KAPITEL I

KONJUNKTURVURDERING OG AKTUEL ØKONOMISK POLITIK

I.1 Indledning

Væksten i 2016 påvirket af svagt andet halvår i 2015

Dansk økonomi er fortsat i bedring, og der ventes kvartalsvise vækstrater på ca. ½ pct. igennem 2016, hvilket er højere end den gennemsnitlige vækst siden 1990. Den årlige vækst i BNP ventes dog kun at være på omkring 1 pct. i år, men skal primært ses i lyset af en svag udvikling i produktiviteten, der især i 2. halvår af 2015 trak væksten voldsomt ned.

Beskæftigelsen er steget markant

Trods svag vækst i BNP de senere år er beskæftigelsen steget markant. De seneste tre år er beskæftigelsen steget med mere end 100.000 personer, og ledigheden er faldet med ca. 25.000 personer.

Udsigt til fortsat fremgang i beskæftigelse og højere vækst

Forventningen er, at den positive udvikling vil fortsætte. Beskæftigelsesfremgangen ser i år ud til at blive den kraftigste siden finanskrisen, og beskæftigelsen ventes ved udgangen af 2017 at ligge på et højere niveau end under den seneste højkonjunktur. Væksten i BNP forventes at stige til ca. 2 pct. næste år, og den gennemsnitlige vækst ventes frem mod 2025 at ligge omkring dette niveau, jf. tabel I.1.

Reformer bidrager til væksten de kommende år

Væksten og fremgangen i beskæftigelsen understøttes de kommende år af en markant stigning i den strukturelle arbejdsstyrke, der især kan tilskrives de forventede effekter af stigningen i pensions- og efterlønsalderen. På efterspørgselssiden ventes fremgangen i 2016 at blive trukket af det private forbrug og eksporten. De kommende år ventes investeringerne også at bidrage positivt til BNP.

Kapitlet er færdigredigeret den 26. september 2016.

Tabel I.1 Hovedtal i prognosen

	2015	2016	2017	2018	2025[a)]
BNP (realvækst i pct.)	1,0	1,0	2,0	2,2	1,9
BVT i priv. byerhverv (realvækst i pct.)	1,6	1,4	2,5	2,8	2,1
Output gap (pct. af strukturelt BNP)	-1,7	-1,8	-1,2	-0,5	0,0
Beskæftigelsesændring (1.000 pers.)	28	45	31	32	16
Inflation (pct.)	0,6	0,4	1,5	2,0	2,1
Timeløn (pct.)	1,8	2,3	2,4	2,4	3,1
Offentlig saldo (pct. af BNP)	-1,7	-0,6	-1,6	-1,1	0,7
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	-0,6	-0,4	-0,3	-0,1	0,7
BNP i aftagerlande (realvækst i pct.)	2,3	2,0	2,0	2,2	2,3

a) 2025-søjlen viser den gennemsnitlige årlige vækst fra 2018 til 2025. For output gap og faktisk såvel som strukturel offentlig saldo vises dog niveauet i 2025, og for beskæftigelsen vises den gennemsnitlige årlige ændring fra 2018 til 2025.

Anm.: Den strukturelle offentlige saldo, der er vist i tabellen, er beregnet efter budgetlovens metode, jf. kapitel II.

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

Udsigt til gradvis forbedring af de offentlige finanser

Underskuddet på den offentlige saldo ventes at vende til overskud frem mod 2025, jf. kapitel II. Dette skønnes på grundlag af udsigten til en normalisering af konjunkturerne, fremgang i den strukturelle beskæftigelse og en moderat vækst i det offentlige forbrug.

Fremskrivningen bygger på usikre antagelser

Forventningen om fremgang i beskæftigelsen og relativt høj vækst i BNP bygger på en række antagelser om sammenhængene i dansk økonomi, forudsætninger om væksten i udlandet og den økonomiske politik. I sagens natur er disse forudsætninger forbundet med usikkerhed, og dermed kan vækstbilledet vise sig at blive anderledes end forventet.

Væksten har været overvurderet de senere år

Siden krisen har der været en klar tendens til, at forventningerne til den fremtidige vækst har været for optimistiske. Formandsskabets gennemsnitlige forudsigelsesfejl for væksten i perioden 2010-15 har været på lidt over ½ pct.point.[1] En væsentlig del af forklaringen på disse fejlskøn har formentlig været, at niveauet for og udviklingen i økonomiens samlede produktionskapacitet har været overvurderet. Dette skal ses i sammenhæng med, at formandsskabet har nedjusteret strukturelt BNP både i *Dansk økonomi, forår 2016* og i nærværende prognose.

For positiv vurdering af kapaciteten kan føre til lavere vækst end ventet

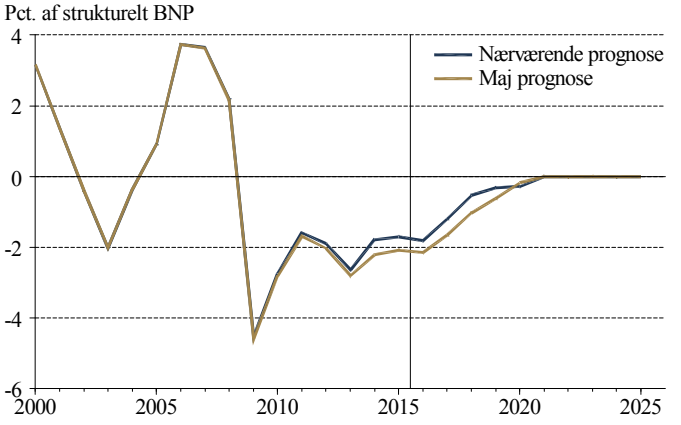
Den aktuelle fremskrivning bygger på en vurdering af, at produktionen aktuelt ligger omtrent 1¾ pct. under det niveau, der ville være i en normal konjunktursituation, jf. figur I.1. Samtidigt antages væksten fremadrettet at blive understøttet af reformer, der bidrager til, at den samlede beskæftigelse i 2025 vil være ca. 220.000 personer større end i 2015. Hvis disse forudsætninger viser sig at være for optimistiske, betyder det, at kapacitetsgrænsen i dansk økonomi vil være mere snærende end antaget, og væksten dermed vil blive lavere end forudsagt de kommende år.

Øget mangel på arbejdskraft kan øge lønpres

En af de måder, en snærende kapacitetsgrænse vil vise sig på, er, at virksomhederne i stigende grad vil opleve, at de har svært ved at tiltrække arbejdskraft med relevante kvalifikationer. I takt med at konjunktursituationen normaliseres, vil antallet af ledige og personer udenfor arbejdsstyrken med relevante kvalifikationer reduceres. Det vil begrænse muligheden for produktionsudvidelse og i sig selv lægge en dæmper på væksten. Større lønpres og en deraf følgende svækkelse af konkurrenceevnen er samtidig en naturlig konsekvens af faldende ledighed. Der er allerede tegn på, at manglen på arbejdskraft er for opadgående, og lønstigningstakten er svagt stigende.

1) Denne er opgjort som den skønnede vækst i BNP i *Dansk Økonomi, efterår 2009* til *2014* for de følgende år set i forhold til væksten, som den er opgjort af Danmarks Statistik nu. Det bemærkes her, at der i efteråret 2014 blev foretaget en hovedrevision af nationalregnskabet, hvorfor skønnet for BNP-vækst før dette tidspunkt ikke er fuldt ud sammenlignelig med faktisk BNP-vækst opgjort nu.

Figur I.1 Output gap



Anm.: Den lodrette streg angiver overgang til prognoseperiode. Kurven benævnt "Maj prognose" angiver vurderingen i *Dansk økonomi, forår 2016.*

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

Mindre reformeffekter kan påvirke kapacitetspresset

En snærende kapacitetsgrænse kan også vise sig hurtigere end antaget, hvis effekten af de allerede vedtagne arbejdsmarkedsreformer er overvurderet. En overvurdering af reformerne kan både resultere i, at den nuværende kapacitet på arbejdsmarkedet er lavere end vurderet, og at de fremtidige kapacitetsstigninger bliver mindre end ventet.

