samlede private forbrug steg i 2010 med 2,2 pct. Stigningen kan for en væsentlig del forklares af en kraftig stigning i bilkøbet på over 30 pct. Stigningen i bilsalget bidrog således med ca. 1 pct.point til stigningen i det samlede forbrug. Forbrugsudviklingen er bemærkelsesværdig svag, set i lyset af det kraftige fald i forbruget i 2009, udbetaling af SP, skattelettelser, og de historisk lave renter, hvilket formentlig skyldes formuetabene, der blev lidt under krisen, og at der fortsat er en generel usikkerhed om udviklingen i ledigheden og om situationen på boligmarkedet.

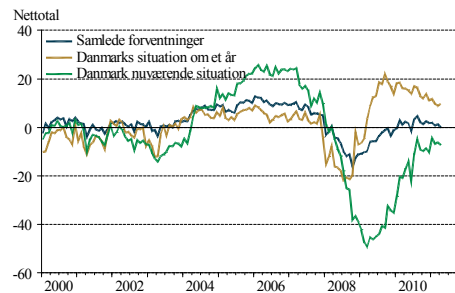
Blandet billede fra forbrugsindikatorer

Detailomsætningen har ligget på et lavt, uændret niveau siden midten af 2008, jf. figur I.26a. De samlede forbrugerforventninger er akkurat i plus, men svagt faldende, jf. I.26b. De bagvedliggende tal bekræfter de blandede signaler fra indikatorerne, da forventningerne til Danmarks situation om et år er svagt faldende, mens forventningerne til Danmarks aktuelle situation i 2011 er stigende.

Figur I.26a Forbrugsindikatorer



Figur I.26b Forbrugertillid



Anm.: Seneste observation er marts 2010 for antallet af nyregistrerede biler og detailomsætningen. Seneste observation er april 2011 for forbrugertilliden. Nettotal skal tolkes som udtryk for tendensen i tilliden. Eksempelvis er et nettotal på 20 udtryk for, at der forventes en bedring netto i husholdningerne, som repræsenterer 20 pct. af de samlede husholdninger.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Moderat forbrugsvækst

Det private forbrug skønnes at stige med ca. 1½ pct. i 2011 og ca. 2 pct. i 2012. Den forventede vækstrate i 2011 svarer omtrent til den gennemsnitlige vækstrate i det private forbrug gennem de seneste 30 år. Forbrugsstigningen indebærer, at det private forbrug først når op på niveauet fra før krisen i 2013. Set i lyset af det kan stigningerne virke moderate. Det afspejler en forventning om, at stigende renter, krybende boligpriser og en svag indkomstudvikling vil lægge en dæmper på forbrugslysten.

Fortsat konsolidering af husholdningernes økonomi

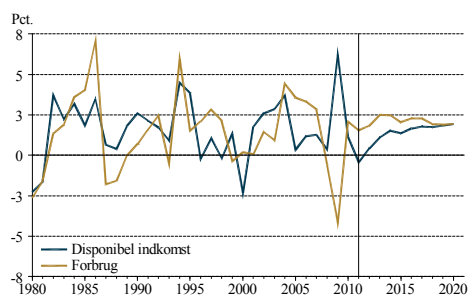
Indkomstudviklingen forventes i indeværende prognose kun langsomt at blive normaliseret, jf. figur I.27a. Dette skal ikke mindst ses i lyset af en begrænset lønudvikling og en høj inflation. Det betyder, at den forventede stigning i forbruget skal komme fra, at husholdningerne bruger en større del af deres indkomst på forbrug, jf. figur I.27b. Den forventede udvikling medfører, at forbrugskvoten ligger tæt på det historiske langsigtede niveau, når konjunktursituationen forventes normaliseret omkring 2015. Den træge tilpasning til forbrugskvotens langsigtede niveau skal blandt andet ses som konsekvens af husholdningernes ønske om konsolidering efter store formuetab i forbindelse med den finansielle krise. Denne konsolidering er først lige begyndt på trods af en lav forbrugskvote under krisen. Faldet i boligformuen har dog været så kraftig, at den øgede

opsparing endnu ikke har været tilstrækkelig til at øge husholdningernes formue. Der forventes en langsigtet tendens til såvel stigende forbrugskvote som formuekvote frem mod 2020, hvilket blandt andet skal ses på baggrund af, at der bliver relativt flere nedsparere end opsparere i takt med, at der kommer relativt flere pensionister end personer i arbejdsstyrken i årene fremover.

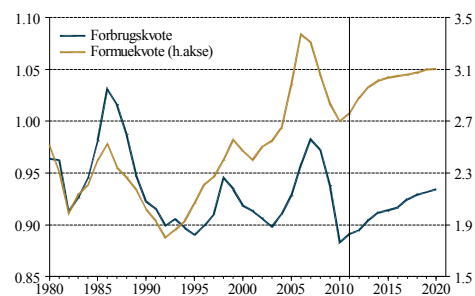
Stor usikkerhed om boligprisen

På trods af en mindre stigning i boligprisen i 2010 og historisk lave renter, er der fortsat stilstand på det danske boligmarked. Faldet i boligpriserne er tilsyneladende stoppet, men stigningen var i 2010 kun lidt højere end inflationen. Antallet af tvangsaktioner er omkring fem gange så højt som før krisen og dobbelt så højt som i starten af 2000. Den svagt faldende tendens i slutningen af 2009 og starten af 2010 i både liggetider (den gennemsnitlige tid en bolig er til salg) og udbud af boliger til salg viste sig at være midlertidige, og både liggetiderne og udbuddet er tilbage på niveauet på toppen af den finansielle krise, jf. figur I.28a. Spejlbilledet af denne udvikling er et lavt antal handler set i forhold til niveauet igennem de seneste ca. 20 år, jf. figur I.28b. Forude venter endvidere stigende renter.

Figur I.27a Indkomst og forbrug



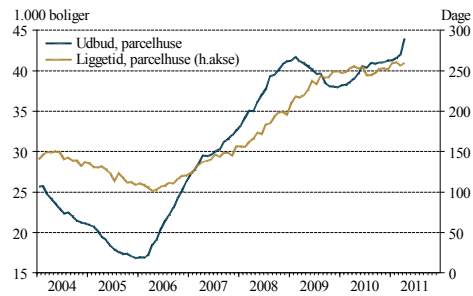
Figur I.27b Forbrugs- og formuekvote



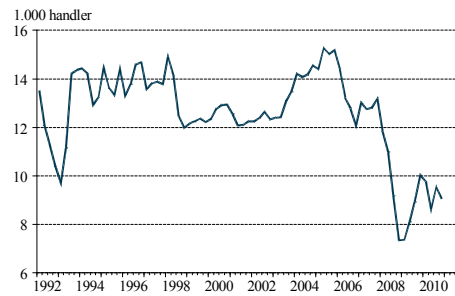
Anm.: SMEC's langsigtede indkomstdefinition er anvendt, jf. bilagstabel I.6. Forbrugskvoten angiver det samlede forbrugs andel af disponibel indkomst. Formuekvoten angiver den forbrugsbestemmende private formue målt i forhold til disponibel indkomst. Den private formue udgøres af husholdningernes finansielle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

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

Figur I.28a Udbud og liggetid



Figur I.28b Handler af enfamiliehuse



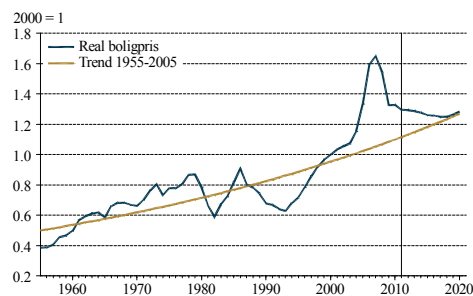
Anm.: Egen sæsonkorrektion. Seneste observation er april 2011 for udbud og liggetider og 4. kvartal 2010 for antal handler.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Realkreditrådet.

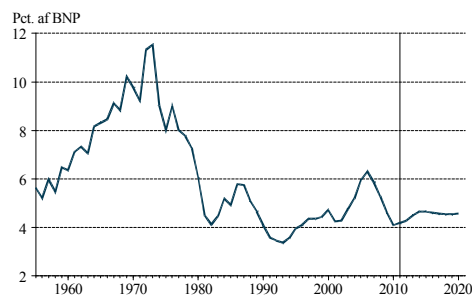
Forventning om svag boligprisudvikling fra 2011 til 2020

Prognosen indebærer et lille nominelt fald i boligprisen i 2011 og omtrent uændrede reale prisen frem til 2020. Boligprisen forventes på kort sigt specielt at blive holdt nede af stigende renter, en fortsat svag udvikling i beskæftigelse og i indkomster samt en generel usikkerhed hos husholdningerne om den nære fremtid. Det forventede nominelle fald i boligprisen i 2011 skal således specielt ses i lyset af ventede rentestigninger sammenholdt med et fald i realindkomsterne. Alene den forventede rentestigning i indeværende prognose indebærer et nedadgående pres på boligprisen på ca. 1 pct. i 2011 og yderligere ca. 1¼ pct. i 2012. Renterne er allerede steget fra det historisk lave niveau. Samtidig vurderes den reale boligpris at befinde sig over dets langsigtede trendniveau, jf. figur I.29a. Det kan forstås som det niveau, boligprisen ville befinde sig på, hvis den reale boligpris havde vokset med den gennemsnitlige historiske vækstrate, se *Dansk Økonomi, efterår 2010*. Det skønnes, at den reale boligpris langsomt vil nærme sig ligevægtsniveauet frem mod 2020, hvilket indebærer en stort set uændret real boligpris, i perioden 2011-20.

Figur I.29a Real boligpris



Figur I.29b Boliginvesteringer



Anm.: Den reale boligpris er defineret som kontantprisen på enfamiliehuse divideret med deflatoren for det private forbrug med 4. kvartal 2010 som seneste historiske observation. Trenden i den reale boligpris er estimeret i logaritmer.

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

Forsigtig vending i boliginvesteringer

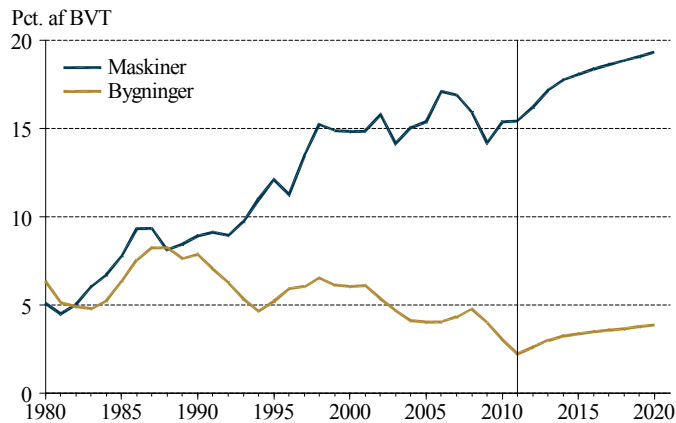
Den store usikkerhed omkring boligmarkedet påvirker generelt prognosen for udviklingen i den indenlandske efterspørgsel og boliginvesteringerne i særdeleshed. Boliginvesteringerne i forhold til BNP ligger nu på et meget lavt niveau historisk set, og stigningen i 2010 var den første stigning siden 2006, jf. figur I.29b. På den baggrund forventes det, at boliginvesteringernes bund er nået på trods af den store usikkerhed, der hersker omkring udviklingen i boligpriserne. Prognosen understøttes blandt andet af, at antallet af byggetilladelser er steget kraftigt gennem sidste halvår af 2010. Endvidere er boliginvesteringerne faldet mere end den historiske sammenhæng mellem boligpriser og boliginvesteringer ville have tilsagt. Frem mod 2020 forventes det, at boliginvesteringerne nærmer sig den historiske langsigtede ligevægt.

Begyndende stigninger i erhvervsinvesteringerne

Mens maskininvesteringerne steg med mere end 5 pct. i 2010, fortsatte investeringerne i bygninger og anlæg i krisens spor med et fald på ca. 14 pct. Stigningen i maskininvesteringerne var dog påvirket af en stor stigning i andet kvartal, som primært kan tilskrives en investering i en boreplatform i Nordsøen. Fremadrettet ventes investeringerne at stige som led i konjunkturaliseringen. Industriens ordreindgang er stigende, hvilket kan være en indikation på, at industriproduktionen endelig vil bevæge sig op på niveauet fra før krisen. Samtidig er specielt byggesektorens forventninger

stigende. Tilsammen trækker det forsigtigt i retning af et mere positivt syn på fremtiden og større investeringslyst. Det skønnes at resultere i stigende investeringskvoter, jf. figur I.30. Det forventes, at maskininvesteringskvoten vil fortsætte sin stigende trend frem mod 2020. Bygningsinvesteringens kvoten har haft en aftagende tendens, men kvoten antages at blive stabiliseret i den nuværende prognose.

Figur I.30 Maskin- og bygningsinvesteringskvote



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

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

Lageropbygning bidrager til vækst

Krisen resulterede i en meget stor lagernedbrydning. Lager nedbrydningen fortsatte i 2010, men i langsommere tempo. Den mindre lagernedbrydning i 2010 bidrog positivt til den samlede vækst med næsten 1 pct. point. Det forventes, at virksomhederne begynder at opbygge deres lagre de kommende kvartaler, hvilket vil bidrage til at forøge den samlede efterspørgsel. I alt skønnes det, at lagerinvesteringerne vil bidrage med ca. $\frac{3}{4}$ pct.point til væksten i 2011 og op mod $\frac{1}{2}$ og $\frac{1}{4}$ pct.point i henholdsvis 2012 og 2013. Niveaulet for lagerinvesteringerne ventes først i 2013 at nå det gennemsnitlige niveau set over perioden 1980-2010. Lager-

investeringerne forventes at forblive omtrent uændret efter 2013 og bidrager derfor ikke yderligere til væksten.

I.5 Udenrigshandel og betalingsbalance

Rekordoverskud på betalingsbalancen i 2010

Udenrigshandlen steg i 2010 efter en voldsom kontraktion i verdenshandlen som respons på den finansielle krise. Stigningen var både et resultat af højere økonomisk aktivitet i Danmark og udlandet samt en normalisering af niveauet for den globale handel. For Danmark blev resultatet et rekordoverskud på betalingsbalancens løbende poster på 96 mia. kr. Overskuddet vedrører primært overskuddet på vare- og tjenestebalancen.

