



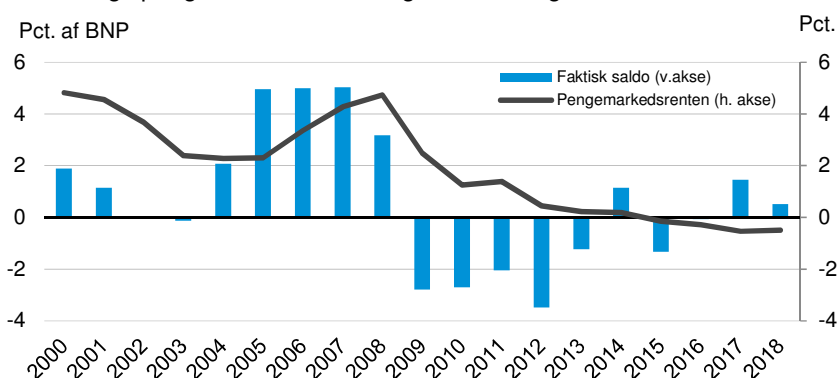
Danmark er dårligt rustet til en ny krise

Da finanskrisen brød ud i 2008, blev økonomien understøttet af et stort rentefald og en markant finanspolitisk lempelse. Det har været med til at sikre, at Danmark kom bedre gennem krisen. Men med et renteniveau omkring nul og omtrent balance på den offentlige saldo i dag er der ikke meget at skyde med, hvis Danmark i den nærmeste tid rammes af en ny krise.

Da krisen ramte i 2008, var pengemarkedsrenten på 4¾ pct., og der havde været store offentlige overskud fem år i træk. I dag er renten under nul, og der er beskedne overskud på den offentlige saldo. Derfor er Danmark, på trods af en række vigtige strukturreformer, idag

Langt sværere at understøtte økonomien end for ti år siden

Udvikling i pengemarkedsrenten og den offentlige saldo siden 2000



Kilde: Danmarks Statistik og ADAM

konjunkturpolitisk markant dårligere stillet i forhold til at stå imod en eventuelt ny krise end i 2008.

Rentefald siden 2008 har øget BNP med 9 pct. og beskæftigelsen med 155.000

Nye beregninger fra DI viser, at et rentefald, i den størrelsesorden som vi har set fra 2008 til 2018, kan understøtte aktiviteten i økonomien med ca. 9 pct. Det svarer til, at BNP ville være 185 mia. kr. mindre og beskæftigelsen 155.000 personer lavere i dag, hvis renterne ikke var faldet siden 2008, jf. bilag.

Ikke muligt at gentage lempelsen fra 2008-10

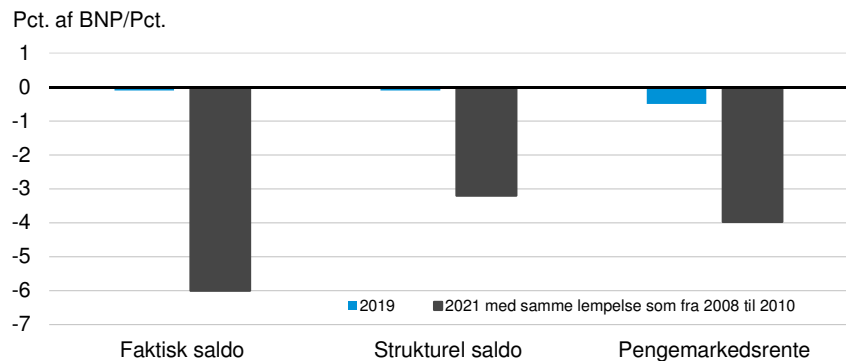
I de første to år af finanskrisen (2009 og 2010) faldt den danske pengemarkedsrente med 3½ pct.-point, og den offentlige saldo blev forværret med 6 pct. af BNP. Det var med til at understøtte væksten svarende til, at BNP i 2010 var skønsmæssigt knap 5 pct. højere end ellers, og effekten fra hhv. penge- og finanspolitik var af omtrent samme størrelsesorden, jf. bilag.

Stor lempelse vil komme i konflikt med saldo-grænser.

Når den nuværende højkonjunktur slutter, er det usandsynligt, at man kan gennemføre en lige så markant finanspolitisk lempelse, som man gjorde efter finanskrisen. Det vil i givet fald betyde væsentlige overskridelser af saldo-grænserne i såvel EU's stabilitets- og vækstpagt og budgetloven¹.