Halvt så store reformeffekter reducerer BNP-niveauet med 2 pct. i 2025

Hvis reformeffekterne er overvurderede, vil væksten blive lavere, og lønstigninger kan opstå ved et lavere beskæftigelsesniveau. Konkret peger modelberegninger på, at hvis arbejdsudbudsvirkningerne af de vedtagne strukturreformer kun bliver halvt så store som forventet i perioden 2017-25, kan det i en periode forøge den årlige lønstigningstakt med omkring ½ pct.point og reducere den årlige BNP-vækst med ¼ pct.point på længere sigt. I 2025 vil BNP dermed være ca. 2 pct. lavere. Samtidig vil det alt andet lige indebære en svækkelse af den offentlige saldo i omegnen af ¾ pct. af BNP.

Væksten på kort sigt afhænger især af efterspørgslen

Væksten i de kommende år afhænger også af udviklingen i efterspørgslen. Især på kort sigt er det afgørende for udviklingen i produktion og beskæftigelse, at der er tilstrækkelig efterspørgsel. I nærværende fremskrivning er det lagt til grund, at efterspørgslen øges hurtigere end produktionskapaciteten, og at forskellen mellem den faktiske produktion og det underliggende, strukturelle niveau dermed indsnævres.

Forbrug ventes at bidrage til væksten …

Det private forbrug er en af de efterspørgselskomponenter, der har bidraget positivt til væksten de senere år, og som vurderes at bidrage mest til væksten de kommende år. Den årlige forbrugsvækst ventes således i gennemsnit at være lidt mere end ½ pct. højere end væksten i den disponible indkomst og BNP.

… på baggrund af høj formue …

Den kraftige forbrugsfremgang hænger blandt andet sammen med, at formuen i husholdningerne er relativt høj. Samtidig ligger den nuværende forbrugskvote på et niveau under det historisk set normale, og der vurderes dermed at være potentiale for et stigende forbrugsniveau.

… og stigende boligpriser

Boligpriserne er steget betragteligt de seneste år og befinder sig på et højt niveau. Til trods for det høje prisniveau lægges det til grund for prognosen, at boligpriserne fortsætter den stigende tendens, omend med lavere vækstrater, hvilket understøtter husholdningernes forbrugsmuligheder.

Lavere forbrugsvækst vil udvide output gap på kort sigt

I afsnit I.2 præsenteres en alternativ beregning, hvor den gennemsnitlige årlige vækst i det reale private forbrug er nedjusteret med omkring 0,7 pct.point fra 2016 til 2025 i forhold til prognosens hovedscenarie. På kort sigt skønnes dette at reducere BNP-niveauet med ca. 1 pct., og output gap udvides med op mod 0,9 pct., hvilket medfører en stigning i ledigheden på ca. 27.000 personer. På lang sigt vil produktionen i økonomien dog være omtrent uændret, mens den primære offentlige saldo vil være forværret.

Investeringerne ventes også at stige

Den præsenterede fremskrivning indebærer også, at de private investeringer vil stige. Baggrunden for vurderingen er, at der er et behov for et større kapitalapparat, når beskæftigelsen øges, som der er udsigt til i de kommende år. Som diskuteret i kapitel IV er der tegn på, at innovationstempoet,

især i servicesektoren, er relativt svag. Hvis dette fortsætter, kan investeringsvæksten risikere at blive lavere, fordi det bliver mindre profitabelt for virksomhederne at øge kapitalmængden pr. beskæftiget. Det kan derfor ikke udelukkes, at den forventede stigning i investeringsomfanget kan være overvurderet.

Eksportvæksten ventes afdæmpet

Vækstudsigterne for dansk økonomi er lavere, da den sammenvejede vækst i vores samhandelslande er nedjusteret lidt de kommende år. Dette skyldes blandt andet usikkerheden forbundet med, at et flertal i Storbritannien har stemt for at forlade EU, jf. afsnit I.4. Den resulterende lavere eksportvækst de kommende år trækker i retning af en svagere udvikling i efterspørgslen.

Konjunkturgenopretning kan forsinkes af svag efterspørgsel

Hvis investeringerne eller det private forbrug ikke vokser så hurtigt, som lagt til grund, eller eksportvæksten bliver mere afdæmpet end skønnet, vil den ventede normalisering af konjunkturerne ske i et langsommere tempo. Som følge heraf vil beskæftigelsesfremgangen formentlig være lidt svagere. En mere afdæmpet udvikling i efterspørgslen vil ikke have konsekvenser for det langsigtede aktivitetsniveau, medmindre det sætter sig i en lavere produktivitet, højere strukturel ledighed eller en lavere strukturel arbejdsstyrke.

Hurtigere udvikling vil øge risikoen for kapacitetsproblemer

Den omvendte situation, hvor efterspørgslen vokser hurtigere end ventet, kan i sagens natur ikke udelukkes. Forudsætningerne for, at husholdninger og virksomheder kan øge deres forbrug og investeringer, vurderes således at være til stede. Opsparingen er stor og renten lav, så hvis troen på fremtiden bliver drejet i en positiv retning, kan efterspørgslen stige hurtigt. En hurtig, positiv ændring i forventningerne til fremtiden vil med stor sandsynlighed føre til større risiko for flaskehalsproblemer, stigende lønpres og risiko for overophedning af boligmarkedet især i storbyerne.

Regeringens 2025-plan

Regeringen er kommet med et udspil til en 2025-plan, *Helhedsplan – for et stærkere Danmark*. I planen fremfører regeringen forslag om et fastsat mål om strukturel balance i 2025, en reform af SU-systemet samt en reduktion af det offentlige forbrug og indkomstskatterne. I kapitel II præsenteres en fremskrivning, der tager udgangspunkt i regeringens politiske

tiltag, og det vurderes, at planen har en lille, positiv BNP-effekt på kort sigt. I 2025 skønnes planen at øge BNP med godt 2 pct. og have en positiv indvirkning på den offentlige saldo.

Kapitlets indhold

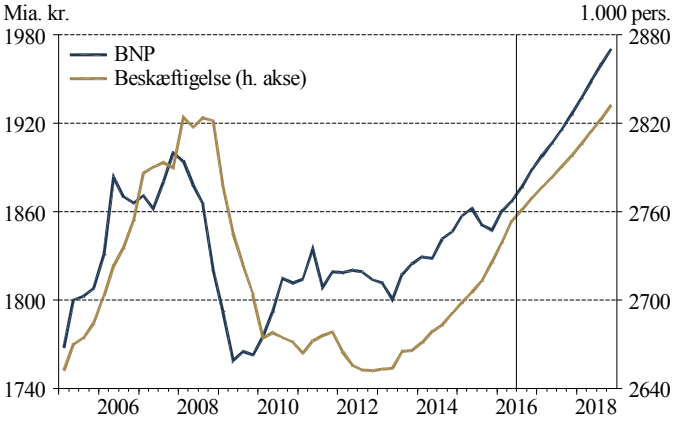
I afsnit I.2 beskrives den forventede udvikling i dansk økonomi frem mod 2025. Afsnit I.3 præsenterer udviklingen på de finansielle markeder, og udviklingen i den internationale økonomi fremføres i afsnit I.4. Kapitlet afsluttes med en diskussion af aktuel økonomisk politik i afsnit I.5.

