FINANSMINISTERIET

Konjunkturstatus – oktober 2009

5. oktober 2009

Vurderingen af konjunkturudsigterne i *Økonomisk Redegørelse, august 2009* bygger på de oplysninger om udviklingen i dansk og international økonomi, der forelå i første del af august måned. Der er siden da kommet en række nye informationer, herunder nationalregnskabet for 2. kvartal 2009, som har givet anledning til at genoverveje vækstudsigterne[1].

De nye oplysninger peger på lidt bedre fremadrettede vækstudsigter for dansk økonomi, bl.a. i lyset af tydeligere tegn på vending i udlandet, men også at faldet i produktion og efterspørgsel i første halvdel af 2009 har været kraftigere end forudsat i augustvurderingen – bl.a. trukket af lavere boliginvesteringer og de ret volatile erhvervsinvesteringer.

En overordnet opdatering af konjunkturvurderingen på baggrund af de nye informationer peger på et samlet fald i BNP i Danmark på op mod 4 pct. for 2009 som helhed og en stigning næste år på 1-1½ pct. Skønnene for arbejdsmarkedet er ikke ændret, selv om væksten i 2009 og 2010 samlet kan blive lidt lavere end forudsat. Det skyldes bl.a., at ledigheden i august var ca. 13.000 personer lavere end ventet i den seneste konjunkturvurdering. Revisionerne er i øvrigt inden for den betydelige usikkerhed, som konjunkturvurderinger er behæftet med i den aktuelle situation.

De offentlige finanser kan blive forværret med omkring 5 mia. kr. (ca. ¼ pct. af BNP) i år og næste år i forhold til augustvurderingen som følge af et lidt lavere indtægtsgrundlag. Det vil indebære, at underskuddet i 2010 kan udgøre godt 90 mia. kr. (godt 5 pct. af BNP).

Det er særligt gennemslaget af de kraftige lempelser af den økonomiske politik, som virker med stigende styrke gennem resten af året og ind i 2010, samt en gradvis fremgang i udlandets efterspørgsel, som ventes at trække aktiviteten op. Der er imidlertid betydelig usikkerhed knyttet til styrken af disse vækstfaktorer både i op- og nedadgående retning og til en række af de øvrige forudsætninger, som konjunkturvurderingen hviler på, *jf. Økonomisk Redegørelse, august 2009*. Samtidig vil yderligere revisioner af de historiske tal – som erfaringsmæssigt kan være betydelige – kunne ændre billedet af det, der allerede er sket, og dermed påvirke helårsskønnene. Der udarbejdes en ny, samlet konjunkturvurdering til december, som også omfatter skøn for 2011.

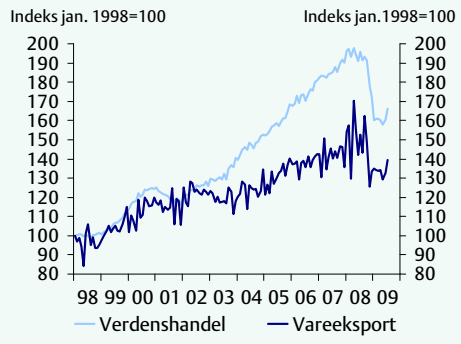
[1] Der er foretaget en ny vurdering af udviklingen i de overordnede størrelser på forsyningsbalancen samt beskæftigelse og ledighed i lyset af de nye nationalregnskabstal frem til 2. kvartal samt tal for ledigheden henover sommer og en række andre nye informationer om udviklingen i dansk og international økonomi. De finanspolitiske forudsætninger er uændret i forhold til augustvurderingen.

Den internationale økonomi ser ud til at være vendt
Siden udarbejdelsen af augustvurderingen er der kommet flere oplysninger, som bekræfter, at den kraftige svækkelse af verdensøkonomien er bremset op og afløst af en vis fremgang.