Ikke muligt at gentage finans- og pengepolitisk lempelse

Udvikling i saldo og renteniveau, hvis man gentager lempelsen fra 2008-10



Anm.: Prognosen for 2019 følger finansministeriets skøn i Konvergensprogram 2019.

Prognosen for 2021 er niveauet fra 2019 justeret for hhv. den finanspolitiske og den pengepolitiske lempelse fra 2008-10.

Kilde: Finansministeriet, Oxford databank og DI-beregninger

¹ Stabilitets- og vækstpagten fastlægger, at det faktiske underskud ikke må overstige mere end 3 pct. af BNP. Danmark havde udsigt til at overskride grænsen i forbindelse med sidste krise, hvilket førte til en såkaldt henstilling fra EU om at stramme finanspolitikken med 1½ pct. af BNP fra 2010 til 2013. Budgetloven blev vedtaget i 2012, og den fastlægger, at det strukturelle underskud under almindelige konjunkturrelle forhold ikke må overstige ½ pct. af BNP.

Svært at sænke renten meget under nul

Og det er endnu sværere at forestille sig, at niveauet for pengemarkedsrenten kan falde med 3½ pct.-point, når renten i dag i forvejen er negativ (ca. -½ pct.). I 2008 var pengemarkedsrenten 4¾ pct. Pengemarkedsrenten er både påvirket af centralbankens rente og de kvantitative lempelser.

Hvis der kommer et tilbageslag, kan pengemarkedsrenten i et vist omfang påvirkes ved at forlænge og udvide de kvantitative lempelser. Det kan f.eks. ske ved at opkøbe virksomhedsobligationer, men det er et pengepolitisk instrument, som indebærer, at centralbankerne påtager sig en betydelig risiko.

**Lille pengepolitisk hand-
lerum stiller krav til fi-
nanspolitikken.**

Konjunkturtilbageslaget og den deraf følgende forværring af de offentlige finanser i 2008 var meget kraftigt, og en krise af samme omfang er der forhåbentlig ikke udsigt til i mange år. Men selv hvis der kommer et almindeligt tilbageslag i de kommende par år – hvilket ikke er usandsynligt² – så er der ikke mange muligheder for at understøtte økonomien med pengepolitikken. Det stiller større krav til den finanspolitiske intervention og dermed også til behovet for at have noget at stå imod med – altså at have opbygget tilstrækkeligt store strukturelle overskud i de gode tider.

Ikke større handlemuligheder i de kommende år

I figuren på side 2 er der taget udgangspunkt i Finansministeriets skøn for faktisk og strukturel saldo i 2019 (jf. Konvergensprogram 2019). Finansministeriet forventer et underskud på den faktiske og den strukturelle saldo i 2019 på 0,1 pct. af BNP.

**Lille finanspolitisk hand-
lerum de næste mange
år**

Hverken DI eller Finansministeriet regner med, at højkonjunktoren stopper i 2019. Men der er desværre ikke udsigt til væsentligt bedre finanspolitisk handlerum i de kommende ti år. I Finansministeriets seneste mellemfristede fremskrivning fra april 2019 skønnes den faktiske saldo således at ligge mellem -0,6 og 0,3 pct. af BNP i årene 2020-2030, mens den strukturelle saldo skønnes i intervallet -0,6 til 0,4 pct. af BNP i samme periode.

**Ikke muligt at udbetale
SP og LD eller tilbagebe-
tale efterlønsbidrag
igen.**

I forbindelse med krisen i 2008 valgte man at supplere den traditionelle finanspolitik ved at udbetale opsparede midler i den særlige pensionsordning (SP) og lønmodtagernes dyrtidsfond (LD), som understøttede det private forbrug. Senere i krisens forløb tilbagebetalte man desuden store summer fra efterlønsordningen, til dem som valgte at træde ud af ordningen. Disse udbetalinger kan selvsagt ikke gentages.

² Se også DI's prognose: Global vækstnedgang kan ramme dansk vækst hårdt (maj 2019).

Negativ rente fortsætter i de kommende år

Prognosen for pengemarkedsrenterne forudsiger en lille stigning på ca. 0,3 pct.-point fra 2019 til 2021. Men renten ventes ikke at blive positiv de kommende år, hvilket indikerer, at det pengepolitiske manøvrerum også vil være meget snævert.