I.2 Dansk økonomi

Fortsat bedring af dansk økonomi

Der er fortsat fremgang i dansk økonomi. BNP ventes kun at stige med omkring 1 pct. i år, men det skyldes i vidt omfang, at BNP faldt i andet halvår af 2015. Den lave vækst betyder, at det negative output gap udvides en smule, men allerede fra næste år ventes væksten i BNP at overstige den underliggende, strukturelle vækstrate. Væksten forventes således at stige til ca. 2 pct. i 2017 og ca. 2¼ pct. i 2018, og samtidig skønnes beskæftigelsen at stige med ca. 80.000 personer fra 2. kvartal 2016 til udgangen af 2018, jf. figur I.2. Den positive udvikling ventes at fortsætte de efterfølgende år. Den gennemsnitlige vækst i BNP ventes at blive lige under 2 pct. frem mod 2025, og der er udsigt til en samlet fremgang i beskæftigelsen på ca. 220.000 personer fra 2015 til 2025.

Figur I.2 BNP og beskæftigelse



Anm.: Beskæftigelsen er opgjort med afsæt i nationalregnskabets principper og er inkl. personer på orlov fra beskæftigelse. Den lodrette streg angiver overgangen til prognose. Seneste observation er 2. kvartal 2016.

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

2025-plan med nye tiltag er ikke indarbejdet i prognose

Regeringen har i slutningen af august fremlagt 2025-planen *Helhedsplan – for et stærkere Danmark*. Helhedsplanen indeholder en række politiske tiltag, herunder en sænkning af indkomstskatterne, lavere SU, øget pensionsalder og en reduktion af væksten i det offentlige forbrug efter 2020. De politiske tiltag er ikke indarbejdet i prognosen. I kapitel II præsenteres imidlertid en alternativ fremskrivning, der inddrager 2025-planens initiativer. Den gennemsnitlige vækstrate i BNP baseret på regeringens udspil er omkring ¼ pct.point højere end i prognosen præsenteret i dette kapitel. Forskellen svarer til, at BNP-niveauet i 2025 øges med godt 2 pct.

Omtrent samme BNP-skøn som i foråret

Konjunkturvurderingen for de kommende år er omtrent uændret i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2016*. Prognosens hovedtal er præsenteret i tabel I.2, og de centrale forudsætninger fremgår af boks I.1.

Boks I.1 Centrale forudsætninger og ændringer siden seneste prognose

Prognosen bygger på en række forudsætninger. De væsentligste forudsætninger samt ændringer siden seneste prognose er præsenteret i denne boks, og forudsætningerne er uddybet i afsnit I.3, afsnit I.4 samt kapitel II. Fremskrivningen er endvidere nærmere beskrevet i et dokumentationsnotat, der kan findes på De Økonomiske Råds hjemmeside.

Udland og finansielle forhold

Den sammenvejede vækst blandt vores samhandelspartnere skønnes at være ca. 2 pct. i 2016 og 2017 og knap 2¼ pct. i 2018. Den gennemsnitlige vækstrate i udlandet frem mod 2025 skønnes at være omkring 2¼ pct.

Det lægges til grund for prognosen, at Den Europæiske Centralbank fastholder den pengepolitiske rente frem til udgangen af 2017, og at den amerikanske centralbank gennemfører næste rentestigning i slutningen af 2016. Der ventes fortsat lave renteniveauer i Danmark. Renten på den tiårige danske statsobligation skønnes at have et årsniveau på godt ¼ pct. i 2016, stigende til ca. ½ pct. i 2017 og godt 1¼ pct. i 2018. Renten antages gradvist at stige til et niveau på 4 pct. i 2025.

Olieprisen skønnes i gennemsnit at være 45 dollar pr. tønde i 2016. Herefter antages den at stige med udgangspunkt i Verdensbankens langsigtede prognose. Olieprisen skønnes på den baggrund at være 67 dollar pr. tønde i 2020 og 87 dollar pr. tønde i 2025.

Det forudsættes, at valutakurser er konstante fra niveauet i august 2016.

Finanspolitiske forudsætninger

Prognosen tager udgangspunkt i vedtagen politik. Det vil overordnet set sige den gældende lovgivning vedrørende skattepolitikken, overførselssatser mv. og udgiftslofterne, jf. kapitel II.

Den forudsatte udvikling medfører en svagt kontraktiv finanspolitik i årene 2016-20 med et negativt vækstbidrag på mellem ¼ og knap ½ pct.point årligt.

Væsentlige ændringer siden seneste prognose

Der er i denne prognose foretaget en opjustering af den strukturelle ledighed med ca. 8.000 personer i 2014 og ca. 10.000 personer fra og med 2015. Således er den strukturelle ledighedsprocent vurderet til ca. 3 pct. i 2016 faldende til ca. 2¾ pct. i 2025, jf. boks I.3.

Prognosen for Nordsøproduktionen tager afsæt i Energistyrelsens seneste prognose fra august. Produktionen i Nordsøen er nedjusteret i årene frem til 2023, men er opjusteret i prognosens sidste år.

Tabel I.2 Hovedtal i konjunkturvurderingen

	2015	**2016**	**2017**	**2018**	**2025**[a)]
	Mia. kr.	------	Realvækst, pct.		------
Privat forbrug	954	2,0	2,3	2,4	2,5
Offentligt forbrug	519	1,2	0,5	1,0	1,0
Offentlige investeringer	74	-3,6	-0,1	1,8	1,9
Boliginvesteringer	80	4,3	4,3	3,7	3,0
Erhvervsinvesteringer	225	2,1	3,8	4,6	3,4
heraf private byerhverv	181	0,9	3,8	4,4	3,6
Lagerinvesteringer	11	-0,5	0,2	0,3	0,1
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.861	1,2	2,2	2,6	2,2
Eksport i alt	1.061	0,4	2,5	3,2	4,8
Vareeksport	646	0,2	2,4	3,3	5,0
heraf industrivarer	607	1,5	2,6	3,4	5,0
Tjenesteeksport	415	0,8	2,7	3,0	4,6
Efterspørgsel i alt	2.922	0,9	2,3	2,8	3,2
Import i alt	936	0,6	2,8	4,0	5,7
Vareimport	588	-1,2	2,7	4,1	5,7
heraf industrivarer	524	-0,4	2,7	3,8	6,0
Tjenesteimport	349	3,8	3,0	3,9	5,5
Bruttonationalprodukt	1.985	1,0	2,0	2,2	1,9
BVT i private byerhverv	1.115	1,4	2,5	2,8	2,1
		----------	Pct.	----------	
Forbrugerpriser		0,4	1,5	2,0	2,1
Timelønsomkostninger		2,3	2,4	2,4	3,1
Kontantpris på enfamiliehuse		2,9	1,6	2,1	3,2

Tabel I.2 Hovedtal i konjunkturvurderingen, fortsat

	2015	2016	2017	2018	2025[a)]
	---------- Pct. ----------				
BNP i aftagerlande	2,3	2,0	2,0	2,2	2,3
Udlandets timelønomkostninger	1,8	1,9	2,3	2,6	3,7
Timeproduktivitet i private byerhverv	0,2	-1,4	1,0	1,1	1,4
Real disponibel indkomst	2,0	0,8	2,8	2,2	1,3
10-årig statsobligationsrente	0,7	0,3	0,5	1,3	4,0
	-------- Ændring i 1.000 pers. --------				
Strukturel arbejdsstyrke	23	26	29	25	13
Arbejdsstyrke	23	36	28	31	15
Privat beskæftigelse	31	50	28	30	10
Offentlig beskæftigelse	-3	-5	3	3	6
	---------- 1.000 pers. ----------				
Nettoledighed	102	92	89	88	83
Bruttoledighed	123	113	113	113	107
	---------- Pct. ----------				
Output gap	-1,7	-1,8	-1,2	-0,5	0,0
Timebeskæftigelsesgap	-1,8	-0,6	-0,5	-0,3	0,0
	---------- Pct. af BNP ----------				
Betalingsbalance	7,0	6,0	5,7	4,6	3,8
Offentlig saldo	-1,7	-0,6	-1,6	-1,1	0,7
ØMU-gæld	40,2	40,4	40,8	40,5	28,1

a) 2025-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækst fra 2018-25 til og med rækken "Offentlig beskæftigelse". Resten af 2025-søjlen samt "10-årig obligationsrente" er de respektive værdier i 2025.