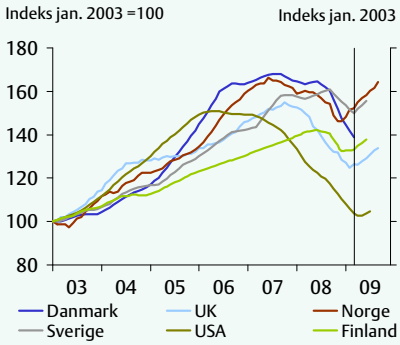
Verdenshandlen er vokset med ca. 5 pct. fra bunden i maj og frem til juli, *jf. figur 1a*, industriproduktionen er stigende i mange lande, og forbruger- og erhvervstillid er styrket yderligere i en række af de største økonomier. Det gælder også for vigtige danske eksportmarkeder som Tyskland og Sverige, hvor der i 2. kvartal er opgjort fornyet, men moderat, fremgang i BNP. Samtidig er lagrene bragt meget ned i OECD-området, og boligpriserne er nu stigende i hovedparten af de OECD-lande, der som Danmark har oplevet kraftig opgang på boligmarkedet under højkonjunkturen, *jf. figur 1b*.

De mere positive nøgletal har medført opjusteringer i de seneste prognoser fra OECD og IMF. Også i EU's interim prognose fra september ventes nu en større aktivitetsfremgang i 2. halvår 2009 end tidligere – efter et første halvår, der har været svagere end tidligere forudsat.

Figur 1a
Verdenshandel og dansk vareeksport



Figur 1b
Boligpriser



Anm.: I figur 1b angiver den lodrette streg den seneste observation for Danmark.
Kilde: Danmarks Statistik, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis og Reuters Ecowin.

Udsigterne for Danmark
Vendingen i udlandet kan læses i dansk vareeksport, som er gået tydeligt frem i juni og juli efter det kraftige fald gennem det foregående år. Også forbrugertilliden og industriens forventninger er styrket, mens konjunkturbarometret i bygge- og anlægserhvervet omvendt er svækket lidt igen. Indikatorerne for nyregistrerede personbiler og detailhandel peger på omtrent uændret privatforbrug ind i 3. kvartal.

For Danmark ventes fortsat, at produktionen vil vokse betydeligt i årets anden halvdel efter ca. 1½ år med kraftig recession. Men ledigheden ventes fortsat at

stige frem mod udgangen af 2010, navnlig som følge af det produktionstab, der er sket.

I forhold til augustvurderingen er balancen i den afdæmpede konjunkturopgang rykket i lyset af de seneste oplysninger, så det nu i højere grad er eksporten, som ventes at trække aktiviteten op (fra et meget lavt niveau). Det forventes fortsat, at de kraftige lagernedbringelser i årets første halvdel ophører. Det kan give et ret betydeligt bidrag til væksten på helt kort sigt. Stigende privatforbrug og fortsat høj offentlig efterspørgsel trækker også aktiviteten op, mens især boliginvesteringerne – og navnlig nybyggeriet – ventes at svække efterspørgsel og produktion nogen tid endnu.

De markante lempelser af den økonomiske politik er de primære drivkræfter bag den ventede fremgang i aktiviteten. De vidtrækkende indgreb i den finansielle sektor og de store lempelser af bl.a. pengepolitikken ser således ud til at virke ret effektivt. Markedsrenterne – især de korte boligrenter – er meget lave, pengemarkedet nærmer sig en normalisering, og de samlede udlån fra banker og realkredit til husholdninger og erhverv har ligget ret højt og stabilt, selv om BNP og investeringer er faldet kraftigt. Samtidig ventes, at boligpriserne stabiliseres, især som følge af faldet i renterne siden efteråret. Boligpriserne er som nævnt stigende i lande, der som Danmark har haft en kraftig opgang på boligmarkedet under højkonjunkturen.

Finanspolitikken er også ekstraordinært lempelig i Danmark og mere lempelig end i andre lande, selv om Danmark formentlig har de største automatiske stabilisatorer i OECD, og ledigheden er forholdsvis lav både historisk set og i internationalt perspektiv. De besluttede lempelser i 2009 og 2010 svarer til 3 pct. af BNP i 2010 (i størrelsesordenen 55 mia. kr.). Hertil kommer frigivelsen af SP-opsparingen, som samlet kan løfte rådighedsbeløbet med ca. 25 mia. kr. efter afgift. Den planlagte vækst i de offentlige investeringer i 2009 og 2010 skønnes at være større end i alle andre OECD-lande.