Hvis højkonjunktoren tager mere fart, end prognoserne tyder på i dag, så kan det føre til både højere renteniveauer og bedre offentlige finanser. Dermed vil det penge- og finanspolitiske spillerum også blive større, end prognoserne tyder på i dag. Men det er der ikke meget, der tyder på. Risikovurderingen fra Oxford Economics hælder klart til den negative side, særligt afledt af stor usikkerhed om den globale økonomi, som er bremset op på det seneste.

Lille handlerum kalder på forsigtighed

I lyset af at de pengepolitiske og finanspolitiske handlemuligheder er mindre gunstige end sidst, så er der grund til at overveje, hvordan man kan sikre en blød landing og øge sit finanspolitiske spillerum.

Behov for reformer og stram finanspolitik

Det kan f.eks. ske ved at gennemføre reformer, der både kan forbedre den offentlige saldo og sikre virksomhederne tilstrækkeligt med arbejdskraft, så det nuværende kapacitetspres ikke udvikler sig til meget store lønstigninger, der ikke modsvares af stigninger i produktiviteten. Reformerne kan suppleres af en tilstrækkelig kontraktiv finanspolitik, der dæmper efterspørgslen og forbedrer den offentlige saldo.

Budgetlovens krav bør ikke lempes

Nogle aktører argumenterer for, at man også kan vælge at lempe budgetlovens krav til den strukturelle saldo og derved øge det finanspolitiske spillerum. I den forbindelse er det dog vigtigt at være opmærksom på, at Danmark de seneste år har haft glæde af (i form af en lavere rente) at blive betragtet som et meget sikkert land at investere sine penge i. Det hænger sandsynligvis også sammen med vores ansvarlige finanspolitiske linje. Den ansvarlige linje har bidraget til at reducere rentespændet mellem den danske og den europæiske pengemarkedsrente fra knap 2 pct.-point i 2009 til at være negativt i 2018, hvor den danske rente er lavere end den europæiske. Hvis den ansvarlige linje fraviges, er der således risiko for, at vores status som 'safe haven' og deraf gunstige renteutvikling sættes over styr.

Bilag: Aktivitetsvirkning af penge og finanspolitik i 2008-10

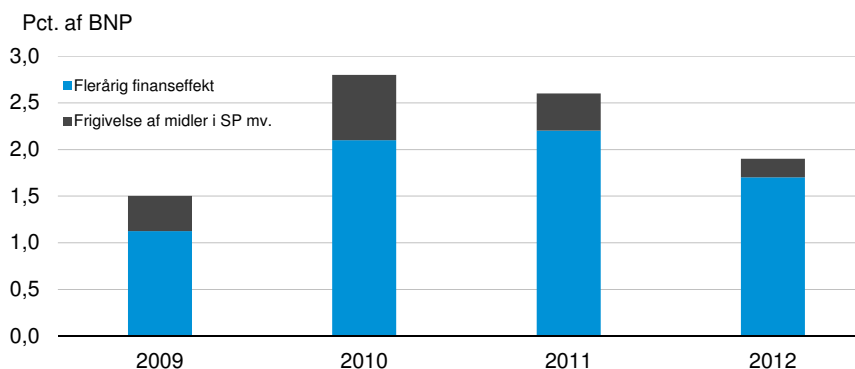
Finanspolitisk lempelse på mere end 2½ pct. i 2010

Aktivitetsvirkning af finanspolitikken fra 2008-10

I december 2010 vurderede Finansministeriet, at finanspolitikken siden 2008 inklusive frigivelse af SP-midler mv. øgede BNP-niveauet med mere end 2½ pct. af BNP i 2010. Dertil kommer tilbagebetalingen af efterlønsbidrag, som først blev vedtaget i 2011 til udbetaling i 2012 og effekten af de automatiske stabilisatorer.

Finanspolitikken understøttede væksten efter finanskrisen

Finanspolitikkens effekt på BNP-niveauet



Kilde: Økonomisk redegørelse, december 2010

Automatiske stabilisatorer understøtter også økonomien

Man opgør ikke de automatiske stabilisatorers effekt på BNP, men udviklingen i den faktiske saldo kan give et indtryk af omfanget af den samlede finanspolitiske lempelse (inklusive de automatiske stabilisatorer).