Anm.: Realvækst i "Lagerinvesteringer" angiver vækstbidraget til BNP. Output gap og timebeskæftigelsesgap angiver procentvise afvigelser i forhold til de strukturelle niveauer. Udviklingen i forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug. Det er antaget, at ændringen i den offentlige gæld i fremskrivningsperioden er lig den offentlige saldo.

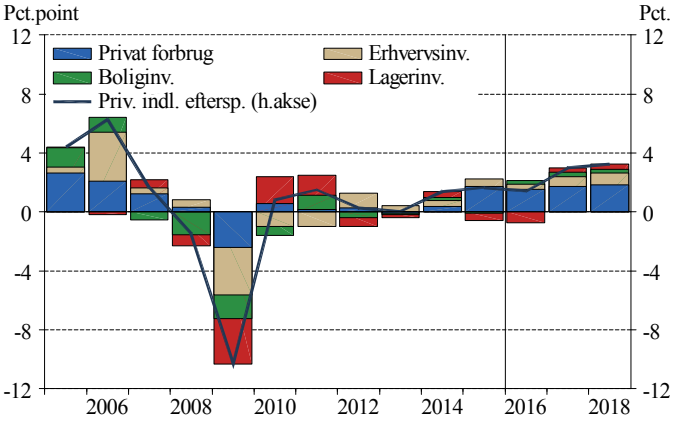
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, DA's lønstatistik, OECD, Macrobond og egne beregninger.

Privat indenlandsk efterspørgsel

Indenlandsk efterspørgsel drevet af privat forbrug, …

Væksten i den private indenlandske efterspørgsel ventes at være behersket i 2016 og primært være drevet af det private forbrug. Bidraget fra væksten i det private forbrug ventes kun at stige svagt de kommende år, mens vækstbidraget fra investeringerne ventes at øges mere mærkbart. Den samlede private indenlandske efterspørgsel ventes at stige med knap 3 pct. i 2017 og ca. 3¼ pct. i 2018, jf. figur I.3.

Figur I.3 Privat indenlandsk efterspørgsel



Anm.: Søjlerne angiver vækstbidrag til privat indenlandsk efterspørgsel.
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

… som stiger af flere årsager

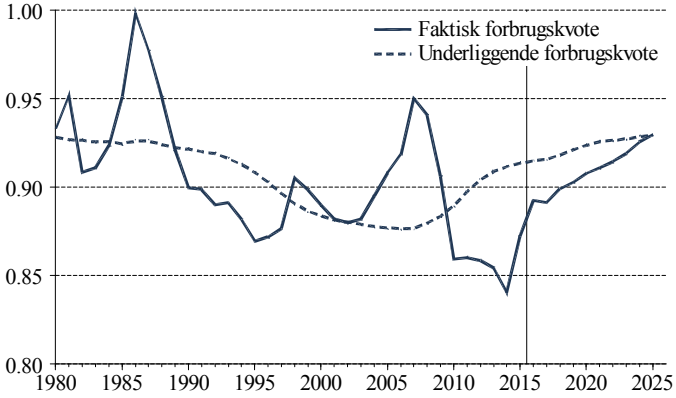
Den private forbrugsvækst understøttes af en række faktorer, der øger husholdningernes forbrugsmuligheder. Beskæftigelsen ventes at stige med ca. 80.000 personer frem til udgangen af 2018, hvilket øger den disponible indkomst. Samtidig øges husholdningernes formue som følge af fortsat stigende huspriser. Den meget lave inflation i 2016 vil medføre en øget reallønsfremgang, som dog vil blive mere begrænset de kommende år, i takt med at inflationen ventes at stige.

Forbrugskvoten er på et lavt niveau, …

Et yderligere forhold, der understøtter forventningen til fremgang i det private forbrug er, at forbrugskvoten trods en stigning i 2015 fortsat ligger på et lavt niveau, jf. figur I.4.

Den lave forbrugskvote afspejler, at forbrugerne har været tilbageholdende under lavkonjunkturen antageligt grundet en øget ledighedsrisiko, og at mange oplevede kapitaltab på blandt andet boliger som følge af faldende huspriser.

Figur I.4 Forbrugskvote



Anm.: Forbrugskvoten er defineret som forholdet mellem det private forbrug i løbende priser og den langsigtede disponible indkomst i SMEC. Den modelberegnede, underliggende forbrugskvote afhænger af formuekvoten (udglattet) og demografi.

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

… men ventes at stige fremadrettet

Det forventes, at forbrugskvoten vil fortsætte stigningen de kommende år. To forhold ligger bag denne forventning. For det første antages konjunkturnormaliseringen at bidrage til, at forbrugskvoten nærmer sig sit underliggende niveau. For det andet vurderes det, at der er en tendens til, at den underliggende forbrugskvote vil stige frem mod 2025. Stigningen i den underliggende forbrugskvote er et resultat af en forventet stigning i husholdningernes formuer. På denne baggrund forventes årlige reale vækstrater i det private forbrug på knap 2½ pct. fra 2016 til 2025.

Alternativ fremskrivning med lavere forbrugskvote …

Historisk set har forbrugskvoten udvist store udsving. Der er derfor i sagens natur betydelig usikkerhed omkring udviklingen i forbrugskvoten frem mod 2025. Væksten i det private forbrug vil være overvurderet i nærværende progno-

se, hvis husholdningerne i mindre grad vil benytte den opsparede formue til at øge forbruget, eller hvis formuen vokser mindre, end antaget i prognosen. I boks I.2. er præsenteret en alternativ fremskrivning, hvor det antages, at forbrugskvoten ikke stiger fremadrettet, men forbliver omtrent på det nuværende niveau frem mod 2025.

… vil øge ledigheden på kort sigt …

Ifølge modelberegningen betyder den lavere forbrugsvækst, at BNP-niveauet reduceres med ca. 1 pct. på kort sigt, hvilket medfører, at ledigheden vil være op mod 27.000 personer højere end i prognosen, jf. tabel I.3. Frem mod 2025 forsvinder effekten på den indenlandske produktion og dermed beskæftigelse, fordi disse størrelser antages at være bestemt fra udbudssiden på lang sigt. I praksis betyder det, at det lavere forbrug på sigt modsvares af lavere import.

… og forværre den offentlige saldo

Selv om den ændrede antagelse om forbruget kun har begrænsede realøkonomiske effekter på længere sigt, er der permanente effekter på de offentlige finanser, hvilket blandt andet hænger sammen med, at afgiftsindholdet i det private forbrug er relativt stort. Derfor sker der en svækkelse af den offentlige saldo på godt ¼ pct. af BNP, jf. også kapitel II.

Tabel I.3 Effekt af lavere privat forbrugsvækst, 2016-2025

	2016	2017	2018	2019	2020	2025
BVT, niveaueffekt i pct.	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,1
Nettoledighed, 1.000 pers.	10	22	27	23	19	0
Offentlig saldo, pct. af BNP	-0,3	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,3

Anm.: Tabellen viser forskellen til grundfremskrivningen. Den første række viser niveaueffekten på BVT i de enkelte år. BNP niveauet i 2025 er i alternativberegningen ca. 0,6 pct. lavere end i grundkørslen, hvilket skyldes færre afgifter.

Kilde: Egne beregninger på SMEC.

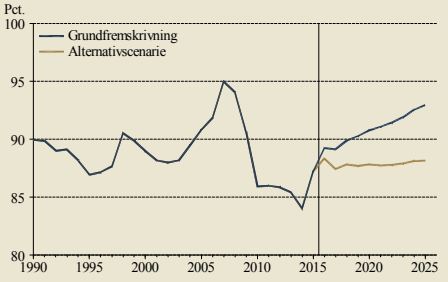
Boks I.2 Alternativscenarie med lavere privat forbrugsvækst

Denne boks præsenterer forudsætningerne for et alternativscenarie, hvor der forudsættes en lavere vækst i det private forbrug. Beregningen er baseret på De Økonomiske Råds sekretariats makroøkonometriske model, SMEC.