Høj udlandsvækst i 2010

Kriseåret 2009 var det første år med negativ vækst på de danske eksportmarkeder under et siden 1966. Med især den høje vækst gennem 2010 på Danmarks to vigtigste eksportmarkeder, det tyske og svenske, vendte væksten på eksportmarkederne tilbage til et mere normalt niveau set i et historisk perspektiv. BNP hos vores samhandelspartnere ligger fortsat betydeligt under det strukturelle niveau. Der er derfor et vist potentiale for dansk eksportvækst de kommende år i takt med, at konjunktursituationen på Danmarks eksportmarkeder bliver normaliseret. Konjunkturnormaliseringen ventes dog at blive forholdsvis langsom, blandt andet som et resultat af den forestående finans- og pengepolitiske konsolidering, ud over hvad konjunkturerne tilsiger, hvilket skal ses i sammenhæng med store underskud på de statslige budgetter, bl.a. i euroområdet, og stigende råvarepriser.

Svækkelse af kronekursen forbedrede konkurrenceevnen

Lønstigningerne aftog mærkbart i Danmark i 2010 og lønstigningstakten blev nogenlunde som i udlandet, jf. tabel I.6. Selvom lønomkostningerne i Danmark voksede i takt med udlandets blev den danske lønkonkurrenceevne forbedret i 2010 som følge af en svækkelse af den effektive kronekurs, jf. figur I.31. Svækkelsen af den effektive kronekurs skyldes primært svækkelsen af euroen, men også styrkelsen af den svenske og norske krone samt pundet. I 2011 ventes væksten i lønomkostningerne at aftage yderligere i Danmark, hvilket sammen med en antagelse om en uændret effektiv valutakurs gør, at der ikke imødeses nogen væsentlig ændring i lønkonkurrenceevnen.

Tabel I.6 Lønkonkurrenceevne

	2009	2010	2011	2012	2013
	----- Pct. -----				
Stigning i timelønomkostninger, indland	2,9	2,6	2,0	2,2	2,5
Stigning i timelønomkostninger, udland	1,4	2,6	2,3	2,6	2,8
Ændring i relativ løn	-1,5	0,1	0,3	0,4	0,4
Ændring i effektiv kronekurs	1,8	-3,5	0,4	0,4	0,0
Ændring i lønkonkurrenceevne	-3,3	3,6	-0,1	0,0	0,4

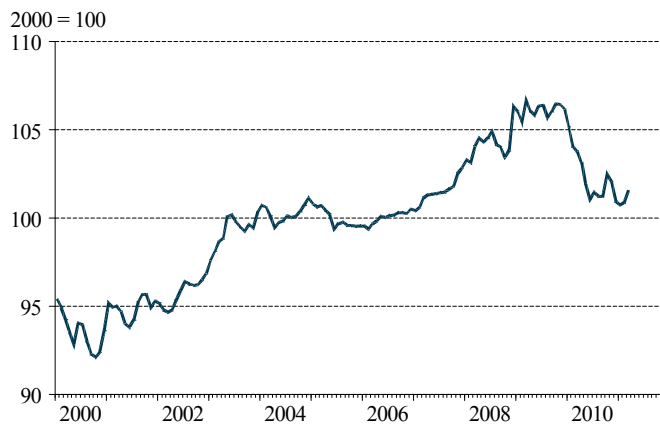
Anm.: Lønomkostningerne omfatter både direkte og indirekte omkostninger, og lønudviklingen angiver stigningstakten for timelønsomkostningerne i industrien. Se anmærkningen i bilagstabel I.8 for sammenvejningen af udenlandsk lønstigningstakt.

Ændringen i den relative løn er lig lønstigningen i udlandet minus lønstigningen i Danmark.

Ændringen i lønkonkurrenceevnen er lig ændringen i den relative løn minus ændringen i den effektive kronekurs. Et negativt tal indebærer en forværring af konkurrenceevnen.

Kilde: BLS, OECD, EcoWin, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne skøn.

Figur I.31 Effektiv kronekurs



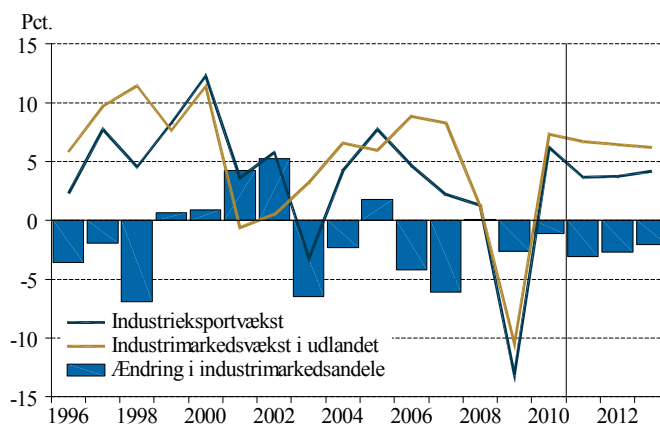
Anm.: Seneste observation er maj 2011.

Kilde: EcoWin.

Fortsat forventet tab af markedsandele

Danske virksomheders markedsandele forblev stort set uændrede i 2010 på trods af den forbedrede konkurrenceevne, jf. figur I.32. Dette kan ses som et resultat af den forudgående kraftige forværring af konkurrenceevnen og sammensætningen af den danske eksport, som i et vist omfang består af medicin samt miljø- og energiteknologi. Disse varer er mindre prisfølsomme end mange andre eksportvarer. I indeværende prognose forventes danske virksomheder at tabe industrimarkedsandele, hvilket blandt andet skal ses i lyset af den løbende forringelse af lønkonkurrenceevnen i tidligere år. Uanset prisfølsomheden i danske eksportvarer vil det lægge et nedadgående pres på markedsandelene i fremtiden.

Figur I.32 Industriekspert, markedsvækst- og andele



Anm.: Markedsandelene er konstrueret ved at sætte den danske industriekspert i forhold til et vejte gennemsnit af aftagerlandenes industriimport. Både eksport og import er mængder. Aftagerlandenes import er sammenvejet med udgangspunkt i de givne eksportvægte. Aftagerlandenes importvækst er fremskrevet med udgangspunkt i den forventede vækst i BNP i de enkelte lande sammenvejet med eksportvægte, jf. bilagstabel I.1.

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

Kraftig vækst i vareeksport og -import i 2010

Både eksporten og importen steg forholdsvist kraftigt i 2010. Årsvæksten for eksporten af varer var således 5 pct., mens importen af varer voksede lidt mindre. Væksten i eksporten skal primært ses i lyset af den tiltagende vækst på

de danske eksportmarkeder. Væksten i vareimporten er et resultat af at den samlede efterspørgsel steg hurtigere end den samlede produktion i Danmark.

Negativt vækstbidrag fra udenrigshandlen

Vækstbidraget fra udenrigshandlen ventes i nærværende prognose at blive negativt på trods af stigende eksportvækst, jf. tabel I.7. Det skal ses i sammenhæng med den relativt hurtigere genopretning af importkvoten i forhold til eksportkvoten. Nærværende prognose indebærer, at importkvoten vil følge den historiske tendens til at stige hurtigere end eksportkvoten. Siden midten af halvfemserne er eksportkvoten steget, selv om den danske lønkonkurrenceevne er blevet forværret. Det kan tilskrives en højere vækst på de danske eksportmarkeder end i Danmark og øget international arbejdsdeling. Fortsættelsen af den kraftigere vækst i importkvoten i forhold til eksportkvoten skal også ses på baggrund af, at den samlede efterspørgsel forventes at stige mere end den danske produktion, som følge af en lav strukturel vækst i Danmark.

Tabel I.7 Eksport og import

	Årets priser 2010	Mængdestigning				Prisstigning			
		2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
	Mia. kr.	Pct.				Pct.			
Vareeksport	539	5,0	2,1	1,9	2,2	4,6	3,2	1,5	1,0
heraf industri	356	6,2	3,7	3,8	4,2	1,2	0,0	1,0	1,0
Tjenesteeksport	342	1,4	7,1	3,8	3,3	11,6	2,0	1,7	2,4
Eksport i alt	881	3,6	4,1	2,7	2,6	7,2	2,7	1,6	1,6
Vareimport	502	4,5	5,8	3,3	4,2	4,5	4,3	1,9	0,9
heraf industri	373	5,2	6,6	3,4	5,1	0,8	1,0	1,0	1,0
Tjenesteimport	282	0,2	4,5	3,9	3,6	4,2	2,4	2,4	2,4
Import i alt	784	2,9	5,3	3,5	4,0	4,4	3,6	2,1	1,5

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

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

Kraftig stigning i varepriserne, men bytteforholdsforværring

Priserne i udenrigshandlen steg i 2010 efter kraftige fald i 2009. Genopretningen af priserne kan ses som et resultat af normaliseringen af verdenshandlen i kombination med generelt stigende energi- og råvarepriser. Priserne for blandt andet industrivarer og tjenester befinder sig på et højere niveau end før krisen. Importpriserne på varer steg i 2010 dog en del mere end eksportpriserne, og Danmark oplevede dermed en lille bytteforholdsforværring. Forværringen forventes at fortsætte i 2011-12, hvorefter prognosen indebærer et omtrent konstant bytteforhold i perioden 2013-20.

Stor stigning i overskuddet på betalingsbalancen i 2010

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster blev i 2010 på 96 mia. kr. Overskuddet er primært et resultat af en gunstig udvikling på vare- og tjenestebalancen, som samlet set udviste et overskud på 90 mia. kr. Specielt tjenestebalancen bidrog til overskuddet, idet overskuddet her steg med ca. 20 mia. kr. i forhold til kriseåret 2009. Forbedringen af tjenestebalancen var primært et resultat af den gunstige prisudvikling på tjenester herunder søfart. Til overskuddet på vare- og tjenestebalancen skal lægges historisk høje renteindtægter fra udlandet på ca. 40 mia. kr., hvilket blandt andet er et resultat af en stigende finansiell formue i udlandet. Overførsler til EU og andre netto-overførsler til udlandet trak den anden vej med ca. 50 mia. kr., jf. tabel I.8.

Tabel I.8 *Betalingsbalancens løbende poster og udlandsgæld*

	2009	2010	2011	2012	2013
	----- Mia. kr. -----				
Varebalance	31	38	15	5	-6
Tjenestebalance	32	60	71	72	76
Formueindkomst, netto	38	43	42	35	32
Øvrige poster	-42	-45	-44	-44	-45
Løbende poster i alt	59	96	85	69	56
Udlandsgæld, ultimo	-76	-167	-252	-321	-378
	----- Pct. af BNP -----				
Løbende poster i alt	3,6	5,5	4,7	3,7	2,9
Udlandsgæld, ultimo	-4,6	-9,6	-14,0	-17,2	-19,5

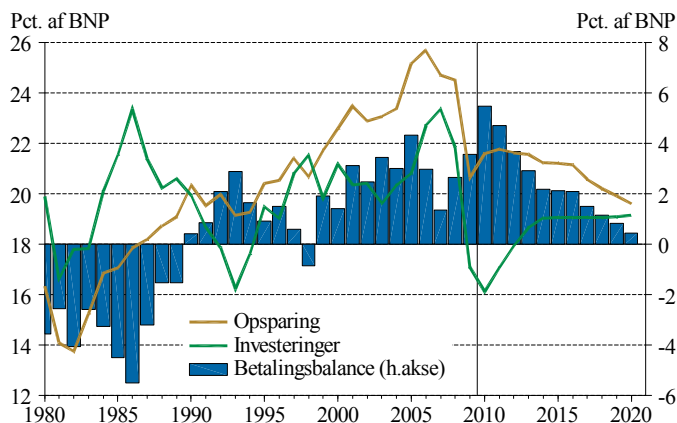
Anm.: Det er antaget, at ændringen i udlandsgælden i fremskrivningsperioden er lig med saldoen på betalingsbalancen.

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

**Mindre gunstig
udvikling i
betalingsbalancen
fremover**

I de kommende år forventes det, at overskuddet på betalingsbalancen reduceres, jf. figur I.33. Dette skal ses i sammenhæng med, at der ventes et fald i overskuddet på både vare- og tjenestebalancen samt i nettorenteindtægterne fra udlandet, der befinder sig på et historisk højt niveau i forhold til niveauet for Danmarks tilgodehavender i udlandet. Forværringen af betalingsbalancen dækker over et forventet fald i opsparingskvoten. Det skal ses på baggrund af den demografiske udvikling. I takt med at flere og flere går på pension og hæver deres pensionsformuer, skifter de status fra opsparere til nedsparende.

Figur I.33 Betalingsbalance



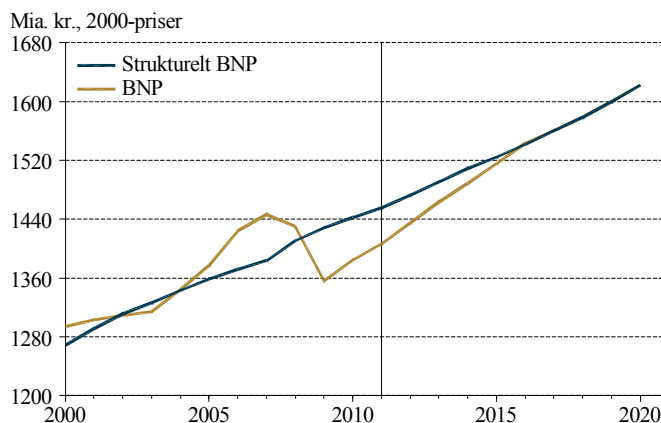
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

I.6 Produktion og beskæftigelse

Det krybende opsving begyndt

Trods et fald i produktionen i fjerde kvartal 2010 blev væksten i BNP på 2,1 pct. i 2010, og det krybende opsving ser ud til at være påbegyndt. Opsvinget sker langsomt, og der er fortsat ledig kapacitet i dansk økonomi. Produktionsniveauet skønnes i 2011 således at ligge ca. 4 pct. under niveauet i en normal konjunktursituation, og væksten i 2010 var kun en anelse over det historiske gennemsnit set over de seneste 30 år. Normaliseringen af konjunktursituationen skønnes også fremadrettet at være langsom, og det ventes, at output gap først bliver lukket omkring 2015, hvilket er ca. 7 år efter, at det sidst var nul, jf. figur I.34.

Figur I.34 BNP



Anm.: Beregningen af strukturelt BNP er bl.a. beskrevet i *Dansk Økonomi, forår 2008*. Seneste observation er 4. kvartal 2010.

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

Underliggende vækst fremadrettet på omkring 1¼ pct.