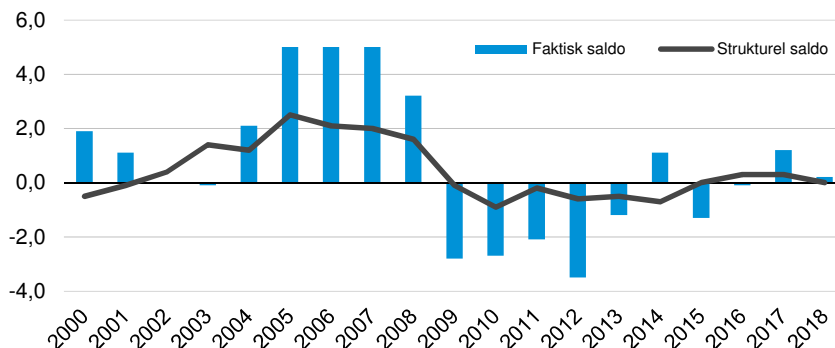
Saldoen blev forværret med knap 6 pct. af BNP fra 2008 til 2010

I forbindelse med krisen faldt den offentlige saldo med knap 6 pct. af BNP fra et overskud på godt 3 pct. af BNP i 2008 til et underskud på 2¾ pct. af BNP i 2010.

Stort fald i den offentlige saldo i forbindelse med krisen

Faktisk og strukturel offentlig saldo

Pct. af BNP



Kilde: Konvergensprogram 2019

Halvdelen kan henføres til konjunkturelle forhold...

Af den samlede lempelse på knap 6 pct. af BNP kan godt 3 pct.-point henføres til midlertidige og konjunkturelle forhold. Det inkluderer også de automatiske stabilisatorer i form af lavere indtægter fra skatter og afgifter på grund af et fald i aktivitetsniveauet kombineret med større udgifter til især arbejdsløshedsunderstøttelse.

... den anden halvdel skyldes en strukturel lempelse.

De øvrige knap 3 pct.-point af lempelsen skyldes strukturelle forhold. Den strukturelle saldo blev således forværret med knap 3 pct. af BNP fra et overskud på 2 pct. af BNP i 2007 til et underskud på 0,9 pct. af BNP i 2010.

Aktivitetsvirkning af pengepolitikken siden 2008

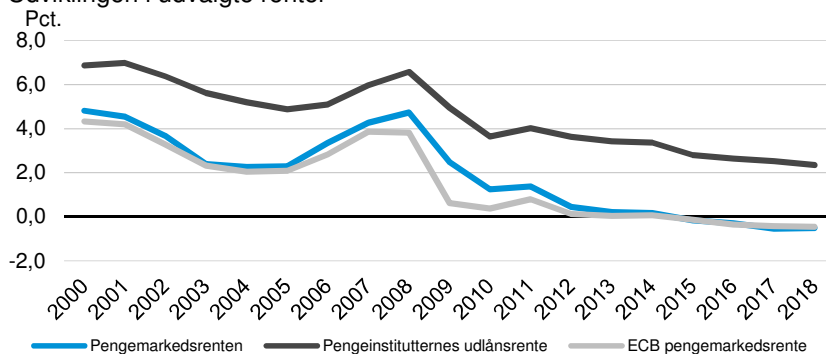
Da finanskrisen brød ud i 2008, faldt de pengepolitiske renter fra både ECB og Nationalbanken, og de er fortsat på et meget lavt niveau. DI har analyseret virkningen af pengepolitikken siden 2008 ved hjælp af et stød på ADAM-modellen. Der er tale om en modelberegning, der illustrerer effekten af et rentefald af den størrelsesorden, som vi har set siden 2008. Pengemængden indgår ikke i ADAM-modellen, så de kvantitative lempelser kan ikke analyseres direkte, men de afledte effekter af kvantitative lempelser på renteniveauerne i økonomien er indeholdt i analysen.

Stort rentefald i forbindelse med krisen

Fra 2008 til 2010 faldt ECB's pengemarkedsrente med knap 3½ pct.-point fra 3,8 pct. i 2008 til 0,4 pct. i 2010. Og den danske pengemarkedsrente fulgte efter med et fald fra 4¾ pct. i 2008 til 1¼ pct. i 2010.