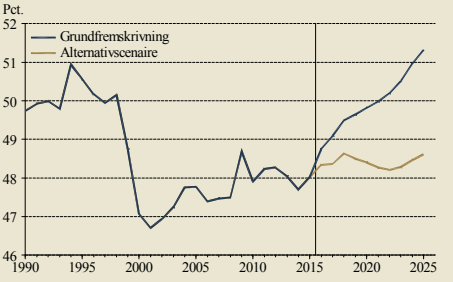
Konkret antages det i alternativscenariet, at forbrugskvoten holdes nogenlunde uændret som andel af disponibel indkomst, jf. figur A nedenfor. Beregningen er foretaget under den forudsætning, at den samlede produktion på lang sigt er bestemt fra udbudssiden af økonomien, og at BVT dermed er nogenlunde uændret i forhold til grundscenariet i 2025; beregningsteknisk er dette opnået ved at korrigere importvæksten. Den ændrede forudsætning om forbrugskvoten indebærer, at den gennemsnitlige vækst i det private forbrug reduceres med omkring 0,7 pct.point pr. år i forhold til grundfremskrivningen.

Den lavere vækst i forbruget indebærer, at det private forbrug som andel af BNP reduceres med knap 3 pct.point i 2025, jf. figur B. Det medfører, at det private forbrug som andel af BNP ligger omtrent på niveau med Finansministeriets vurdering i 2025.

Figur A Forbrugskvote



Figur B Forbrug ift. BNP



Anm.: Figur A viser den nominelle private forbrug i pct. af langsigtet disponibel indkomst, jf. SMEC. Figur B viser det nominelle private forbrug i pct. af nominelt BNP.

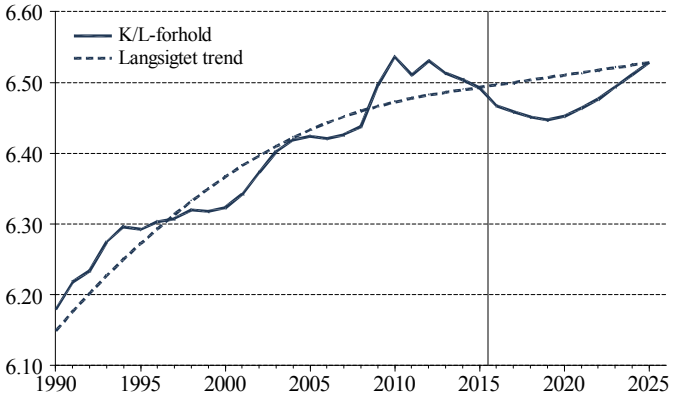
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Fremgang i investeringer på længere sigt

Erhvervsinvesteringerne ventes i prognosen at stige svagt i 2016. Den svage udvikling i investeringerne indebærer sammen med den kraftige beskæftigelsesfremgang, at forholdet mellem kapital og beskæftigelse – det såkaldte K/L-forhold – har været faldende de seneste år, jf. figur I.5. Aktuelt ligger K/L-forholdet under det vurderede trendmæssige niveau. Investeringerne forventes at stige de kommende år, men da beskæftigelsesfremgangen skønnes at fortsætte,

falder K/L-forholdet yderligere frem mod 2020. På længere sigt forudsættes det, at K/L-forholdet vil tilpasse sig mod den langsigtede trend.

Figur I.5 K/L-forhold



Anm.: K/L-forholdet beskriver forholdet mellem kapital og timebeskæftigelse i de private byerhverv.
Kilde: Danmarks statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Risiko for færre investeringer som følge af lavere produktivitetsvækst …

Som det diskuteres i Kapitel IV, kan der være flere årsager til en svag investeringsudvikling, og det kan ikke udelukkes, at den langsigtede trend for K/L-forholdet er overvurderet. Stigningen i K/L-forholdet afspejler blandt andet teknologisk vækst i økonomien, og en svagere teknologisk vækst vil alt andet lige trække i retning af, at stigningen i K/L-forholdet mindskes. Det skyldes, at en afdæmpet teknologisk vækst gør det mindre profitabelt for virksomhederne at øge kapitalmængden pr. beskæftiget.

… eller en større servicesektor

En anden mulighed, der kan trække i retning af mindre stigning i K/L-forholdet, kan være, at servicesektoren kommer til at fylde en større andel af økonomien, end prognosen tilsiger. Kapitalbehovet i denne sektor har i de senere år været mindre end i resten af økonomien, og derfor vil en større servicesektor også trække i retning af et lavere samlet K/L-forhold. For en given beskæftigelsesudvikling vil et lavere K/L-forhold føre til en svagere fremgang i investeringerne.

Boligpriser og -investeringer

Støt stigende huspriser de seneste år

Boligpriserne er steget markant de senere år, og prisen på enfamiliehuse ligger i øjeblikket over den langsigtede trend, jf. figur I.6. Prisstigningerne har blandt andet været understøttet af det lave renteniveau samt stigende realløn og beskæftigelse, hvilket antageligt har øget husholdningernes efterspørgsel efter boliger.

Kraftige stigninger i priser på ejerlejligheder …

Prisen på ejerlejligheder er steget mere end prisen på enfamiliehuse, jf. figur I.7. Ejerlejligheder er således knap 10 pct. dyrere i dag, end da boligpriserne toppede i 2006. De markante prisstigninger på ejerlejligheder er blandt andet et udslag af en stigende befolkningsvækst i Københavnsområdet, hvor ca. en tredjedel af ejerlejlighederne befinder sig, og hvor prisvæksten har været særligt stor.

… kan ifølge Danmarks Nationalbank være uholdbar

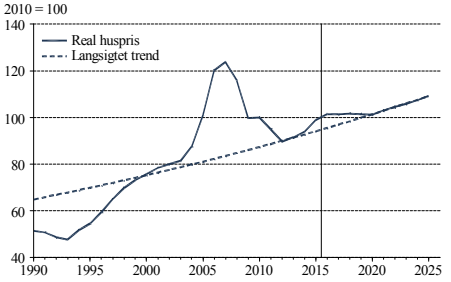
I en analyse af prisudviklingen på det danske boligmarked vurderer Danmarks Nationalbank, at prisudviklingen på ejerlejligheder i Københavnsområdet er bekymrende, og at der er risiko for, at prisstigningerne til dels skyldes spekulative opkøb.[2] Det kan betyde, at prisudviklingen ikke alene er drevet af en stigende efterspørgsel, som følge af blandt andet lave renter og øget befolkning, men også af en forventning om stigende priser i fremtiden. Danmarks Nationalbank vurderer dog, at dette alene er en risiko i Københavnsområdet.

Afdæmpede prisstigninger fremadrettet

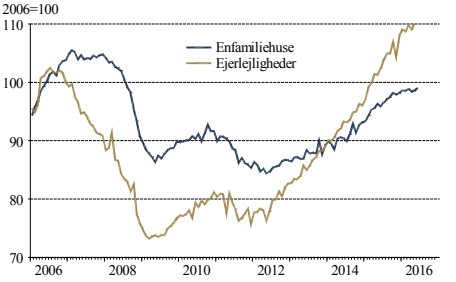
De kommende år ventes boligpriserne fortsat at stige på baggrund af beskæftigelsesfremgang og forøgelse af husholdningernes disponible indkomst. Stigende renter og en begrænset reallønsfremgang trækker omvendt ned i boligpriserne. Samtidig lægges det til grund, at der sker en opbremsning af ejerlejlighedspriserne især i Københavnsområdet, og at det vil bidrage til en afdæmpet vækst i boligpriserne på landsplan.

2) Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 3. kvartal 2016.