Væksten i BNP skønnes i 2011 at blive omkring 1½ pct., hvilket vurderes at være omkring ½ pct. mere end den underliggende, strukturelle vækst. I perioden 2012-15 skønnes BNP at vokse med ca. 2 pct. årligt, jf. tabel I.9. Perioden med en vækst, der er højere end den underliggende, strukturelle vækst, indebærer, at det negative output gap gradvist lukkes. Den underliggende, strukturelle vækst på omkring 1¼ pct. baseres på en antagelse om en strukturel vækst i timeproduktiviteten i de private byerhverv på 1½ pct. Hertil kommer en antagelse om, at den strukturelle arbejdsstyrke er stort set konstant i perioden frem til 2018, hvorefter velfærdsforligets forøgelse af efterlønsalderen bidrager til en svag stigning, jf. kapitel III.

Kraftig stigning i produktiviteten efter store fald under krisen

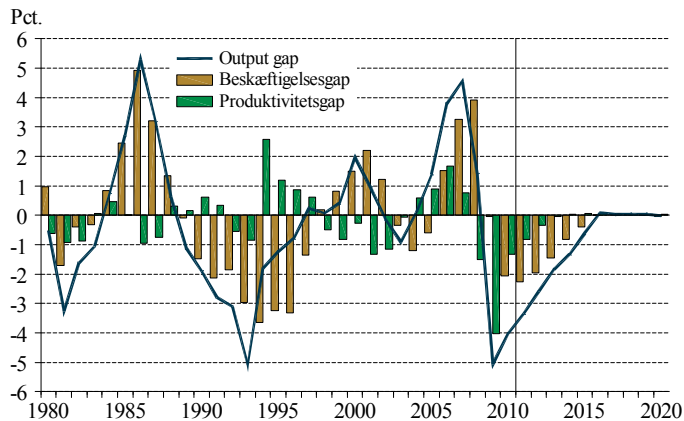
Spejlbilledet af væksten i 2010 var en markant stigning i produktiviteten. Timeproduktiviteten i de private byerhverv steg således med 6,2 pct. Den kraftige stigning i produktiviteten skal ses på baggrund af en meget svag produktivitetsudvikling i de senere år. I både 2008 og 2009 var der et direkte fald i produktiviteten, da faldet i produktionen var væsentlig større end faldet i beskæftigelsen. I 2009 lå produktiviteten således omkring 4 pct. under det skønnede normalniveau, jf. figur I.35.

Tabel I.9 Produktion og beskæftigelse

	2010	2009	2010	2011	2012	2013
	Mia. kr.	-----	Mængdeændring i pct.	-----		
BNP	1.746	-5,2	2,1	1,6	2,0	2,0
Strukturel BNP	1.442	1,2	1,0	0,9	1,2	1,2
BVT i private byerhverv	876	-8,2	2,4	2,3	3,4	3,3
Timeproduktivitet i priv. byerhvv.	319	-2,7	6,2	2,3	2,3	2,0
	1.000 pers.	-----	Ændring i 1.000 pers.	-----		
Beskæftigede	2.764	-85	-60	-9	12	15
Private byerhverv	1.768	-93	-69	-1	18	20
Registrerede ledige	114	46	16	0	-3	-3
Arbejdsstyrke	2.878	-39	-44	-9	10	12
Strukturel arbejdsstyrke	2.919	8	2	-2	2	2

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

Figur I.35 Beskæftigelses-, produktivets- og output gap

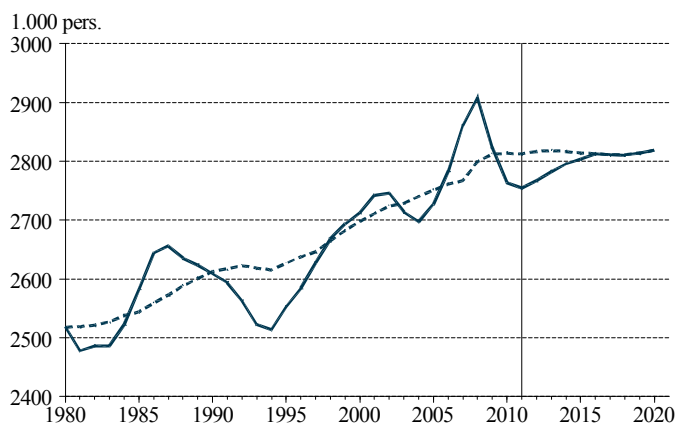


Anm.: De forskellige gap er opgjort som forskellen mellem det faktiske og strukturelle niveau. Beskæftigelsesgap er beregnet som arbejdstidsgap plus arbejdsstyrkegap minus ledighedsgap. Produktivetsgap er forskellen mellem faktisk og strukturel timeproduktivitet i de private byerhverv. Output gap er omtrent givet ved summen af beskæftigelsesgap og produktivetsgap.

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

Fortsat negativt beskæftigelsesgap

I 2010 fortsatte beskæftigelsesfaldet, mens produktionen steg, hvilket resulterede i stigningen i produktiviteten. Den samlede beskæftigelse er faldet med godt 150.000 personer siden krisens start ifølge den foreløbige opgørelse fra Danmarks Statistik, jf. figur I.36.¹ Faldet i den private beskæftigelse er 25.000 personer højere. Forskellen hænger sammen med en øget offentlig beskæftigelse som led i den ekspansive finanspolitik. Den nuværende prognose indebærer, at beskæftigelsen først er tilbage på det skønnede normale niveau omkring 2015.

Figur I.36 Beskæftigelse

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

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

Mindre fald i beskæftigelsen

Forventningen om en langsom tilbagevenden til det skønnede normale niveau for beskæftigelsen skal ses på baggrund af blandede signaler fra indikatorerne omkring beskæftigelsen i den nære fremtid. Industriens og serviceerhvervenes beskæftigelsesforventninger har været stigende siden begyndelsen af 2009, jf. figur I.37a. Byggeriets

1) Beskæftigelsestallene fra Danmarks Statistik er tidligere blevet revideret ganske betydeligt.

beskæftigelsesforventninger har været mere volatile, mens de seneste tal var positive, hvilket understøttes af de positive tal for boliginvesteringerne. Antallet af stillinger på jobnet.dk ligger på et lavt niveau, og jobbuddet har tilsyneladende stabiliseret sig på dette lave niveau, jf. figur I.37b. Antallet af fyringsvarsler er endnu ikke faldet tilbage på før-kriseniveau. Samlet vurderes den private beskæftigelse at stige svagt frem til 2013.

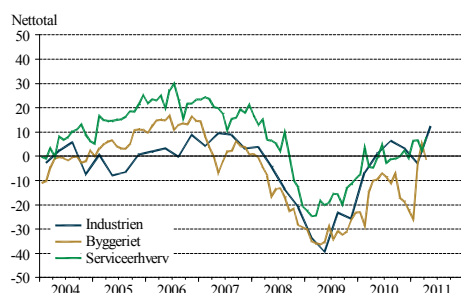
Registreret ledighed stort set uændret ...

Den registrerede ledighed udviste gennem 2010 en svag faldende tendens, som er fortsat ind i begyndelsen af 2011. I februar 2011 var den registrerede ledighed således ca. 110.000 personer, hvilket er et fald på knap 8.000, siden ledigheden toppede i november 2009, jf. figur I.38. I nærværende prognose forventes en stort set uændret ledighed.

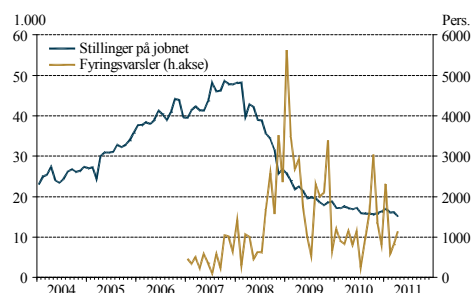
... men registreret ledighed fortæller ikke hele historien

Antallet af aktiverede er ifølge Danmarks Statistiks opgørelse steget med ca. 30.000 personer fra sommeren 2008 til marts 2011, hvor antallet af aktiverede var godt 50.000 personer. Personer i aktivering indgår ikke i den registrerede ledighed, men de står til rådighed for arbejdsmarkedet. Bruttoledigheden, som omfatter både registrerede ledige og arbejdsmarkedsparete aktiverede, er derfor steget mere end den registrerede ledighed. Målt på bruttoledigheden var der 163.000 ledige i marts 2011. Bruttoledigheden har vist en svag faldende tendens de seneste måneder.

Figur I.37a Beskæftigelsesforventninger i erhvervene



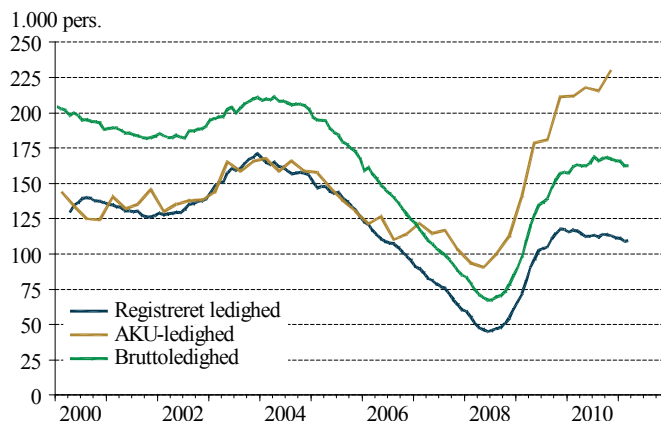
Figur I.37b Ledige stillinger og fyringsvarslinger



Anm.: Beskæftigelsesforventningerne er fra erhvervenes konjunkturbarometer. Seneste observation for erhvervenes konjunkturbarometer er 2. kvartal 2011 for industrien og april 2011 for byggeri og serviceerhverv. Seneste observation for stillingsopslag på jobnet (egen sæsonkorrektion) og antal fyringsvarsler (ikke sæsonkorrigeret) er april 2011.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og www.jobnet.dk.

Figur I.38 Ledighed



Anm.: Seneste observation for bruttoledigheden og den registrerede ledighed er april 2011. Danmarks Statistik offentliggør kun bruttoledigheden fra og med januar 2007. Før den dato er bruttoledigheden beregnet på baggrund af DREAM-registret. Seneste observation for AKU-ledigheden er 4. kvartal 2010. Der er således et databrud i statistikken ved overgangen fra 4. kvartal 2006 til 1. kvartal 2007. Bruddet skyldes en omlægning af AKU-undersøgelsen. Ifølge Danmarks Statistik er niveauet for AKU-ledigheden som følge heraf hævet fra og med 2007.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger på DREAM-register.

Den registrerede ledighed afspejler ikke beskæftigelsen

Det kraftige fald i beskæftigelsen fra 2008 har givet anledning til en forholdsvis beskeden stigning i den registrerede ledighed. Modstykket til dette er et markant fald i den opgjorte arbejdsstyrke. Rent definatorisk træder personer ud af arbejdsstyrken, hvis de ikke længere indgår i enten beskæftigelsen eller den registrerede ledighed.

Overraskende stort fald i arbejdsstyrken

Op til finanskrisen steg arbejdsstyrken kraftigt, blandt andet som følge af et stigende antal grænsegængere. Stigningen i arbejdsstyrken blev efterfulgt af et kraftigt fald fra 2008 til 2010. Opgøres arbejdsstyrken som summen af beskæftigelsen i nationalregnskabet og den registrerede ledighed, har faldet været på næsten 100.000 personer siden 2008. Faldet er betydeligt større, end det der umiddelbart kan forklares ved konjunkturtilbageslaget, og det er vanskeligt at finde forklaringer på det større fald. Der har således kun været et beskedent fald i gruppen af 15-29-årige i arbejdsstyrken, antallet af grænsegængere er ikke faldet nævneværdigt, og antallet af efterlønsmodtagere er faldet – ikke steget.

Flere ledige uden offentlig understøttelse

En del af faldet i arbejdsstyrken er tilsyneladende sket for kernearbejdsstyrken i alderen 30-59 år. Det peger på, at flere end normalt er blevet ramt af fyringer uden at have ret til offentlig forsørgelse i form af dagpenge eller kontanthjælp. Den gruppe af ledige indgår ikke i den registrerede ledighed, da denne statistik kun omfatter arbejdsmarkedsparete ledige med ret til dagpenge eller kontanthjælp. Som et supplement til statistikkerne for den registrerede ledighed og bruttoledigheden findes opgørelsen af AKU-ledigheden, som principielt inkluderer gruppen af ledige uden ret til dagpenge eller kontanthjælp. AKU-ledigheden er en spørgeskemabaseret opgørelse, der svarer til den internationale ledighedsopgørelse (ILO). En person er AKU-ledig, hvis personen er helt uden arbejde i en bestemt referenceuge, står til rådighed i de næste 2 uger og har været aktivt jobsøgende indenfor de seneste 4 uger. Ledigheden er ifølge AKU-opgørelsen steget med omkring 50.000 personer mere end den registrerede ledighed siden ledigheden var lavest i sommeren 2008, og den stiger stadig svagt.

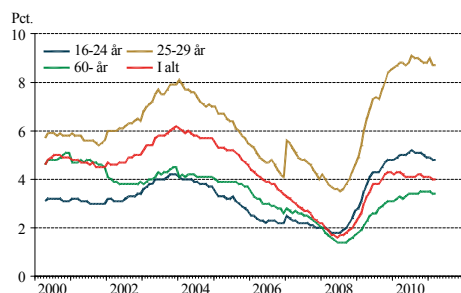
Stabilisering af ungdomsledigheden

Tendensen til faldende registreret ledighed kan genfindes for alle aldersgrupper i befolkningen inklusivt de unge, jf. figur I.39a. Ledigheden har historisk set været høj blandt de unge set i forhold til resten af befolkningen. Ledigheden steg også under finanskrisen relativt mere for den gruppe end for resten af befolkningen, hvilket er forventeligt, da der under en lavkonjunktur bliver skabt få nye stillinger som nyindtrådte på arbejdsmarkedet kan få. Aldersgruppen med den laveste ledighed er forsat de over 60-årige.