Selv om finanspolitikken i Danmark er mere lempelig end i stort set alle andre OECD-lande, vil vendingen imidlertid komme senere end i fx Tyskland, bl.a. fordi udviklingen i lønkonkurrenceevnen og normaliseringen af boligmarkedet forstærker det nedadgående pres på produktion og beskæftigelse herhjemme.

Mens de fremadrettede vækstbetingelser for det næste års tid overordnet ser ud til at være lidt bedre end i august, og ledigheden er steget noget mindre end ventet, har faldet i produktion og efterspørgsel i årets første halvdel også i Danmark været større end hidtil antaget.

De foreløbige nationalregnskabstal frem til 2. kvartal viser således et fald på 2,6 pct. mod en ventet nedgang på i størrelsesordenen 1 pct. i *Økonomiske Redegørelse, august 2009*. Det skyldes navnlig et større fald i eksport og investeringer end ven-

tet. Dermed er BNP faldet med godt 6 pct. siden 1. kvartal 2008, hvilket er på linje med nabolandene Sverige og Tyskland, *jf. også boks 1*.

Boks 1. Nationalregnskabstal for Danmark og andre lande

I Danmark har faldet i BNP lidt overraskende været større i 2. kvartal i år end i de foregående kvartaler. I andre lande er faldet i BNP således bremset væsentligt op i 2. kvartal i år – og for en række lande er BNP endda steget. Den danske profil afspejler særligt et større fald i eksporten og investeringerne, herunder boliginvesteringerne end i andre lande. Samlet gælder dog følgende:

- **BNP i Danmark** er faldet godt 6 pct. fra 1. kvartal 2008 til 2. kvartal i år. Det er som i Sverige og Tyskland og mindre end i fx Finland og Irland. EU15 har i gennemsnit haft et tab på godt 5 pct. i samme periode. Faldet i bruttoværditilvæksten i Danmark er på omkring 5½ pct. i perioden.

- Danmark skiller sig særligt ud i forhold til andre lande ved, at **privatforbruget** er faldet meget kraftigt med ca. 7½ pct. siden 1. kvartal 2008. Det er væsentligt mere end i EU15, hvor privatforbruget er faldet med ca. 2 pct. Det afspejler en kraftig stigning i de danske husholdningers opsparing, som efter alt at dømme har været større end i stort set alle andre OECD-lande, selv om ledigheden er relativt lav, og husholdningerne i gennemsnit er forholdsvis velkonsoliderede og har haft pæn fremgang i de disponible realindkomster.

- **Faldet i boliginvesteringerne** siden begyndelsen af 2008 er på omkring 22 pct. Det er på linje med lande som Sverige, Storbritannien, USA og mindre end i fx Irland og Spanien. Denne gruppe lande har også oplevet betydelige fald i boligpriserne efter en stor stigning under højkonjunkturen. For EU15 er faldet i boliginvesteringerne siden 1. kvartal 2008 på i størrelsesordenen 15 pct. Det ventes fortsat, at det kraftige fald i renteniveauet vil stabilisere boligpriserne i Danmark (ligesom det er sket i andre lande), hvilket reducerer de negative vækstbidrag fra boliginvesteringerne i en periode.

- Virksomhederne er fortsat med at **nedbringe deres lagre** i 2. kvartal. Lagrene er reduceret med 3 mia. kr. både i 1. og 2. kvartal (2000-priser, kædede værdier). Det er væsentligt mere end den opbygning af lagrene, som skete i sidste halvdel af 2008, bl.a. som følge af det store uforudsete fald i efterspørgslen i forbindelse med finanskrisen. Det er usikkert, hvornår lagernedbringelsen er overstået. Hvis virksomhederne ophører med at nedbringe lagre i 3. kvartal, vil det indebære et vækstbidrag på ca. 1 pct. til BNP.