Figur I.6 Real huspris



Figur I.7 Pris på enfamiliehuse og ejerlejligheder



Anm.: Den reale huspris er defineret som kontantprisen på enfamiliehuse deflateret med deflatoren for det private forbrug. Den langsigtede trend er estimeret over perioden 1955-2015, dog ekskl. årene 2006-07. Seneste observation for prisindeks for enfamiliehuse og ejerlejligheder er juni 2016.

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

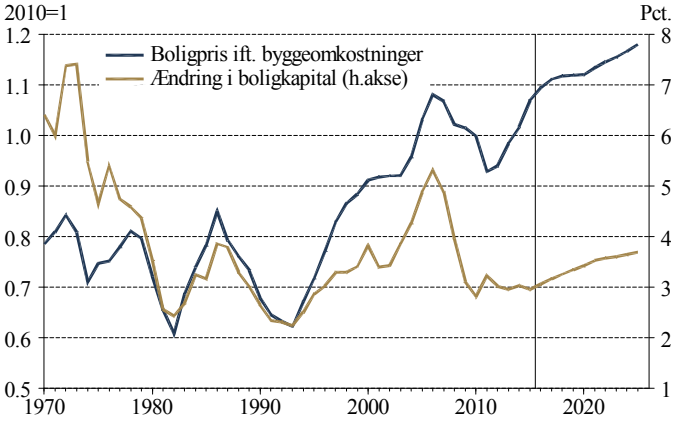
Stigende bolig-investeringskvote

De seneste år har boliginvesteringerne ligget på et relativt stabilt niveau. Boliginvesteringerne vil normalt stige, når priserne på boliger stiger, og de seneste tal peger også i retning af, at investeringerne øges. På den baggrund ventes boliginvesteringerne at stige med knap 4½ pct. i 2016 og 2017 og 3¾ pct. i 2018. Dette afspejler en antagelse om, at boligpriserne på landsplan også de kommende år vil vokse mere end omkostningen ved at bygge nyt.

Mangel på byggegrunde kan svække fremgang i investeringer

Det forventes i fremskrivningen, at boliginvesteringerne øges som andel af BNP, og at tilvæksten i den samlede boligkapital stiger frem mod 2020, jf. figur I.8. I det omfang stigningen i boligefterspørgslen fortsat og måske i forstærket grad er rettet mod de store byer, hvor der er få ledige byggegrunde, vil det kunne betyde, at boliginvesteringerne bliver lavere end forudsat i denne prognose.

Figur I.8 Boligpris ift. byggeomkostninger og ændring i boligkapitalen



Anm.: Boligpris ift. byggeomkostninger er defineret som prisen på et enfamiliehus delt med et vægtet gennemsnit af investeringsprisen for et hus og prisen på ubebyggede grunde.

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

Konkurrenceevne og udenrigshandel

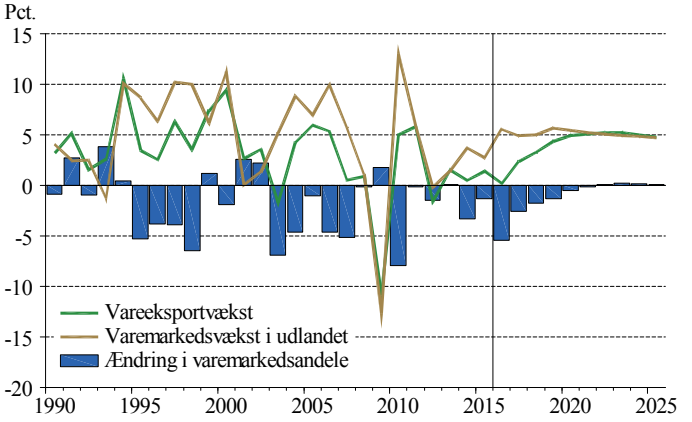
Lav vareeksport i 2016

I det første halvår af 2016 er vareeksporten steget med 1,5 pct. Den samlede vækst for hele året ventes dog at blive væsentligt mere afdæmpet. Den lavere årsvækstrate kan først og fremmest tilskrives faldet i eksporten i 3. kvartal 2015, hvilket mekanisk påvirker årsvækstraten negativt. Derudover forventes det, at efterspørgslen fra Storbritannien dæmpes i 2. halvår af 2016, som følge af et fald i pundet og den generelle usikkerhed forbundet med det såkaldte "Brexit", jf. afsnit I.4.

Tab af varemarkeds-andele …

Den danske eksportvækst forventes at være lavere i 2016 end varemarkedsvæksten i udlandet, hvilket vil føre til et betydeligt tab af markedsandele for danske virksomheder, jf. figur I.9. Dette kan blandt andet tilskrives en forværring af konkurrenceevnen som følge af en højere effektiv kronekurs, og at danske lønninger stiger, mens produktiviteten falder.

Figur I.9 Varemarkedsandele



Anm.: Markedsandele er beregnet ved at sætte væksten i den danske vareeksport i forhold til væksten i et vægtet gennemsnit af 14 aftagerlandes vareimport.

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

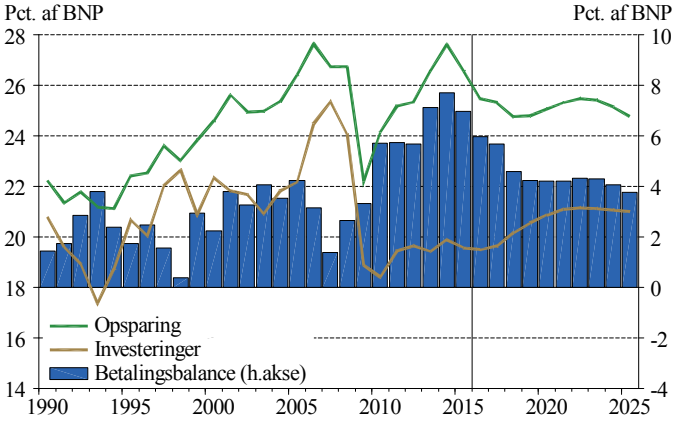
… reduceres i de kommende år

Vareeksporten ventes dog gradvist at stige de kommende år, hvorfor tabet af varemarkedsandele skønnes begrænset efter 2017. Dette bygger på en forventning om, at lønningerne i danske virksomheder, korrigeret for produktivitet, stiger nogenlunde i takt med udlandet.

Fald i betalingsbalance-overskud de kommende år

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er reduceret fra knap 8 pct. af BNP i 2014 til ca. 7 pct. i 2015. Overskuddet forventes fortsat at falde de kommende år og forventes at udgøre ca. 4 pct. af BNP frem mod 2025, jf. figur I.10. Det lavere overskud skal især ses i sammenhæng med, at investeringerne stiger som andel af BNP. Samtidig er den samlede opsparingskvote faldet de senere år, og der er udsigt til, at den samlede private og offentlige opsparing i 2025 vil udgøre en lidt mindre andel af BNP end i dag.

Figur I.10 Betalingsbalance



Anm.: Figuren viser betalingsbalancens løbende poster.
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Yderligere fald i eksport kan reducere BNP-vækst og øge ledighed

Der er en risiko for, at nærværende prognose overvurderer væksten i udlandet, hvilket vil have en negativ effekt på dansk eksport. Beregninger foretaget i *Dansk Økonomi, forår 2016* viser, at hvis den årlige eksportvækst bliver ½ pct.point lavere fra 2016 til 2018, så vil det have en negativ effekt på BNP på op mod 1 pct., når den fulde effekt er indtruffet. Samtidig vil ledigheden på kort sigt stige med godt 20.000 personer, og den offentlige saldo forværres med godt ½ pct. af BNP.