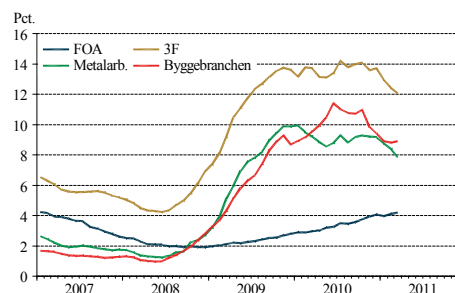
Svage tegn på faldende ledighed i byggeriet

Ligesom der er tegn på faldende ledighed blandt de hårdest ramte aldersgrupper, er der også tegn på faldende ledighed blandt de hårdest ramte faggrupper. Traditionelt er byggeriet meget konjunkturfølsomt, og det har i særdeleshed været tilfældet under den nuværende krise, jf. figur I.39b. Således steg ledigheden blandt medlemmer af byggebranchens a-kasser fra et meget lavt niveau på ca. 2 pct. i midten af 2008 til omkring 14 pct. i 2010. Der er tegn på, at det generelle fald i ledigheden også har ført til lavere ledighed i byggeriet. Der er omvendt en tendens til stigende ledighed blandt FOA's medlemmer, hvilket kan ses i lyset af besparelser i den offentlige sektor i forbindelse med blandt andet genopretningsaftalen.

Figur I.39a Ledighed fordelt på alder



Figur I.39b Ledige fordelt på a-kasser



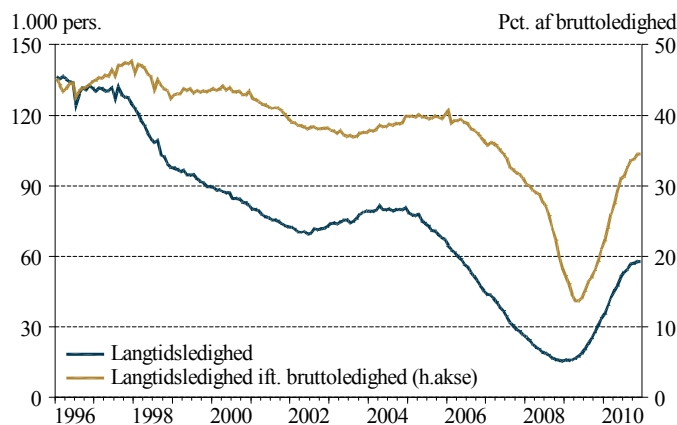
Anm.: Tallene er sæsonkorrigerede og vedrører bruttoledigheden. Seneste observation for den aldersfordelte ledighed er primo marts 2011. Seneste observation for ledigheden fordelt på a-kasser er marts 2011. Byggebranchen defineres her som summen af ledige i byggefagenes-, El-fagets, Blik- og rørs, Malerfaget og Maritimes Malersvende. 3F indeholder Træ-Industri-Bygs a-kasse.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Stigning i langtidsledighed aftager

Selvom stigningen i ledigheden er ophørt, kan der være en risiko for, at en del af stigningen bliver længerevarende. Under det seneste opsving blev langtidsledigheden bragt ned under 20.000 personer. Der er svage tegn på, at langtidsledigheden har stabiliseret sig på knap 60.000 personer, jf. figur I.40. Stigende langtidsledighed er et normalt resultat af en lavkonjunktur. I en periode med beskæftigelsesnedgang øges tilgangen til ledighed i form af flere afskedsede medarbejdere. Samtidig vil personer med job være mindre tilbøjelige til at søge et nyt i en nedgangstid. Derfor bliver det sværere for de ledige at komme ind på arbejdsmarkedet igen, og flere af dem bliver derfor langtidsledige. Det nuværende niveau for langtidsledigheden er dog lavt set i et historisk perspektiv.

Figur I.40 Langtidsledighed



Anm.: Antallet af langtidsledige er opgjort som personer, der har været bruttoledige i mindst 80 pct. af ugerne inden for det seneste år. Seneste observation er december 2010.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Finansministeriet og egne beregninger på DREAM-registret.

Langtidsledighed i forhold til samlet ledighed normaliseres

Langtidsledigheden set i forhold til den samlede ledighed er steget kraftigt siden begyndelsen af 2009. Ledighedsfaldet op til finanskrisen pressede både langtidsledigheden og den del af ledigheden, som blev båret af langtidsledige, ned på et lavt niveau historisk set. Den seneste tids stigning kan

dermed ses som en normalisering. Seneste tal viser, at ca. 35 pct. af ledigheden bestod af langtidsledige, hvilket er en smule under niveauet fra 1996 til 2006 på omkring 40 pct.

I.7 Løn og priser

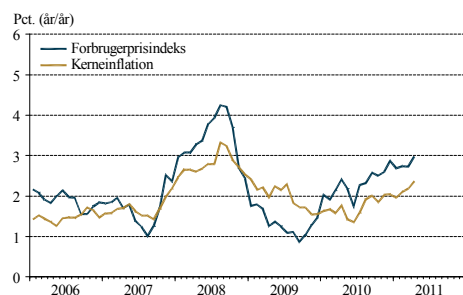
Inflation på 2½ pct. i år

Forbrugerprisinflationen steg gennem det meste af 2010 og nåede i begyndelsen af 2011 op på knap 3 pct., jf. figur I.41a. Stigningen i inflationen igennem 2010 er sket på trods af en afdæmpet indenlandsk efterspørgsel og tilstedeværelsen af ledige ressourcer i dansk økonomi. Den tiltagende inflation er ikke et rent dansk fænomen, men skal ses i lyset af globale prisstigninger på fødevarer og energi, jf. afsnit I.2. Udover prisstigninger på energi- og fødevarer har skattereformen bidraget til en højere indenlandsk inflation i 2010 som følge af engangseffekten af højere afgifter på alkohol og tobak og højere energiafgifter. Det forventes, at inflationen vil falde tilbage mod 2 pct. de kommende år, idet det forudsættes, at de kraftige råvareprisstigninger vil ophøre.

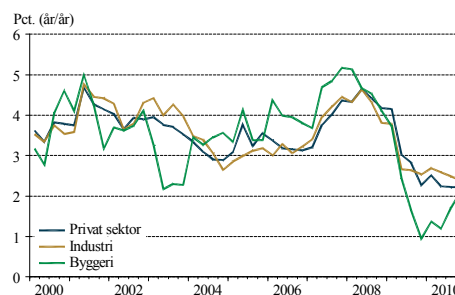
Faldende realløn i 2011

Det kraftige økonomiske tilbageslag og det store fald i beskæftigelsen har sænket lønstigningstakterne de seneste kvartaler. For den private sektor som helhed er den årlige lønstigningstakt nu godt 2 pct. Byggeriet blev særligt hårdt ramt i starten af krisen, og lønstigningstakten faldt fra over 5 pct. under højkonjunkturen til ca. 1 pct. i slutningen af 2009. Lønstigningstakten i byggeriet er dog siden steget og er nu omtrent på samme niveau som i den samlede private sektor, jf. figur I.41b. Med de lave aftalte lønstigninger fra overenskomstforhandlingerne fra foråret 2010 er der udsigt til lave nominelle lønstigninger de kommende år. Dette vil, kombineret med tiltagende inflation, forventeligt resultere i, at reallønnen falder ca. ½ pct. i 2011, mens der forventes beherskede reallønsstigninger i 2012 og 2013, jf. tabel I.10.

Figur I.41a Inflation



Figur I.41b Lønstigninger



Anm.: Seneste observation er april 2011 og 4. kvartal 2010 for lønstigninger. Kerneinflationen er inflationen opgjort uden bidrag fra energi og ikke-forarbejdede fødevarer.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Tabel I.10 Udvikling i inflation, lønomkostninger, realløn og produktivitet

	2009	2010	2011	2012	2013
	----- Pct. -----				
Forbrugerpriser ^{a)}	1,3	2,6	2,5	2,0	1,8
Lønomkostninger	2,9	2,6	2,0	2,2	2,5
Referenceforløb for lønninger ^{b)}	3,1	3,1	1,8	1,7	-
Realløn ^{c)}	1,6	0,0	-0,5	0,2	0,7
Produktrealløn ^{d)}	-0,1	2,5	1,8	0,6	0,7
Produktivitet i private byerhverv ^{e)}	-2,7	6,2	2,3	2,3	2,0

a) Udviklingen i forbrugerpriserne er udtrykt ved væksten i deflatoren for det private forbrug.

b) Referenceforløbet for de nominelle lønninger er baseret på overenskomstaftalerne i industrien og rækker frem til 1. kvartal 2012.

c) Reallønnen er defineret som lønomkostningerne delt med deflatoren for det private forbrug. Produktreallønnen er defineret som lønomkostningerne delt med BVT-deflatoren for private

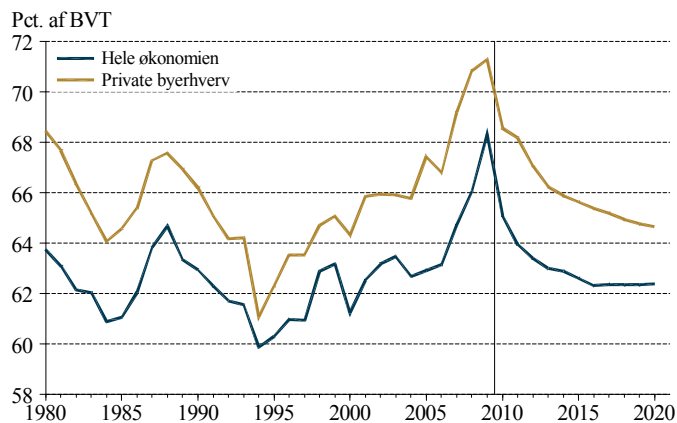
d) byerhverv.

Timeproduktiviteten i de private byerhverv er defineret som BVT divideret med antal arbejdstimer.

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

Fald i lønkvoten

Lønkvoten steg kraftigt frem mod 2009, hvor den blev presset op på et historisk højt niveau, jf. figur I.42. Den kraftige stigning i lønkvoten frem mod 2009 er spejlbilledet af et kraftigt fald i profitkvoten, der blandt andet skyldtes et fald i produktiviteten i de private byerhverv fra 2007 til 2009. I 2010 faldt lønkvoten som følge af den delvise genopretning af produktiviteten og profitkvoten, og denne tendens ventes at fortsætte de kommende år. Det forudsættes, at lønkvoten vil falde tilbage mod et niveau, der er i bedre overensstemmelse med det historiske niveau.

Figur I.42 Lønkvote

Anm.: Lønkvoten er defineret som lønsum i forhold til BVT. Private byerhverv dækker over byggeri, industri og privat service.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAMs databank, Statistikbanken og egne beregninger.

I.8 Offentlige finanser

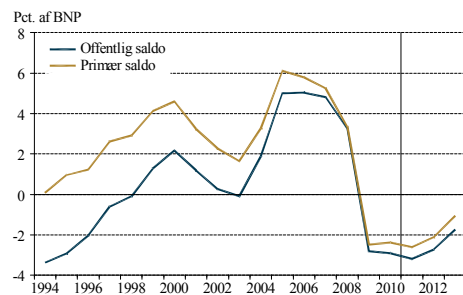
Finanspolitiske forudsætninger

Dette afsnit redegør for de finanspolitiske forudsætninger på kort sigt, herunder udviklingen i det offentlige forbrug og den skønnede aktivitetsvirkning af den aktive finanspolitik frem til 2013. Udviklingen på de offentlige finanser på længere sigt bliver behandlet i kapitel III.

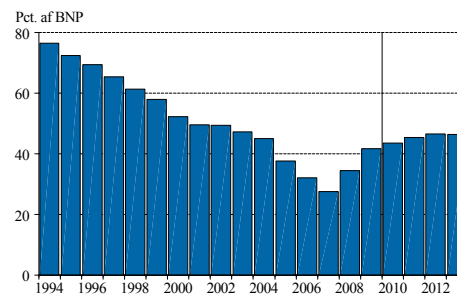
Underskud omkring 3 pct. i årene 2010-12

Underskuddet på den offentlige saldo blev omkring 3 pct. af BNP i både 2009 og 2010, og det skønnes, at underskuddet i år vil være i samme størrelsesorden. I 2012-13 er der udsigt til en vis forbedring af de offentlige finanser. Den ventede forbedring kommer hovedsageligt fra udgiftssiden, mens de samlede offentlige indtægter i 2013 forventes at være ca. ½ pct. af BNP lavere end i 2010, jf. figur I.43, tabel I.11 og bilagstabel I.9. De store offentlige underskud indebærer en fortsat gældsopbygning efter en periode på mere end 10 år med gældsafvikling. Den strukturelle saldo ventes at blive forbedret fra et underskud på ca. 2¼ pct. i 2010 til godt ½ pct. af BNP i 2013.

Figur I.43a Offentlig saldo



Figur I.43b Offentlig bruttogæld



Anm.: Det er antaget, at ændringen i den offentlige formue i fremskrivningsperioden er lig den offentlige sektors saldo.

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

Tabel I.11 Den offentlige sektors indtægter og udgifter

	2010	2010	2011	2012	2013
	Mia. kr.	-----	Ændring i mia. kr.	-----	
Skatter	546	29,0	-4,7	17,2	24,2
heraf indkomstskatter	404	-13,8	9,2	16,8	18,2
selskabsskat	48	7,1	11,2	4,1	4,9
pensionsafkastbeskatning	42	33,4	-27,2	-6,3	-0,6
Afgifter	293	13,3	14,7	10,8	16,6
Øvrige indtægter	76	3,5	2,7	1,4	1,0
Indtægter i alt	914	45,8	12,7	29,4	41,8
Offentligt forbrug	513	17,2	4,8	11,9	12,9
Offentlige investeringer	38	3,9	4,4	-2,7	-2,8
Indkomstoverførsler	302	18,5	10,2	9,6	9,6
Øvrige udgifter	102	7,0	-1,5	3,2	2,9
Udgifter i alt	956	46,6	18,0	21,9	22,7
		-----	Mia. kr.	-----	
Primær saldo ^{a)}		-41,6	-47,0	-39,5	-20,3
Nettorenteindtægter		-9,2	-10,5	-11,5	-13,4
Saldo		-50,8	-57,4	-51,0	-33,8
		-----	Pct. af BNP	-----	
Saldo		-2,9	-3,2	-2,7	-1,7
Strukturel saldo		-2,3	-2,0	-1,4	-0,6
Offentlig bruttogæld ^{b)}		43,6	45,4	46,5	46,5
		-----	Realvækst i pct.	-----	
Offentligt forbrug		1,0	0,1	0,0	0,0
Offentlige investeringer		7,3	9,5	-8,0	-8,0
		-----	1.000 pers.	-----	
Førtidspensionister		238	240	241	243
Efterlønsmodtagere		124	119	112	108
Folkepensionister		873	904	935	962

a) Den primære saldo er indtægter fratrukket udgifter, som begge er opgjort ekskl. renter.

b) Det er antaget, at ændringen i den offentlige formue i fremskrivningsperioden er lig den offentlige sektors saldo.