Faldende renter efter finanskrisen

Udviklingen i udvalgte renter



Kilde: ADAM

Rentefald øgede BNP med 2¼ pct. i 2010

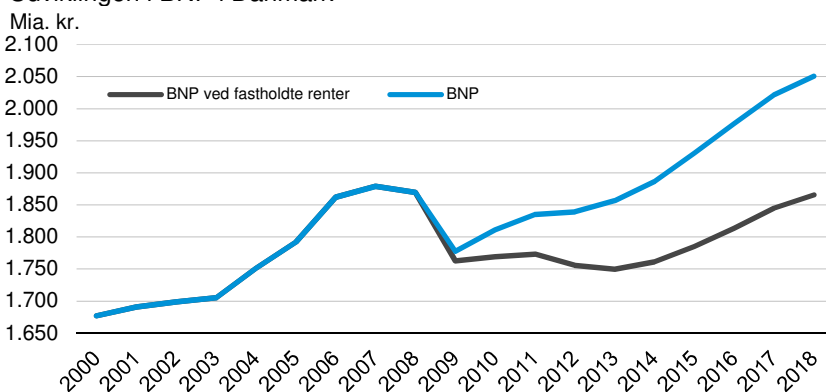
Analysen viser, at pengepolitikken allerede i 2010 understøttede BNP med 2¼ pct. BNP ville således være 2¼ pct. eller ca. 42 mia. kr. lavere i 2010, hvis renterne ikke var faldet fra 2008 til 2010.

Rentefald siden 2008 har øget BNP med 9 pct. i 2018

Siden 2010 er renterne faldet yderligere. ADAM-beregningen viser, at rentefaldet alt i alt har øget BNP med 9 pct. (185 mia. kr.) og givet ca. 155.000 flere beskæftigede i 2018, i forhold til hvis renterne havde ligget fast siden 2008.

Rentefald siden 2008 har understøttet væksten

Udviklingen i BNP i Danmark



Kilde: Danmarks Statistik, ADAM, Økonomi- og indenrigsministeriet og DI-beregninger

Uden rentefald ville beskæftigelsen være 150.000 lavere end det strukturelle niveau

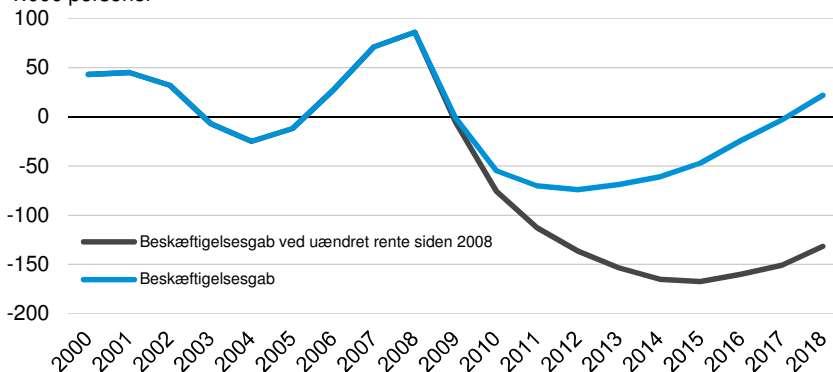
Hvis renterne ikke var faldet, så havde den gennemsnitlige vækst i perioden 2008-18 været på nul pct. Hvis man forudsætter, at det alternative vækstscenarie ikke havde påvirket de strukturelle niveauer i økonomien, så havde vi fortsat været i en massiv lavkonjunktur. Beskæftigelsesgabet ville være på ca. 130.000 personer. Det

svarer til, at beskæftigelsen ville være ca. 5 pct. under sit strukturelle niveau.

Stort beskæftigelsesgab i fravær af rentefald

Afvigelse fra strukturel beskæftigelse

1.000 personer



Anm.: Beskæftigelsesgabets beregning er baseret på finansministeriets skøn for gabet i Konvergensprogram 2019

Kilde: Finansministeriet, ADAM og DI-beregninger

Sådan har vi gjort

Effekterne af renteændringer siden 2008 er beregnet i ADAM. Der er tale om en modelberegning, der estimerer den isolerede effekt af et rentefald i samme størrelse som det, vi har set siden 2008. Effekten af rentefaldet er estimeret på baggrund af følgende simulationer i ADAM:

- En grundsimulation med de faktiske renteniveauer for perioden 2000-2018.
 - En fast-rente-simulation hvor danske og udenlandske pengepolitiske-, obligations- og pengemarkedsrenter holdes fast på 2008-niveauet i hele perioden 2008-2018.
 - I begge simulationer er renteniveauerne løftet med 0,6 pct.-point ift. de faktiske niveauer for at undgå negative renter.
-