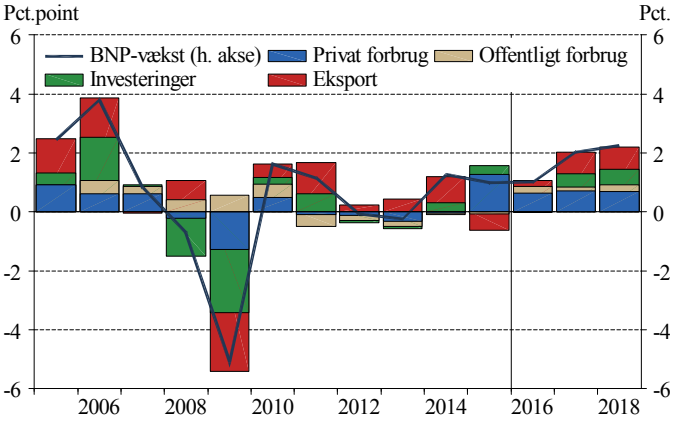
Produktion og arbejdsmarked

Stigende BNP-vækst de kommende år …

BNP ventes at stige med ca. 1 pct. i 2016. Den moderate udvikling skyldes primært, at BNP-niveauet i slutningen af 2015 lå betydeligt under det gennemsnitlige niveau for 2015. Den begrænsede årlige vækst i 2016 dækker over gennemsnitlige kvartalsvise vækstrater på ca. ½ pct. Udviklingen i BNP i 2016 skønnes primært at være drevet af det private forbrug, jf. figur I.11. I de efterfølgende år ventes investeringerne og eksporten også at bidrage betydeligt til væksten. BNP ventes på det grundlag at stige med ca. 2 pct. i 2017 og 2¼ pct. i 2018.

… drevet af den private sektor

Figur I.11 Importrensede vækstbidrag til BNP



Anm.: Figuren viser vækstbidrag til BNP fra de importrensede efterspørgselskomponenter.
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Ændret vurdering af output gap

Det vurderes, at efterspørgslen og dermed produktionen aktuelt er lavere, end den ville være i en normal konjunktursituation. Output gap, der udtrykker forskellen mellem den aktuelle produktion og den produktion, der ville være i en normal konjunktursituation, skønnes på den baggrund at være omkring -1¾ pct. af BNP i 2016. Den absolutte størrelse af output gap er dermed nedjusteret med omkring ¼ pct.point i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2016*. Baggrunden for nedjusteringen er primært en opjustering af skønnet for den strukturelle ledighed på omkring 10.000 personer, jf. boks I.3.

Boks I.3 Revision af output gap

Skønnet for output gap er i nærværende prognose nedjusteret i forhold til *Dansk økonomi, forår 2016.* Således vurderes output gap i 2016 at være ca. -1¾ pct. mod godt -2 pct. i foråret, jf. figur A og figur B. Med den nuværende vurdering af det akutelle output gap udgør ledighedsgap ca. -¼ pct.point, mens arbejdsstyrkegap og produktivitetsgap udgør henholdsvis ca. -¾ pct.point og ca. -1 pct.point.

Revisionen af output gap i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2016*, skyldes primært, at den strukturelle ledighed er opjusteret med godt 8.000 personer i 2014 og 10.000 personer i 2015.

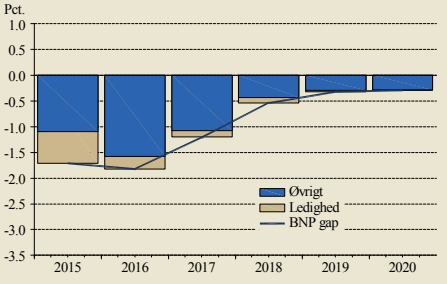
Beregningen af den strukturelle ledighed foregår på baggrund af en økonometrisk model, som fastlægger den strukturelle ledighed i de historiske år. I fremskrivningen antages den strukturelle ledighed som udgangspunkt uændret, idet der dog tages højde for forventede effekter af gennemførte reformer.

I *Dansk Økonomi, forår 2016* blev den strukturelle ledighed korrigeret for skønnede ændringer i medfør af kontanthjælpsreformen fra 2014 og skattereformen fra 2012. Disse korrektioner påvirkede skønnet for den strukturelle ledighed i 2014 og 2015 – og som følge af antagelsen om uændret strukturledighed fremadrettet også i de følgende år.

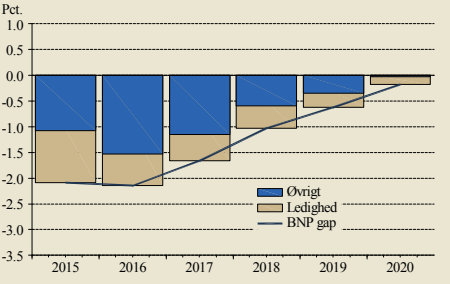
I den nærværende fremskrivning er det valgt at lade udviklingen i den strukturelle ledighed være bestemt af den estimerede model frem til og med 2015. Herved er det den observerede udvikling i den faktiske ledighed, lønstigningerne og andre størrelser, der indgår i den estimerede model, der er bestemmende for vurderingen af den strukturelle ledighed. Ændringen har givet anledning til at opjustere strukturel ledighed med 10.000 personer fra 2015.

Output gap i *Dansk Økonomi*, efterår 2016 og forår 2016

Figur A Efterår 2016



Figur B Forår 2016



Anm.: Figurerne viser bidrag til output gap. Øvrige bidrag dækker primært over bidraget fra arbejdsstyrke og produktivitet.

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

Beskæftigelsesgap reduceres med 20.000 personer, …

Opjusteringen af den strukturelle ledighed medfører alt andet lige, at antallet af ledige, der står til rådighed for arbejdsmarkedet, reduceres. Samtidig er beskæftigelsen steget markant, og på den baggrund reduceres beskæftigelsesgap i 2016 fra ca. 47.000 personer til ca. 27.000 personer i nærværende prognose.

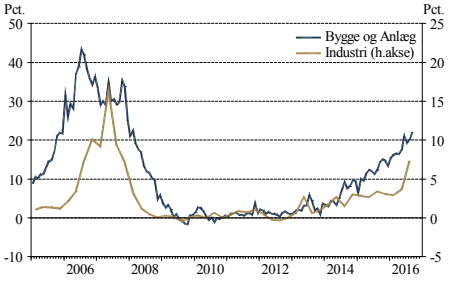
… og presset på arbejdsmarkedet vokser

Det mindskede beskæftigelsesgap medfører isoleret set et større pres på arbejdsmarkedet. Såvel bygge- og anlægserhvervene samt fremstillingserhvervene melder om mangel på arbejdskraft i et omfang, der er på niveau med starten af 2006, omend stigningstakten er noget langsommere, jf. figur I.12. Antallet af opslåede stillinger pr. ledig er også steget, jf. figur I.13. Dette er også en indikator for øget pres på arbejdsmarkedet, men udviklingen skal blandt andet ses i lyset af, at der i dag opslås flere stillinger elektronisk end tidligere.

Stadig moderate lønstigninger, …

Den faldende ledighed og den stigende mangel på arbejdskraft trækker i retning af højere lønstigningstakter. Lønstigninger i Danmark ligger ifølge opgørelser fra både Dansk Arbejdsgiverforening og Danmarks Statistik lidt over lønstigningerne i udlandet, men endnu er lønstigningstakten kun øget lidt, jf. figur I.14.