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

EU's underskudsprocedure

Danmark kom sidste år ind i EU's underskudsprocedure, da det forventede underskud i 2010 oversteg 3 pct. af BNP. Derfor modtog Danmark en henstilling om at forbedre den strukturelle saldo med 1½ pct. af BNP i 2011-13, og at forbedringen skulle starte i 2011. Opgjort efter EU's metode blev det danske underskud 2,7 pct. af BNP i 2010.² Hvis EU-Kommissionen vurderer, at det danske underskud kan fastholdes under 3 pct. af BNP, kan Danmark komme ud af underskudsproceduren. I nærværende fremskrivning skønnes underskuddet at blive ca. 3¼ pct. af BNP i år. I 2012-13 ventes underskuddet at blive mindre end 3 pct. af BNP.

Normalisering af indkomstskatter

Provenuet fra indkomstskatterne blev i 2009-10 hårdt ramt af det kraftige beskæftigelsesfald. Samtidig blev der givet betydelige indkomstskattelettelser med skattereformen i forårspakke 2.0. Fra 2012 forventes en gradvis normalisering af skatteprovenuet i takt med den ventede beskæftigelsesfremgang. I 2011-13 foretages desuden en vis stramning af indkomstskatterne i form af fastholdelse af indkomst- og beløbsgrænserne som aftalt i genopretningsaftalen. Det private forbrug – og dermed afgiftsprovenuet – blev ligeledes reduceret i kriseårene, og den ventede normalisering af forbrugskvoten vil bidrage til et højere afgiftsprovenu. En del af finansieringen af skattereformen består af øgede afgifter på bl.a. energi og usunde fødevarer. I 2013 skønnes provenuet fra afgifter at være ca. ½ pct. af BNP højere end i 2010.

Høj oliepris giver mere selskabsskat

Olieprisen er siden efteråret 2010 steget fra ca. 75 dollar pr. tønde og kom i foråret 2011 op på ca. 125 dollar. Den højere oliepris betyder, at statens indtægter fra nordsøbeskatningen øges. I de kommende år skønnes indtægterne at falde i takt med den lavere produktion af olie og naturgas. Den almindelige selskabsskat faldt voldsomt som følge af krisen, men ventes i lighed med de øvrige skatter at blive gradvist genoprettet i takt med produktionsfremgangen.

- 2) Ifølge EU-opgørelsen blev det danske underskud i 2010 47,4 mia. kr. I Danmarks Statistiks opgørelse blev det offentlige underskud 50,8 mia. kr. (2,9 pct. af BNP). Forskellen skyldes hovedsageligt den korrektion for swap-arrangementer (renteafdækning), som foretages i opgørelsen til EU.

Unormalt høj PAL-skat i 2010	Pensions­selskaberne opnåede et højt afkast sidste år set i historisk perspektiv, bl.a. som følge af store kursgevinster. Derfor gav pensionsafkastbeskatningen et uset højt provenu i 2010 på 42 mia. kr., hvilket var en væsentlig grund til, at det offentlige underskud blev mindre end ventet sidste år. I år og de kommende år forventes et mere normalt afkast i pensionssektoren og dermed et provenu fra PAL-skatte­n på 10-15 mia. kr. En væsentlig grund til, at den offentlige saldo ventes at udvise et lidt større underskud i år end i 2010, er et forventet lavere PAL-skatteprovener, mens en lidt bedre konjunktursituation isoleret set trækker i retning af mindre offentligt underskud.
Udgifterne reduceres med 2 pct. af BNP	De offentlige udgifter ekskl. renter ventes at blive reduceret med ca. 2 pct. af BNP fra 2010 til omkring 53 pct. af BNP i 2013, hvilket hovedsageligt skyldes en forudsat nedbringelse af udgiften til offentligt forbrug og investeringer.
Omtrent konstant udgiftsandel til indkomstoverførsler	Antallet af folkepensionister ventes at stige med ca. 90.000 personer fra 2010 til 2013, hvilket øger de offentlige udgifter til indkomstoverførsler. I den anden retning trækker lavere udgifter til efterløn, da antallet af efterlønsmodtagere ventes at falde med ca. 20.000 personer fra 2010 til 2013, jf. kapitel II. Desuden ventes en reduktion i udgifterne til dagpenge og kontanthjælp til ledige samt aktivering i takt med den forbedrede beskæftigelse.
Konstant reelt offentligt forbrug frem til 2013	Væksten i det offentlige forbrug blev stoppet i 2010. Den nominelle udgift til offentligt forbrug var omtrent uændret igennem andet halvår, og det reale offentlige forbrug faldt i både 3. og 4. kvartal ifølge den foreløbige opgørelse i nationalregnskabet, jf. figur I.44. I indeværende år forudsættes det, at udgiften til offentligt forbrug bliver 518½ mia. kr., svarende til finanslovsaftalen og de indgåede aftaler med kommuner og regioner. Dette indebærer, at det reale offentlige forbrug er på omtrent samme niveau som året før. For 2012-13 forudsættes real nulvækst i overensstemmelse med genopretningsaftalen. ³

3) Real nulvækst betyder, at det reale offentlige forbrug er konstant. Dette svarer til en situation, hvor antallet af offentligt ansatte er uændret, lønudgifterne stiger med den private lønudvikling, og udgifterne til offentligt varekøb stiger med prisudviklingen.

**Uændret
servicestandard
kræver vækst på
knap $\frac{3}{4}$ pct. p.a.**

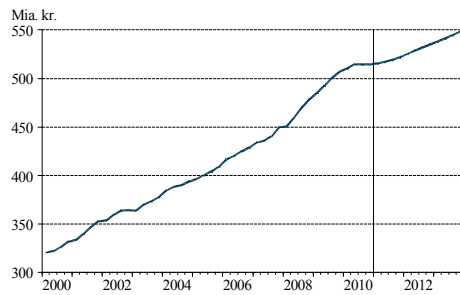
Den forudsatte udvikling i det reale offentlige forbrug er et klart brud med den historiske tendens til stigende offentligt forbrug. Hvis der skal opretholdes uændrede standarder i den offentlige service,⁴ tilsiger den underliggende demografiske udvikling en stigning i det reale offentlige forbrug på knap $\frac{3}{4}$ pct. om året i 2011-13 i stedet for den forudsatte reale nulvækst.

**Ingen offentlig
lønstigning i år**

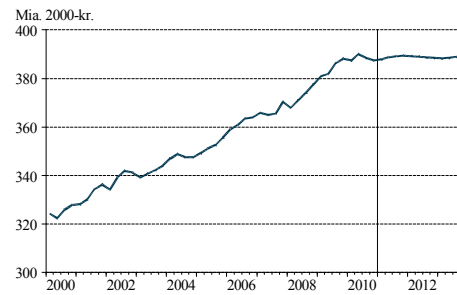
I foråret blev der indgået to-årige overenskomster på det offentlige område, hvor resultatet blev en lønstigning på 0 pct. i år og i 2012 1,7 pct. for statsansatte hhv. 2,65 pct. for ansatte i kommuner og regioner. Baggrunden for nul-løsningen i år er den offentlige reguleringsordning, som har til hensigt at sikre, at de offentlige lønninger over tid udvikler sig i takt med de private lønninger. I den forudgående overenskomstperiode blev der aftalt høje offentlige lønstigninger, mens det viste sig, at den private lønstigningstakt blev reduceret som følge af krisen. Reguleringsordningen indebærer dermed et fradrag i de offentlige lønstigninger. Den forudsatte udvikling i de offentlige lønninger i år er en medvirkende årsag til, at den beskedne nominelle udgiftsstigning i det offentlige forbrug i år ikke giver anledning til et egentligt fald i det reale forbrug.

- 4) Uændret standarder pr. bruger svarer til, at antallet af offentlige ansatte følger med antallet af brugere, og at det offentlige varekøb følger den underliggende produktivitetsvækst i den private sektor. Dermed vil udgiften pr. bruger udgøre en omtrent konstant andel af nominelt BNP.

Figur I.44a Offentligt forbrug, nominelt



Figur I.44b Offentligt forbrug, realt



Anm.: Figurerne viser den kvartalsvise udvikling til og med 4. kvartal 2010 og derefter den implicite kvartalsprofil i fremskrivningen.

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

Investeringsniveau nedbringes

De offentlige investeringer blev øget som en del af den aktive finanspolitik, der har været ført for at modvirke konsekvenserne af krisen. I år forudsættes investeringsomfanget at være omtrent som niveauet ved udgangen af 2010, hvilket indebærer, at niveauet i år er ca. 10 pct. højere end det gennemsnitlige niveau i 2010. I de efterfølgende år forudsættes investeringsomfanget nedbragt.

Udgiftsstyring

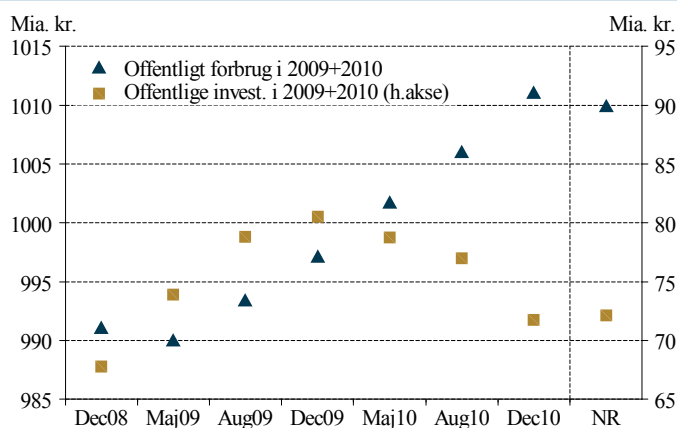
Investeringerne steg mindre end planlagt ...

Der blev iværksat en række finanspolitiske tiltag for at mindske konsekvenserne af krisen. Udviklingen i det offentlige forbrug og de offentlige investeringer i 2009-10 har imidlertid ikke været som planlagt. Fra december 2008 til december 2009 opjusterede Finansministeriet i *Økonomisk Redegørelse* skønnet for udgifterne til offentlige investeringer i de to år 2009 og 2010 fra tilsammen 68 mia. kr. til 81 mia. kr., mens der ifølge den foreløbige opgørelse i nationalregnskabet kun blev udført investeringer for 72 mia. kr. i løbet af de to år, jf. figur I.45. I december 2009 efter vedtagelsen af finansloven for 2010 skønnede Finansministeriet, at de reale offentlige investeringer steg med 12½ pct. i 2009 og 18½ pct. i 2010, men de viste sig kun at stige 4½ pct. hhv. 7½ pct. i de to år.

**... og forbruget
steg mere**

Udgifterne til det offentlige forbrug steg derimod langt mere end planlagt. I december 2008 skønnede Finansministeriet, at den samlede udgift til offentligt forbrug i 2009 og 2010 ville være 991 mia. kr., og udgiften endte med at være 1.010 mia. kr. De højere udgifter til offentligt forbrug indebar, at realvæksten – og dermed aktivitetsvirkningen – også blev højere end planlagt. I december 2009 skønnede Finansministeriet, at det reale offentlige forbrug steg med 1½ pct. i 2009 og 1 pct. i 2010, men det viste sig at stige 3 pct. hhv. 1 pct. i de to år.

Figur I.45 Skøn over offentligt forbrug og investeringer i 2009 og 2010



Anm.: Figuren viser Finansministeriets skøn over udgiften i de to år 2009 og 2010 til offentligt forbrug (blå trekanter) og offentlige investeringer (brune firkanter) som offentliggjort i forskellige udgaver af *Økonomisk Redegørelse* fra december 2008 til december 2010. Punkterne længst til højre viser de offentliggjorte tal fra nationalregnskabet (NR) i april 2011.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, diverse udgaver af *Økonomisk Redegørelse* og egne beregninger.

**Regeringen har
foreslået
udgiftslofter**

Regeringen fremlagde i april 2011 et udspil til en 2020-plan, *Reformpakken 2020*. Ud over en række forslag, som har til hensigt at øge arbejdsudbuddet, indeholdt udspillet et forslag om bedre udgiftsstyring i form af udgiftslofter for stat, kommuner og regioner, som også er en del af de efterfølgende aftaler, jf. boks I.8. Hensigten er at forbedre sty-

ringen af de offentlige udgifter for at kunne sikre, at de finanspolitiske målsætninger overholdes. Ifølge aftalen vil regeringen fremsætte et lovforslag, der viderefører sanktionsmekanismen, som blev vedtaget med finansloven for 2011, med en delvis individuel delvis kollektiv modregning i bloktilskuddet over for kommunerne, hvis regnskaberne samlet set ikke lever op til de aftalte rammer. Desuden vil regeringen til efteråret fremsætte lovforslag om udgiftslofter.

Boks I.8 Regeringens forslag om udgiftslofter

Et element i regeringens udspil til en 2020-plan er et forslag om bedre udgiftsstyring i form af udgiftslofter for stat, kommuner og regioner.^{a)} Forslaget er også en del af den efterfølgende aftale.

Udspillet indebærer separate udgiftslofter for udgifterne i hhv. staten, kommunerne og regionerne. De fleste statslige driftsudgifter skal være omfattet af loftet, idet dog konjunkturafhængige udgifter som f.eks. arbejdsløshedsdagpenge holdes uden for loftet. For kommunerne og regionerne omfattes serviceudgifterne i tråd med de nuværende årlige økonomiaftaler mellem regeringen på den ene side og hhv. Kommunernes Landsforening (KL) og Danske Regioner (DR) på den anden side på vegne af alle de enkelte kommuner og regionerne.^{b)} For regionerne opdeles loftet i sundhedsudgifter og udgifter til regional udvikling. Anlægsudgifter (offentlige investeringer) foreslås dermed ikke omfattet af aftalte udgiftslofter.

Udgiftslofterne foreslås vedtaget i Folketinget hvert forår for en løbende fireårig periode. Fastlæggelse af det konkrete niveau for lofterne skal ske under hensyntagen til de overordnede finanspolitiske mål og muligheder. Derefter skal de fastlagte udgiftslofter for hhv. kommuner og regioner danne rammen for de årlige forhandlinger mellem regeringen og hhv. KL og DR om kommunernes og regionernes budgetter. Den årlige finanslov skal sikre overholdelse af det statslige udgiftsloft. I de hidtidige 2010- og 2015-planer blev udgiftsmålsætningerne formuleret i form af reale vækstrater, mens det nu foreslås, at udgiftslofterne skal opgøres i kroner og ører. Derved er det mere ligetil at afgøre, om loftet er overholdt i de efterfølgende regnskaber.