- **Eksporten** er faldet betydeligt i 2. kvartal i år, særligt tjenesteeksporten. Faldet var større end i andre lande i 2. kvartal – men det skal ses i sammenhæng med en relativt lille eksportreaktion i årets 1. kvartal. De seneste oplysninger fra juni og juli viser tydelig fremgang i eksporten, som skal ses i sammenhæng med vendingen i den internationale økonomi. Samlet set er eksporten ikke faldet mere end i andre lande. På årsbasis faldt den danske eksport således med 13½ pct. i 2. kvartal i år mod ca. 16½ pct. for EU15 landene i gennemsnit. Bl.a. industrien er forholdsvist hårdt ramt af fald i efterspørgslen og svækket konkurrenceevne.

- **Erhvervsinvesteringerne** faldt med 13 pct. i 2. kvartal efter en opgang på 2 pct. i 1. kvartal, og profilen er stærkt påvirket af etableringen af en boreplatform, som indgik i investeringerne i 1. kvartal. Korrigeret herfor er faldet i erhvervsinvesteringerne på hhv. 10½ og 3 pct. i de to kvartaler, dvs. det underliggende fald var kraftigst i 1. kvartal. Udviklingen i erhvervsinvesteringerne er meget volatile, og tallene for første halvår er givetvis påvirket af beslutninger om udskydelser i månederne efter eskaleringen af finanskrisen sidste efterår, hvor usikkerheden om det videre forløb var helt dominerende.

Der er foretaget en overordnet opdatering af konjunkturudsigterne med baggrund i de nye oplysninger, som er kommet til siden udarbejdelsen af augustvurderingen.

Gennemgangen peger samlet på, at BNP i Danmark kan falde med op mod 4 pct. på årsbasis i 2009, mens væksten i 2010 vurderes at kunne blive mellem 1 og 1½ pct. Det er op mod 1 pct.-enhed mindre i år end i augustvurderingen, mens væksten næste år er opjusteret fra ca. 1 pct. i august. Samlet afspejler ændringerne lavere vækst i privatforbrug og investeringer og en forøgelse af vækstbidraget fra nettoeksporten.

Vækstudsigterne for 2010 skal bl.a. ses i lyset af, at de oplysninger om eksportmarkedsvækst, renteforhold, oliepriser og valutakurser, som er kommet til siden udarbejdelsen af augustvurderingen, kan begrunde en forøgelse af vækstskønnet for 2010 på i størrelsesordenen ¼ pct.-enhed. Det afspejler navnlig forventningerne om større eksportmarkedsvækst end forudsat i augustvurderingen.

Den større nedgang i BNP i 2009 som helhed – som afspejler det, der er sket i første halvår – har ikke givet grundlag for at ændre forventningerne til udviklingen på arbejdsmarkedet, og ledigheden ventes således fortsat at stige til omkring 160.000 personer ved udgangen af 2010. Det afspejler bl.a., at de fremadrettede vækstudsigter er forbedret lidt, samt at det uventet store BNP-fald i 2. kvartal i et vist omfang er drevet af lavere tjenesteeksport (primært søtransport) i forlængelse af nedgangen i verdenshandlen. Tjenesteeksport har et forholdsvist lille beskæftigelsesindhold.

Faldet i beskæftigelsen bremsede op i 2. kvartal, og beskæftigelsesniveauet var som ventet, mens ledigheden i august var omkring 13.000 personer lavere end forudsat ved seneste vurdering bl.a. som følge af tekniske forhold. Dertil kommer, at antallet af præsterede arbejdstimer faldt relativt lidt med 0,3 pct. i 2. kvartal. Det kan også pege i retning af, at vækstnedgangen hidtil har været mindre beskæftigelsesintensiv.

Den lidt lavere vækst i 2009 og 2010 under ét betyder, at underskuddet på de offentlige finanser kan blive op mod 5 mia. kr. større både i 2009 og 2010 end skønnet i august (ca. ¼ pct. af BNP). Det afspejler bl.a. lavere indtægter fra moms og andre indirekte afgifter.