De vedtagne udgiftslofter skal ikke kun overholdes i budgetterne, men – ligeså vigtigt – i regnskaberne for stat, kommuner og regioner. For statens vedkommende skal der iværksættes besparelser, hvis budgetopfølgningen undervejs i året peger på, at loftet ikke vil blive overholdt, og det statslige udgiftsloft skal automatisk reduceres i det efterfølgende år svarende til den regnskabsmæssige overskridelse. I forhold til kommuner og regioner foreslås en styrket anvendelse af kollektive og individuelle sanktioner, hvis de indgåede økonomiaftaler mellem regeringen og KL hhv. DR ikke overholdes.

a) Regeringen: *Bedre udgiftsstyring. Udgiftslofter for stat, kommuner og regioner*. April 2011.

b) For de kommunale udgifter skelnes mellem anlægsudgifter og driftsudgifter, som yderligere opdeles i udgifter til service hhv. overførsler. Overførslerne omfatter bl.a. kontanthjælp, førtidspension, sygedagpenge og aktivering. Serviceudgifterne omfatter bl.a. udgifter til daginstitutioner, folkeskole, administration, ældre og socialt udsatte grupper. De nuværende årlige økonomiforhandlinger mellem regeringen og KL omfatter serviceudgifterne. Desuden aftales ofte lånepuljer for at give mulighed for finansiering af kommunale anlægsinvesteringer.

Strukturel saldo og aktivitetsvirkning af den aktive finanspolitik**Forbedring af strukturel saldo fra 2010 til 13**

Med de anvendte finanspolitiske forudsætninger skønnes den strukturelle saldo at blive forbedret med godt 1½ pct. af BNP fra 2010 til 2013, heraf godt ¼ pct. i år. Det største bidrag til den strukturelle forbedring i år kommer fra det offentlige forbrug, hvor udgiften reduceres med ca. ½ pct. af strukturelt BNP fra 2010 til 2011. I beregningen af den strukturelle saldo er det strukturelle niveau for det offentlige forbrug fastlagt som den faktiske udgift. I den anden retning trækker en lille stigning i udgiften til offentlige investeringer og pensioner i år. I 2012-13 kommer den strukturelle forbedring omtrent ligeligt fra faldende udgiftsandele til offentligt forbrug og investeringer samt stramminger på indtægtssiden som led i finansieringen af skattereformen i forårspakke 2.0 og genopretningsaftalen.

Neutral finanspolitik i år

Den førte finanspolitik påvirker ikke kun den offentlige saldo, men også produktion og beskæftigelse. Aktivitetsvirkningen af opstramningen i 2011 skønnes dog at være omtrent neutral i år, jf. tabel I.12. Ofte vil en forbedring af den strukturelle saldo indebære en negativ finanseffekt – og omvendt, jf. boks I.9. Baggrunden for, at aktivitetsvirkningen er omtrent neutral, er en reaktion i udgiften til det offentlige forbrug samtidig med, at det reale offentlige forbrug er omtrent uændret. Som nævnt reduceres udgiftsandelen til det offentlige forbrug med ca. ½ pct. af BNP i år, mens den negative aktivitetsvirkning på realt BNP beregnes til kun at være ca. 0,1 pct. af BNP. Den væsentligste årsag til besparelsen på det offentlige forbrug i år er en forudsat offentlig lønstigning på 0 pct., hvor de private lønninger ventes at stige med ca. 2 pct., og den beregnede aktivitetsvirkning af lavere offentlig løn er yderst beskeden. Var besparelsen i stedet sket i form af færre offentligt ansatte eller mindre varekøb, ville der ifølge modelberegningerne have været en langt mere negativ aktivitetsvirkning af opstramningen. Samlet set sker der i år en forbedring af den strukturelle saldo, uden at der er en negativ aktivitetsvirkning af den aktive del af finanspolitikken.

Større stramning i 2012-13 I 2012-13 foretages finanspolitiske stramninger, som alt andet lige vurderes at mindske væksten med knap ½ pct.point hvert år. Samtidig skønnes den strukturelle saldo, som ovenfor nævnt, at blive forbedret med ca. ½ hhv. ¾ pct. af BNP i de to år.

Tabel I.12 Finanseffekt 2007-13

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	----- Pct.point -----						
Udgifter i alt	0,1	-0,5	1,3	0,2	0,0	-0,3	-0,3
heraf offentligt forbrug	0,1	-0,6	1,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2
off. investeringer	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,2
indkomstoverførsler	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indtægter i alt	0,1	0,1	0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,1
heraf personlige skatter	0,0	0,0	0,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,1
boligskatter	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
punktafgifter	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Finanseffekt i alt	0,2	-0,5	1,8	0,3	0,0	-0,4	-0,4

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

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

Boks I.9 Strukturel saldo, direkte provenuer og finanseffekt

Der kan opstilles flere forskellige mål for ændringen i finanspolitikken. Et mål er den strukturelle saldo, som er den offentlige saldo rensset for konjunkturelle og andre midlertidige forhold. Beregning af strukturel saldo er beskrevet i *Dansk Økonomi, efterår 2010*. Et andet mål er aktivitetsvirkningen af den aktive finanspolitik opgjort ved den etårige finanseffekt, dvs. hvor stor effekt der er på real BNP af en ændring i finanspolitikken i forhold til året før. Neutral finanspolitik forstås som uændret politik i forhold til året før, jf. også anmærkning til tabel I.12. Som supplement til finanseffekten kan man beregne den flerårige effekt af den førte finanspolitik. Ingen af de beregnede mål kan siges at være fuldt dækkende som en beskrivelse af finanspolitikken. Den strukturelle saldo bruges typisk til at vurdere den underliggende tilstand af de offentlige finanser, mens finanseffekten og den flerårige effekt er mål for effekten på realøkonomien af aktiv finanspolitik og anvendes i vurderingen af finanspolitikken i konjunkturstabiliseringsøjemed.

Ændring af de forskellige poster på den offentlige saldo har langt fra samme aktivitetsvirkning. Eksempelvis er der både en direkte aktivitetsvirkning af højere offentligt forbrug (produktionen øges tilsvarende) og en afledt effekt på økonomien af den højere produktion og beskæftigelse. Derimod vil eksempelvis skattelettelser kun virke indirekte gennem en stigning i disponibel indkomst, hvoraf en del går til privat forbrug. Effekterne er bestemt ved modelberegninger, med SMEC og størrelsen i en konkret konjunktursituation kan derfor vise sig at være anderledes. Den gennemsnitlige aktivitetsvirkning (effekten på reall BNP) af at ekspandere finanspolitikken med 0,1 pct. af BNP er beregnet til at være ca. 0,1 pct.point, hvis udgifterne øges, og ca. halvt så meget, hvis indtægterne mindskes. Den strukturelle saldo ændres dels som følge af aktiv finanspolitik, f.eks. øget offentligt forbrug eller skattelettelser, dels på grund af demografiske ændringer, f.eks. øgede udgifter som følge af flere pensionister.

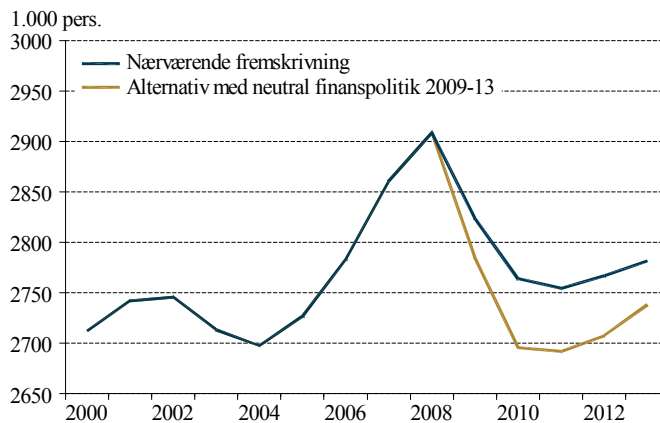
Eksempel

Antag at det offentlige forbrug øges permanent i form af 10.000 flere offentligt ansatte. Udgiften er ca. 4 mia. kr. svarende til knap $\frac{1}{4}$ pct. af BNP. Den strukturelle saldo forværres dermed permanent med knap $\frac{1}{4}$ pct. af BNP. Aktivitetsvirkningen første år er en stigning i reall BNP på knap $\frac{1}{4}$ pct. Dette er den etårige finanseffekt. De efterfølgende par år er effekten på BNP lidt større, men efter nogle år er BNP-niveauet og beskæftigelsen det samme som uden den finanspolitiske ændring som følge af modellens crowding-out mekanisme, jf. også modeldokumentationen for SMEC (Grinderslev og Smidt, DØRS Arbejdsrapport 2007:1). Dermed er der på længere sigt ingen realøkonomisk effekt af den ekspansive finanspolitik, men en permanent forværring af den strukturelle saldo.

Finanspolitikken holder fortsat hånden under økonomien

I 2009-10 blev der ført en meget ekspansiv finanspolitik, som bidrog til at holde hånden under økonomien. En modelberegning med SMEC af den samlede effekt af den aktive finanspolitik, der er ført siden 2008, viser, at BNP i år er knap 2½ pct. højere, end hvis der havde været ført neutral finanspolitik gennem 2009-11. Beskæftigelsen ville dermed ifølge modelberegningerne have været godt 60.000 personer lavere i år i fravær af den ekspansive finanspolitik i krise-årene. Selv med de forudsatte opstramninger af finanspolitikken i 2012-13 vurderes der fortsat at være en positiv effekt i 2013 på produktion og beskæftigelse af den førte aktive finanspolitik. Modelberegninger viser dermed, at beskæftigelsen med den førte og planlagte finanspolitik i årene 2009-13 er omkring 40.000 personer højere i 2013, end hvis der havde været ført en neutral finanspolitik i alle årene 2009-13, jf. figur I.46.

Figur I.46 Beskæftigelseseffekt af den førte finanspolitik 2009-13



Anm.: Den blå kurve viser beskæftigelsesudviklingen i nærværende fremskrivning med den forudsatte finanspolitik. Alternativet (brun) viser den modelberegnete udvikling i beskæftigelsen, hvis der havde været ført neutral finanspolitik i alle årene 2009-13.

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

I.9 Aktuel økonomisk politik

Behov for genopretning af de offentlige finanser

Et væsentligt omdrejningspunkt i den aktuelle økonomisk politiske debat er nødvendigheden af en genopretning af de offentlige finanser. Krisen og de finanspolitiske lempelser, der er gennemført under krisen, har forværret den offentlige saldo fra et overskud på ca. 5 pct. af BNP i årene op til krisen til et underskud på knap 3 pct. i 2010. Trods den forventede konjunktturnormalisering og trods den planlagte stramning af finanspolitikken i de kommende år er der udsigt til underskud på de offentlige finanser, så langt øjet rækker.

Langsigtede udfordringer er store

Fremskrivningen præsenteret i kapitel III viser, at underskuddet på den offentlige saldo på længere sigt vil øges, uanset at efterløns- og pensionsalderen hæves i overensstemmelse med velfærdsforliget.⁵ Selvom denne og en række andre relativt optimistiske forudsætninger antages at holde, vil underskuddet i 2040 ifølge fremskrivningen være forøget til 4 pct. af BNP, og ØMU-gælden vil med stor sandsynlighed overstige EU's grænse på 60 pct. af BNP. Kapitel III fokuserer på de langsigtede finanspolitiske udfordringer.

Opstramning i 2011 – men fortsat positiv effekt på BNP-niveauet

Den planlagte opstramning af finanspolitikken indebærer, at den strukturelle saldo samlet set forbedres med ca. 1½ pct. over årene 2011-13. Selvom opstramningen målt på ændringen i den strukturelle saldo påbegyndes i 2011, skønnes ændringen i finanspolitikken i 2011 at være neutral i relation til væksten. Betragtes finanspolitikken i perioden 2009-11 under et, vurderes de store lempelser i specielt 2009 at have bidraget til, at BNP-niveauet i 2011 er knap 2½ pct. højere, end det ville have været, hvis finanspolitikken havde været neutral igennem hele perioden. Også i 2012 og 2013 vurderes den samlede finanspolitik, som har

5) Fremskrivningen i dette kapitel såvel som i kapitel III baseres på den vedtagne politik, herunder stramningerne i genopretningsaftalen. Regeringens reformudspil og de efterfølgende aftaler blandt andet om ændringer i tilbagetrækningsalderen indgår derimod ikke i grundfremskrivningen. I kapitel II og III diskuteres reformudspillet og centrale dele af de indgåede forlig, herunder forkortelsen af efterlønsperioden til tre år.

været ført gennem krisen, at stimulere aktivitetsniveauet, om end i aftagende grad. Den strukturelle saldo skønnes fra 2008 til 2013 at blive forværret med godt 35 mia. kr., svarende til ca. 2 pct. af BNP.

Konjunktursituation robust nok til at påbegynde opstramningen

Produktionen ligger mærkbart under det normale, og der er kun udsigt til moderat vækst de kommende år. Umiddelbart kunne dette tilsige, at opstramningen af finanspolitikken burde udskydes. Det vurderes imidlertid, at konjunkturdyksigterne er tilstrækkelig robuste til, at det er forsvarligt at påbegynde en tilbagerulning af den ekspansive finanspolitik, der har været ført siden 2009, og at det planlagte tempo herfor er passende afstemt med den forventede konjunkturdyvikling. Dette skal ses i lyset af, at der, som nævnt, fortsat udgår en niveaumæssig stimulans fra finanspolitikken ført under krisen, og at der er udsigt til stigende beskæftigelse og en vækst på omkring 2 pct. de kommende år, selv når der tages højde for den planlagte stramning af finanspolitikken. Selvom ledigheden steg frem til slutningen af 2009, har ledighedsstigningen ikke været nær så stor som tidligere ventet. Aktuelt er antallet af ledige ikke højere, end det var i begyndelsen af 2006, og ledigheden skønnes kun at være lidt højere end det strukturelle niveau. Dermed giver situationen på arbejdsmarkedet ikke et selvstændigt argument for at lempe finanspolitikken i forhold til det planlagte.

Udgifter ude af kontrol udgjorde en del af lempelserne i 2009 og 2010

De finanspolitiske lempelser i 2009 og 2010 bestod blandt andet af den på kort sigt underfinansierede skattereform. På udgiftssiden bestod den finanspolitiske lempelse især af en stigning i det offentlige forbrug, der lå langt ud over det planlagte. Realvæksten i det offentlige forbrug i 2009 blev på over 3 pct., selvom der kun var planlagt en vækst på 1¼ pct. ved finanslovens vedtagelse. Dermed steg udgifterne til offentligt forbrug alene i 2009 med over 10 mia. kr. mere end planlagt. I 2010 oversteg udgifterne til offentligt forbrug det planlagte med over 5 mia. kr., til trods for at det rent faktisk lykkedes at få nedbragt det offentlige forbrug i andet halvår. Overskridelserne i forhold til det planlagte forbrug i 2009 og 2010 følger efter gentagne overskridelser de foregående mange år.

Positivt at der er foreslået flerårige udgiftsrammer

De systematiske overskridelser viser, at der er stort behov for nye mekanismer, der kan sikre, at de planlagte udgifter overholdes. På denne baggrund er det positivt, at der i forbindelse med regeringens reformforslag og de efterfølgende forhandlinger er lagt op til, at der skal indføres et nyt system med flerårige udgiftsrammer, som blandt andet anbefalet i *Dansk Økonomi, forår 2010*. Formandskabet vurderer, blandt andet med udgangspunkt i erfaringerne fra Sverige, at et sådan system vil kunne bidrage til en bedre udgiftsstyring og dermed til, at målsætningerne i de mellemfristede planer bedre kan overholdes. Det er blandt andet hensigtsmæssigt, at udgiftsstyringen i højere grad baseres på nominelle udgiftsrammer frem for mål for realvæksten. Virkningen af forslaget vil afhænge af, hvor konsekvent udgiftslofterne håndhæves. Som fremført i *Dansk Økonomi, forår 2010* er individuelle sanktionsmuligheder over for de kommuner og regioner, hvis regnskab overskrider budgettet, af særlig stor betydning.

Dårlig styring af de offentlige investeringer

Det højere niveau for det offentlige forbrug, der er en konsekvens af ikke-planlagte udgiftsstigninger, indebærer, at der er behov for reduktion af udgiftsniveauet. Det havde formentlig været mindre problematisk, hvis den finanspolitiske lempelse i højere grad var sket i form af en fremrykning af offentlige investeringer, hvor opstramningen kunne være fremkommet mere eller mindre automatisk. Det er bemærkelsesværdigt, i hvor ringe grad regering og kommuner har været i stand til at gennemføre de planlagte investeringer i kriseårene. I december 2009 blev det i *Økonomisk Redegørelse* forventet, at de offentlige investeringer ville stige med mere end 30 pct. i 2009 og 2010 tilsammen, hvilket ville indebære, at udgifterne til offentlige investeringer i 2010 ville være mere end 12 mia. kr. højere end i 2008. Til sammenligning viser de seneste tal fra nationalregnskabet, at de offentlige investeringer i de to år sammenlagt steg med mindre end 12 pct., og at udgifterne i 2010 var steget med mindre end 5 mia. kr. i forhold til 2008.

Flerårige og tværgående investeringsplaner anbefales

Regeringens forslag til flerårige udgiftsrammer omfatter ikke investeringer, og der er ikke fremlagt andre initiativer, der kan forbedre styringen af de offentlige investeringer. Da det kan være hensigtsmæssigt netop at bruge de offentli-

ge investeringer til konjunkturstabilisering, er der behov for bedre styring. Formandskabet har tidligere foreslået, at der udarbejdes tværgående og flerårige investeringsplaner, som vil kunne bidrage til en bedre prioritering mellem investeringer på tværs af områder – også i de situationer, hvor der er behov for at fremrykke eller udskyde investeringer af konjunkturmæssige årsager.

Rentetilpasningslån og afdragsfrihed øger fleksibiliteten for boligejerne ...

Introduktionen af rentetilpasningslån og lån med afdragsfrihed har givet boligejerne større fleksibilitet i låneoptagelsen. Den korte rente er typisk lavere end den lange, men til gengæld tilfører den variable rente usikkerhed om de fremtidige ydelser. For nogle boligejere er rentetilpasningslån med lavere forventet ydelse, men større udsving, en fordel. Afdragsfriheden har øget fleksibiliteten ved at gøre det væsentligt billigere at tilpasse tilbagebetalingsprofilen på boliglån, idet man kan undgå dyre låneomlægninger, der tidligere var nødvendige.

... men de nye låneformer gør også økonomien mere rentefølsom

Den større udbredelse af de nye låneformer har imidlertid også gjort dansk økonomi mere rentefølsom. Boliglån med rentetilpasning indebærer, at ydelsen stiger, når renten stiger, på samme måde som f.eks. almindelige banklån. Gennemslaget fra ændringer i den pengepolitiske rente til boligydelsen er størst for afdragsfrie lån med variabel rente. Den større rentefølsomhed dækker først og fremmest over, at boligejernes økonomi nu påvirkes mere direkte af ændringer i renten, end det var tilfældet, da fast forrentede lån var dominerende på markedet. Den større rentefølsomhed dækker også over, at boligpriserne vurderes at være blevet mere påvirkelige af renteændringer end tidligere, jf. bl.a. Nationalbankens *Kvartalsoversigt 2011, 1. kvartal*.

Den høje rentefølsomhed er gunstig for konjunkturerne i øjeblikket ...

Den højere rentefølsomhed i relation til boligfinansieringen er under normale omstændigheder ikke et problem. Så længe den danske konjunktursituation er nogenlunde i fase med den europæiske, og Nationalbanken ikke tvinges til at sætte en rente, der afviger markant fra ECB's, vil et stærkere gennemslag fra pengepolitikken på boligmarkedet virke stabiliserende på økonomien. Konkret har den nuværende lave rente på rentetilpasningslån i betydeligt omfang

	bidraget til at holde hånden under boligmarkedet og dermed hele økonomien.
... men høj rentefølsomhed og fast valutakurs kan være en dårlig cocktail	Imidlertid kan den forøgede rentefølsomhed også være kilde til ustabilitet, hvilket især kan være et problem i tilfælde af en valutakrise. Hvis der opstår pres på kronen, kan Nationalbanken helt uafhængigt af konjunktursituationen være tvunget til at hæve renten kraftigt og pludseligt. Et konkret eksempel var presset på kronen, der opstod i slutningen af 2008, hvor Nationalbanken hævede renten på et tidspunkt, hvor alverdens centralbanker, herunder ECB, var begyndt at lempe pengepolitikken. Selvom episoden var kortvarig, faldt den sammen med en periode med omfattende refinansiering af rentetilpasningslånene, og den midlertidigt højere rente indebar dermed en højere ydelse for boligejere med rentetilpasningslån i det (eller de) følgende år.
Problemstillingen er knyttet til den variable rente – ikke til afdragsfrihed isoleret set	Det bør understreges, at den grundlæggende problemstilling i forhold til de nye låneformer ligger i den variable rente. Afdragsfrihed i sig selv er ikke et problem, men bidrager til at øge rentefølsomheden på lån med variabel rente. Muligheden for afdragsfrihed på f.eks. fast forrentede lån bør ikke give anledning til bekymring.
Stor krise kan føre til offentligt indgreb ...	Kombinationen af høj rentefølsomhed og uro på de finansielle markeder, herunder især valutakriser, indebærer en øget risiko for makroøkonomisk ustabilitet. I sidste ende kan regeringen se sig nødsaget til at gribe ind for at undgå, at boligejeres manglende evne til at servicere boliggylden fører til en for stor stigning i antallet af tvangsauktioner og for store tab i den finansielle sektor. Forventningen om statslig indgriben kan i sig selv øge udbredelsen af låneformer med variabel rente. Det skyldes, at en del af risikoen forbundet med disse lån som følge af det forventede statslige indgreb reelt løftes væk fra den enkelte låntager og over til skatteyderne. Den øgede udbredelse af lån med variabel rente, der kan følge af en forventning om statslig indgriben, øger i sig selv den risiko for makroøkonomisk ustabilitet, der følger sig til den forøgede rentefølsomhed. Hermed øges sandsynligheden for, at der kan opstå behov for statslige indgreb.
... og forventning herom kan øge udbredelsen af nye låneformer	

Dansk realkredit er et sundt og robust system	Det danske realkreditsystem er i udgangspunktet sundt og robust, blandt andet som følge af balanceprincippet, der sikrer en tæt sammenhæng mellem indtægter og udgifter for realkreditinstitutterne. Udlån fra realkreditinstitutter sker samtidig kun med sikkerhed i jord og fast ejendom, og låntager hæfter personligt for gælden. Realkreditinstitutterne beholder boliglånene på deres balancer, og de har dermed et betydeligt incitament til at foretage en grundig kreditvurdering. I relation til rentetilpasningslån er det imidlertid ikke tilstrækkeligt, at låntagere kreditvurderes i forhold til det aktuelle niveau for renten på fastforrentede lån. For at modvirke risikoen for problemer i forbindelse med en valutakrise bør låntagere være i stand til at klare ydelserne på et lån til en rente, der er højere end den aktuelle, lange rente. Hvis realkreditinstitutter og banker i højere grad valgte eller blev tvunget til at informere om denne risiko, ville udbredelsen af rentetilpasningslån og lån med variabel rente formentlig blive reduceret.
Øget information om risici er ønskelig	
Basel III-regler fordyrer korte rentetilpasningslån	En række af kravene i de kommende Basel III-regler vil have konsekvenser for dansk realkredit. Især vil kravet om "stabil finansiering" føre til, at de helt korte rentetilpasningslån bliver dyrere. Dette vil i sig selv reducere efterspørgslen efter denne type lån.
Ikke oplagt, at der er behov for flere begrænsninger	Det er ikke oplagt, at der er behov for (yderligere) begrænsninger på de nye låneformer. Risikoen er som nævnt i praksis knyttet til situationer med valutauro, hvor ydelsen på lån med rentetilpasning eller anden form for variabel rente kan stige voldsomt. I takt med at refinansieringen af rentetilpasningslånene bliver bredt ud over året, bliver gennemslaget af en kortvarigt højere rente mindre. Fordelen ved at begrænse risikoen for makroøkonomisk ustabilitet gennem begrænsninger på udbredelsen af rentetilpasningslån og andre lån med variabel rente skal i givet fald vejes op mod ulempen i form af mindre fleksibilitet for boligejerne.

Hvis der gennemføres begrænsninger, er lavere lånegrænse en mulighed ...

... eller differentieret afgift på tinglysning

Hvis det vurderes nødvendigt at gennemføre restriktioner, bør disse rettes mod rentetilpasningslån og andre lån med variabel rente – og ikke mod muligheden for afdragsfrihed. En begrænsning kan eksempelvis ske ved at reducere lånegrænsen for tinglysning af pant for lån, der ikke har fast rente. Det vurderes derimod ikke hensigtsmæssigt at reducere den generelle lånegrænse på 80 pct. for optagelse af realkreditlån. Et andet instrument kunne være at reducere tinglysningsafgiften for lån med fast rente (eller øge afgiften for lån med variabel rente) for derigennem at give låntagere et ekstra incitament til at vælge lån med fast rente.

Bilagstabel I.1 BNP-vækst i udvalgte lande

	Eksport- vægt	Mængdestigning				
		2009	2010	2011	2012	2013
	Andel	Pct.				
USA	10,4	-2,6	2,9	2,5	3,1	3,1
Japan	1,9	-6,3	4,0	0,5	2,0	1,7
Kina	3,4	9,1	10,0	9,0	9,0	9,0
Tyskland	18,6	-4,7	3,5	3,3	2,1	2,0
Frankrig	5,8	-2,6	1,4	1,9	2,1	2,1
Italien	3,2	-5,2	1,2	0,8	1,7	1,7
UK	7,7	-4,9	1,3	1,4	2,0	2,3
Spanien	3,2	-3,7	-0,1	0,5	1,4	1,6
Holland	5,2	-3,9	1,8	2,0	1,7	1,7
Belgien	2,1	-2,7	2,1	1,8	2,1	2,4
Schweiz	1,4	-1,9	2,6	2,6	2,6	1,6
Østrig	1,2	-3,9	2,1	3,0	2,5	2,3
Sverige	13,8	-5,3	5,3	4,1	3,1	2,6
Norge	8,5	-1,2	0,4	2,5	2,7	2,7
Finland	3,4	-8,3	3,1	3,5	2,7	2,6
Irland	1,5	-7,6	-1,0	-0,9	1,5	1,9
Portugal	0,5	-2,5	1,4	-0,1	0,2	0,8
Grækenland	0,5	-2,3	-4,4	-2,8	0,5	1,0
Danmark		-5,2	2,1	1,6	2,0	2,0
EU	74,3	-4,2	1,8	1,9	2,0	2,1
EU-15	66,5	-4,3	1,8	1,9	1,9	2,0
Nye EU-lande	7,7	-3,1	2,5	3,4	3,6	3,2
Euroområdet	45,3	-4,1	1,8	1,9	1,9	1,9
Aftagere	100	-3,7	2,8	2,8	2,7	2,6

Anm.: Eksportvægtene angiver sammensætningen af industrieksporten i 2010. De viste lande aftager 82,6 pct. af Danmarks industrieksport. Væksten i EU-15, de nye EU-lande og euroområdet er sammenvejet med BNP-vægte, mens aftagere er sammenvejet med eksportvægte.