Det skal understreges, at skønnet for BNP og de andre komponenter på forsyningsbalancen – samt ledigheden – er præget af betydelig usikkerhed, jf. også *Økonomisk Redegørelse*. Det skyldes bl.a. usikkerheden i de foreløbige kvartalsvise nationalregnskabstal og om styrken af den stigning i dansk eksport, som de seneste udenrigshandelstal giver indtryk af[2]. Også gennemslaget af den kraftige stimulans fra finanspolitiske lempelser og lave renter kan blive både større og mindre end vurderet. Det gælder særligt i forhold til privatforbruget og boligmarkedet.

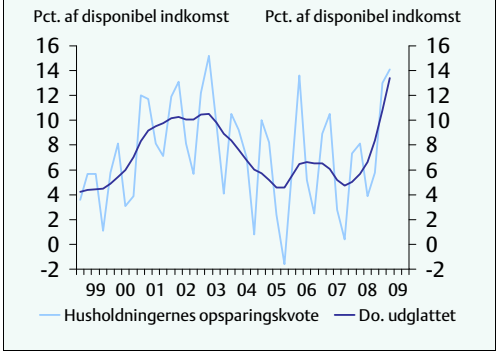
[2] Der er desuden en usikkerhed som følge af jævnlige revisioner i kilderne til nationalregnskabet samt særlige udfordringer i dataindsamling og -behandling i forbindelse med kraftige vendinger i konjunkturerne. Fx er der sket en markant nedrevision af både eksporten og importen i 1. kvartal i år i forbindelse med den seneste opgørelse, som afspejler revisioner i udenrigshandelsstatistikken.

Privatforbruget er faldet kraftigt med ca. 7½ pct. siden 1. kvartal sidste år. Det afspejler en stor forøgelse af husholdningernes opsparing, *jf. figur 2a*, idet de disponible realindkomster samtidig er steget pænt i Danmark bl.a. som følge af skattenedsættelserne i starten af i år og på trods af fald i beskæftigelsen. Den betydelige stigning i opsparingen kan ikke med normale antagelser forklares af svækkelsen i formuerne og må derfor afspejle stor tilbageholdenhed i lyset af de usikre fremtidsudsigter for bl.a. arbejdsmarkedet og muligvis likviditetsbegrænsninger i nogle husholdninger.

Privatforbruget er stabiliseret i løbet af første halvår, men den købekraft og likviditet, som er opbygget, har endnu ikke vist sig i mærkbar forbrugsfremgang på trods af en klart styrket forbrugertillid (der nu ligger omkring et langsigtet gennemsnit), lavere renter, stigende aktiekurser og udsigt til ret store skattenedsættelser ved årsskiftet.

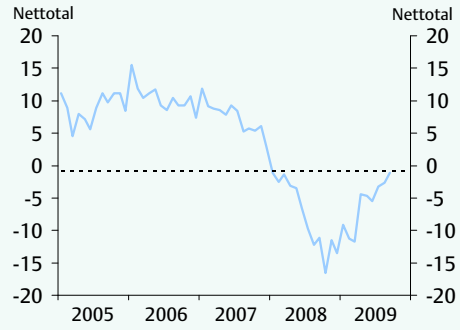
Figur 2a

Husholdningernes opsparingskvote



Figur 2b

Forbrugertillid



Anm. I figur 2b angiver den stiplede linje gennemsnittet over perioden siden 1974.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Det er centralt, at boligpriserne stabiliseres efter et ret stort fald henover årsskiftet. Det vil bidrage til fremgang i privatforbruget og modvirke store fald i boliginvesteringerne. Boligmarkedet ventes stabiliseret, fordi renterne er faldet til et meget lavt niveau, samtidig med at de disponible realindkomster vokser ret meget. Omvendt vil højere ledighed og strammere lånebetingelser trække i modsat retning.

I mange OECD-lande (med data der rækker længere frem end de danske) er boligmarkederne nu vendt med baggrund i de meget lave renter. Det gælder også i lande, der som Danmark har oplevet en kraftig stigning i boligpriserne til et højt niveau i midten af årtiet, som derefter er korrigeret ned igen, efter pengepolitikken er blevet strammet. Både Sverige, Storbritannien, USA, Norge og Finland oplevede således en kraftig opgang i boligpriserne – og en efterfølgende nedgang. I alle disse lande er boligpriserne nu stigende.