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

Bilagstabel I.2 Hovedposter på forsyningsbalancen

	Mængdestigning										
	2010	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Årets priser	Pct.										
Mia. kr.											
Privat forbrug	853	4,7	3,8	3,6	3,0	-0,6	-4,5	2,2	1,7	1,9	2,7
Offentligt forbrug	513	1,8	1,3	2,8	1,3	1,6	3,1	1,0	0,1	0,0	0,0
Offentlige investeringer	38	13,2	0,8	16,6	-3,0	0,8	4,6	7,3	9,5	-8,0	-8,0
Boliginvesteringer	74	11,9	17,3	9,6	-6,0	-10,9	-16,9	-9,4	3,8	4,3	7,3
Erhvervsinvesteringer	175	-0,1	0,1	16,1	3,9	-0,6	-15,3	-1,4	0,4	7,7	8,2
Lagerændringer	-5	0,6	0,2	-0,3	0,3	-0,6	-2,0	0,9	0,7	0,5	0,2
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.648	4,3	3,4	5,2	2,3	-1,2	-6,5	1,7	2,1	2,4	2,7
Vareeksport	539	4,2	5,7	4,3	-0,6	-0,6	-10,3	5,0	2,1	1,9	2,2
heraf industrivarer	356	4,2	7,7	4,7	2,2	1,3	-13,1	6,2	3,7	3,8	4,2
Tjenesteeksport	342	-0,2	12,7	17,8	8,6	8,3	-8,9	1,4	7,1	3,8	3,3
Eksport i alt	881	2,8	8,0	9,0	2,8	2,8	-9,7	3,6	4,1	2,7	2,6
Samlet efterspørgsel	2.529	3,8	4,9	6,5	2,5	0,1	-7,7	2,3	2,8	2,5	2,7
Vareimport	502	8,8	9,3	11,4	2,9	0,1	-14,9	4,5	5,8	3,3	4,2
heraf industrivarer	373	9,5	9,5	12,2	2,8	-2,3	-17,0	5,2	6,6	3,4	5,1
Tjenesteimport	282	5,2	14,8	17,5	7,0	7,7	-7,9	0,2	4,5	3,9	3,6
Import i alt	784	7,7	11,1	13,4	4,3	2,7	-12,5	2,9	5,3	3,5	4,0
Bruttonationalprodukt	1.746	2,3	2,4	3,4	1,6	-1,1	-5,2	2,1	1,6	2,0	2,0
Bruttoværditilvækst	1.502	1,5	1,5	3,2	1,6	-0,7	-4,7	1,9	1,2	1,8	1,8
heraf private byerhverv	876	1,9	3,0	5,3	3,2	0,5	-8,2	2,4	2,3	3,4	3,3

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

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

Bilagstabel I.4 Løn- og restindkomst

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	----- Mia. kr. -----									
Bruttoværditilvækst i alt	1.253	1.309	1.379	1.436	1.486	1.423	1.502	1.543	1.601	1.662
Lønsum	785	824	871	929	982	973	977	987	1.015	1.047
Nettorestindkomst	225	242	253	235	216	170	250	275	298	318
Afskrivninger	240	246	257	273	286	284	276	281	288	294
Anden produktionsskat	3	-2	-2	-1	2	-3	-1	0	0	3
Bruttoværditilvækst, off. sektor	287	294	305	313	329	351	363	363	374	384
Lønsum	261	267	278	284	299	322	334	334	344	354
Afskrivninger	28	29	30	31	33	32	34	35	36	36
Anden produktionsskat	-2	-2	-3	-3	-3	-4	-5	-6	-6	-6
Bruttoværditilvækst, privat sektor	966	1.015	1.074	1.123	1.157	1.073	1.139	1.180	1.227	1.278
Lønsum	524	556	593	645	683	650	643	653	671	694
Nettorestindkomst	225	242	253	235	216	170	250	275	298	318
Afskrivninger	212	216	228	241	254	251	242	247	252	258
Anden produktionsskat	5	0	1	2	4	1	4	6	6	9
	----- Pct. -----									
Lønkvote i alt	62,7	62,9	63,2	64,7	66,1	68,3	65,1	64,0	63,4	63,0
Lønkvote, privat sektor	54,3	54,8	55,2	57,5	59,0	60,6	56,5	55,3	54,7	54,3

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

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

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	----- Mia. kr. -----									
Lønsum	785	824	871	929	982	973	977	987	1.015	1.047
Restindkomst mv.	467	485	508	506	504	451	524	556	586	615
Bruttoværditilvækst	1.253	1.309	1.379	1.436	1.486	1.423	1.502	1.543	1.601	1.662
+ Nettorenter	12	27	31	23	24	37	45	44	39	38
+ Overførsler m.m.	238	242	241	243	248	269	286	296	306	315
Bruttoindkomst	1.503	1.577	1.651	1.702	1.759	1.729	1.834	1.884	1.945	2.015
- Direkte skatter	442	490	497	507	515	497	525	519	536	560
- Andre skatter	20	20	20	21	22	20	21	22	22	23
- Anden produktionsskat	3	-2	-2	-1	2	-3	-1	0	0	3
Disponibel bruttoindkomst	1.037	1.069	1.135	1.175	1.220	1.215	1.289	1.343	1.387	1.429
- Afskrivninger	240	246	257	273	286	284	276	281	288	294
Disponibel nettoindkomst	798	824	878	903	934	931	1.014	1.061	1.099	1.135
- Korrektion for skat af pension mv.	21	21	56	67	69	62	45	62	65	66
Disponibel indkomst, jf. SMEC (lang sigt)	777	802	822	836	865	869	968	999	1.035	1.070
Anvendt til privat forbrug	707	745	787	820	840	814	853	889	924	966
Anvendt til privat nettoopsparing	70	57	35	15	25	56	115	111	111	104

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

Bilagstabel I.6 Indkomster og forbrugskvoter

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	----- Nominal vækst i pct. -----									
Bruttoindkomst	4,6	5,3	4,6	3,0	3,2	-1,4	6,0	2,7	3,3	3,4
Disponibel bruttoindkomst	3,5	3,1	6,2	3,5	3,8	-0,4	6,1	4,2	3,3	3,0
Disponibel nettoindkomst	3,4	3,3	6,6	2,8	3,5	-0,3	8,8	4,7	3,6	3,3
Disponibel indkomst, SMEC	4,6	3,3	2,4	1,7	3,5	0,5	11,4	3,2	3,5	3,4
	----- Pct. -----									
Forbrugskvote, SMEC's indkomstdefinition	91,0	92,9	95,7	98,2	97,1	93,6	88,1	88,9	89,3	90,3
Forbrugskvote, SMEC's indkomst- og forbrugsdef.	89,7	90,7	93,2	95,7	96,1	93,7	87,3	87,5	88,0	89,0

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

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

Bilagstabel I.7 Eksport og import opdelt på underkomponenter

	Årets priser		Mængdestigning										Prisstigning					
	2010	2011	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Mia. kr.	Pct.		Pct.										Pct.					
Eksport	881		9,0	2,8	2,8	-9,7	3,6	4,1	2,7	2,6	3,0	1,4	5,4	-8,4	7,2	2,7	1,6	1,6
Landbrug	126		6,7	-3,1	-3,1	-2,2	5,0	2,4	1,8	1,4	2,8	4,1	8,6	-6,5	6,7	2,1	1,5	1,2
Industri	356		4,7	2,2	1,3	-13,1	6,2	3,7	3,8	4,2	2,1	2,0	2,6	-1,2	1,2	0,0	1,0	1,0
Energi	58		-2,4	-10,9	-7,5	-8,7	-3,3	-7,7	-7,6	-7,6	21,9	0,3	33,9	-29,7	24,7	28,0	4,3	0,8
Søfart mv.	305		20,3	10,1	9,2	-9,5	1,3	7,5	3,8	3,3	0,5	-0,2	3,2	-13,4	13,0	2,0	1,7	2,5
Turisme	37		1,8	-2,8	0,4	-3,9	2,7	4,1	3,5	3,3	1,4	1,9	0,8	1,8	1,8	2,3	1,8	1,7
Import	784		13,4	4,3	2,7	-12,5	2,9	5,3	3,5	4,0	3,3	1,8	4,0	-7,7	4,4	3,6	2,1	1,5
Landbrug	59		8,9	2,1	1,1	-10,3	7,0	3,6	4,7	3,2	1,4	5,1	6,0	-4,1	6,0	1,0	1,0	1,0
Industri	373		12,2	2,8	-2,3	-17,0	5,2	6,6	3,4	5,1	1,9	2,3	3,1	-4,2	0,8	1,0	1,0	1,0
Energi	70		7,7	4,3	16,7	-7,5	-2,4	3,1	1,6	1,1	20,2	-4,5	29,0	-33,3	28,3	25,6	6,8	0,7
Søfart mv.	242		19,9	7,2	8,7	-9,1	0,2	5,2	4,1	3,4	3,0	1,5	-0,9	-6,2	4,1	2,5	2,5	2,5
Turisme	40		4,0	5,6	0,5	0,8	0,0	0,3	2,9	5,0	-0,2	3,1	0,5	-1,3	5,0	2,0	2,0	2,0

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

Bilagstabel I.8 Lønkonkurrenceevne og forbrugerpriser

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Stigning i timelønomkostninger, udland	3,0	2,0	2,0	3,3	3,0	1,4	2,6	2,3	2,6	2,8
Tyskland	0,6	0,6	2,7	1,4	2,3	1,9	2,1	2,8	3,0	3,0
USA	2,8	3,0	1,4	5,0	2,0	2,1	2,0	2,5	2,6	2,8
Storbritannien	8,5	3,2	2,8	4,4	3,5	-0,6	5,1	2,0	2,5	3,1
Frankrig	2,2	3,6	2,5	2,7	3,1	0,3	1,8	1,7	2,1	2,5
Sverige	3,1	2,5	-0,5	7,4	3,1	0,8	3,2	2,7	3,1	3,3
Japan	0,8	0,2	-0,9	0,1	2,8	-0,8	3,8	0,5	1,1	1,2
Italien	5,4	2,8	2,5	2,7	3,4	3,3	2,8	1,7	2,1	2,7
Norge	5,1	1,9	5,4	6,6	4,5	1,8	3,7	4,0	4,5	4,5
Belgien	3,4	0,2	2,2	2,4	4,2	2,7	1,1	1,8	2,7	2,7
Holland	2,1	2,0	1,9	1,6	4,8	2,8	1,3	2,4	2,5	2,5
Stigning i timelønsomkostninger, indland	3,1	2,7	3,1	4,0	4,2	2,9	2,6	2,0	2,2	2,5
Ændring i relativ lønudvikling	-0,1	-0,8	-1,1	-0,7	-1,2	-1,5	0,1	0,3	0,4	0,4
Ændring i effektiv kronekurs	1,0	-0,3	0,0	1,5	2,7	1,8	-3,5	0,4	0,4	0,0
Ændring i lønkonkurrenceevne	-1,1	-0,5	-1,1	-2,2	-3,9	-3,3	3,6	-0,1	0,0	0,4
Forbrugerpriser	1,3	1,5	1,9	1,2	3,1	1,3	2,6	2,5	2,0	1,8

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 bidrager til en forværring af konkurrenceevnen. Lønomkostningerne omfatter både direkte og indirekte omkostninger og angiver stigningstakten for timelønsomkostningerne i industrien. Timelønsomkostningerne i udlandet er vejet sammen med dobbeltvejede eksportvægte, der afspejler landenes betydning som konkurrenter for dansk industrieksport. Forbrugerpriserne er målt ved væksten i deflatoren for det private forbrug.

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

Bilagstabel I.9 Offentlige finanser

	2010	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Mia. kr.	----- Pct. af BNP -----									
Skatter	546	31,6	33,0	31,7	31,1	30,8	31,2	31,3	30,0	29,9	30,0
heraf indkomstskatter	404	23,6	23,3	23,1	23,4	23,7	25,2	23,1	22,9	23,0	23,1
selskabsskat	48	3,2	3,9	4,4	3,8	3,3	2,5	2,7	3,3	3,4	3,5
pensionsafkastbeskatning	42	1,6	2,4	0,8	0,3	0,5	0,5	2,4	0,8	0,5	0,4
Afgifter	293	17,4	17,7	17,9	17,7	17,2	16,9	16,8	17,1	17,0	17,3
Øvrige indtægter	76	4,9	4,6	4,6	4,4	4,5	4,4	4,3	4,4	4,3	4,2
Indtægter i alt	914	53,9	55,4	54,2	53,2	52,5	52,4	52,4	51,5	51,2	51,4
Offentligt forbrug	513	26,5	26,0	25,9	26,0	26,7	30,0	29,4	28,8	28,4	28,0
Offentlige investeringer	38	1,8	1,8	2,0	1,9	1,9	2,1	2,2	2,4	2,1	1,9
Indkomstoverførsler	302	17,1	16,5	15,6	15,2	15,1	17,1	17,3	17,3	17,2	17,1
Øvrige udgifter	102	5,2	5,0	4,9	5,0	5,5	5,8	5,9	5,6	5,6	5,5
Udgifter i alt	956	50,6	49,3	48,4	48,0	49,2	54,9	54,8	54,1	53,3	52,5
Primær saldo	-42	3,3	6,1	5,8	5,3	3,4	-2,5	-2,4	-2,6	-2,1	-1,0
Nettorenteindtægter	-9	-1,4	-1,1	-0,8	-0,5	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7
Offentlig saldo	-51	1,9	5,0	5,0	4,8	3,3	-2,8	-2,9	-3,2	-2,7	-1,7
Strukturel saldo (pct. af strukturelt BNP)		1,2	1,9	1,8	1,9	1,6	-1,1	-2,3	-2,0	-1,4	-0,6
Bruttogæld	761	45,1	37,8	32,1	27,5	34,5	41,8	43,6	45,4	46,5	46,5
		----- Pct.point -----									
Finanseffekt (ændring i realt BNP)		0,6	0,5	0,7	0,2	-0,5	1,8	0,3	0,0	-0,4	-0,4
		----- 1.000 pers. -----									
Førtidspensionister		258	248	238	237	237	238	238	240	241	243
Efterlønsmodtagere		180	162	144	140	138	131	124	119	112	108
Folkepensionister		704	750	789	803	821	845	873	904	935	962

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

Bilagstabel I.10 Realøkonomisk udvikling til 2020

	2005-10	2010-15	2015-20	
	----- Pct. p.a. ^{a)} -----			
Strukturelt BNP	1,2	1,1	1,3	
BNP i udlandet	0,1	1,8	1,4	
BVT i private byerhverv	0,5	2,8	1,7	
Timeproduktivitet i private byerhverv	0,7	2,0	1,5	
Timeløn	3,4	2,5	3,4	
Forbrugerpriser	2,0	2,0	2,0	
Kontantpris	1,9	1,0	2,4	
Privat forbrug	0,7	2,2	2,2	
Boliginvesteringer	-7,1	4,4	1,1	
Erhvervsinvesteringer	-0,5	4,7	2,3	
Offentligt forbrug	2,0	0,3	0,8	
Offentlige investeringer	5,1	-0,9	1,5	
Eksport	1,5	3,1	3,2	
Import	1,8	4,2	4,0	
	2005	2010	2015	2020
	----- 1.000 pers. -----			
Strukturel arbejdsstyrke	2.884	2.919	2.916	2.921
Arbejdsstyrke	2.868	2.878	2.906	2.921
Beskæftigelse	2.727	2.764	2.804	2.819
	----- Pct. -----			
Rente, 10 årig statsobligation	3,40	2,93	4,75	4,75
Rente, 30 årig realkreditobligation	4,35	4,68	6,00	6,00
	----- Dollar pr. tønde (Brent) -----			
Oliepris	54	80	120	133
	----- Pct. af BNP -----			
Betalingsbalance	4,3	5,5	2,1	0,4

a) Gennemsnitlig vækst i perioden 2005-10, 2010-15 hhv. 2015-20.

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