Figur I.12 Mangel på arbejdskraft

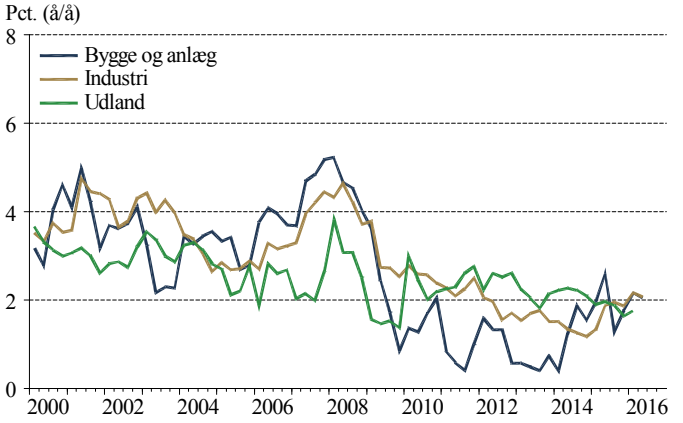


Figur I.13 Opslåede stillinger pr. bruttoledig på Jobnet

Anm.: Mangel på arbejdskraft angiver andelen af adspurgte virksomheder, der svarer, at de har produktionsbegrænsninger i form af mangel på arbejdskraft. Opslåede stillinger angiver antallet af opslåede stillinger på Jobnet. Seneste observation for industrien er 3. kvartal 2016, august 2016 for bygge og anlæg og juli 2016 for opslåede stillinger.

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

Figur I.14 Lønstigningstakter



Anm.: Udlandet dækker over et vægtet gennemsnit af lønstigningstakterne i fremstillingssektoren i Danmarks 10 vigtigste samhandelslande. Seneste observation for bygge og anlæg og industri er 2. kvartal 2016, mens det er 1. kvartal 2016 for udlandet.

Kilde: Danmarks statistik, DA's Internationale Lønstatistik og egne beregninger.

… men faldende produktivitet

Kombinationen af lav inflation og en meget svag produktivitetsudvikling gør dog, at enhedslønomkostningerne ventes at stige markant, og de relative danske enhedslønomkostninger ventes i 2016 at stige med godt 3 pct. Omkring halvdelen af denne stigning kan tilskrives en stigende effektiv kronekurs, mens resten er et udslag af, at de danske lønninger stiger mere end produktiviteten – både isoleret set og relativt til udlandet. Konkurrenceevnen ventes dermed at blive forværret i 2016, hvilket sætter sig i mindre efterspørgsel efter danske varer. Hvis presset på arbejdsmarkedet bliver større fremadrettet kan danske virksomheders konkurrenceevne forværres mere, end der vurderes i prognosen.

Arbejdsstyrken ventes at stige frem mod 2018, …

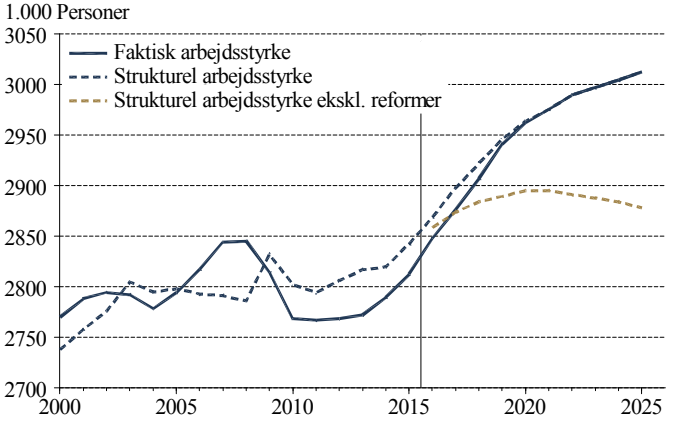
Fremadrettet forventes presset på arbejdsmarkedet dog at blive reduceret som følge af, at den strukturelle arbejdsstyrke ventes at vokse med knap 60.000 personer fra 2016 til 2018, jf. figur I.15. Stigningen i den strukturelle arbejdsstyrke skyldes både den demografiske udvikling og den skønnede virkning af vedtagne strukturreformer. Der er dog betydelig usikkerhed forbundet med vurderingen af de

strukturelle niveauer for arbejdsmarkedet. Usikkerheden relaterer sig til fastlæggelsen af det strukturelle niveau ud fra historiske data, men også til i hvor høj grad reformer fremadrettet påvirker arbejdsmarkedet.

… hvis reformer øger arbejdsstyrken

Den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet de kommende år kommer dermed i høj grad til at afhænge af, hvorvidt reformerne virker efter hensigten og i det omfang, der er lagt til grund. Det gælder både på kort sigt og ikke mindst på lang sigt, hvor reformeffekterne skønnes at øge den strukturelle arbejdsstyrke med ca. 135.000 personer fra 2016 til 2025.

Figur I.15 Arbejdsstyrke



Anm.: Forskellen mellem de stiplede kurver viser de forudsatte reformeffekter på strukturel arbejdsstyrke efter 2015. Reformeffekterne er opgjort, som de effekter, der har betydning for væksten i arbejdsstyrken efter 2015. Reformeffekterne vedrører: *Aftale om et tryggere dagpengesystem (2015), Forlig om en reform af sygedagpengesystemet (2013), Aftaler om vækstplan DK (2013), Aftale om en reform af førtidspension og fleksjob (2012), Aftaler om reformpakke 2020 (2011)* og *Velfærdsaftalen (2006).*

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

Risiko for, at reformeffekter er overvurderede

Hvis effekterne af de allerede vedtagne reformer bliver mindre end forventet, vil udviklingen i dansk økonomi blive påvirket negativt, både hvad angår den potentielle vækst og

hvad angår de offentlige finanser. For at illustrere størrelsesordenen af disse effekter, er der foretaget en beregning på SMEC, hvor den strukturelle arbejdsstyrke stiger mindre end forudsat.

Alternativscenarie, hvor arbejdsstyrken reduceres med 62.000 personer

Konkret er det lagt til grund for dette alternativscenarie, at såvel den faktiske som den strukturelle arbejdsstyrke reduceres med ca. 13.000 personer i 2017 og ca. 23.000 personer i 2018 i forhold til grundfremskrivningen. Dette svarer omtrent til de forventede arbejdsudbudsvirkninger af reformen af tilbagetræknings- og efterlønssystemet fra 2011 i de to år. Frem mod 2025 reduceres væksten i den strukturelle arbejdsstyrke yderligere, således at denne i 2025 er godt 62.000 personer lavere end i grundfremskrivningen, jf. boks I.4. Dette svarer til halvdelen af den stigning i arbejdsudbuddet i perioden 2017-25, der ventes at ske som følge af de vedtagne struktureformer.

Alternativscenarie: Betydeligt fald i ledighed …

Beregninger på den makroøkonometriske model SMEC indikerer, at reduktionen i den strukturelle arbejdsstyrke vil reducere ledigheden med ca. 12.000 personer i 2017 og 19.000 personer i 2018. Ledigheden vil dermed falde under det strukturelle niveau. Det negative ledighedsgap vil i 2018 være på ca. 15.000 personer, hvilket er betydeligt mindre end i 2008, hvor gabet nåede op på næsten 60.000 personer. Presset på arbejdsmarkedet vil altså selv i dette scenarie være betydeligt lavere end i 2008.

… og højere lønninger

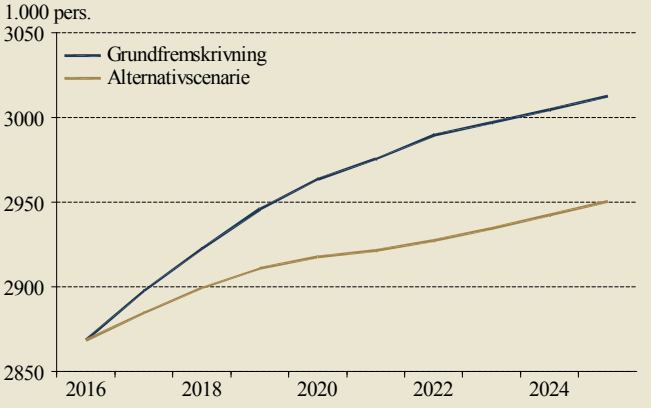
Faldet i ledigheden vil føre til et opadgående pres på lønningerne. Lønstigningstakten vil således ifølge modelberegningerne stige til godt 2½ pct. i 2017 og knap 3 pct. i 2018. Mens dette indebærer en risiko for, at den danske konkurrenceevne bliver svækket, er effekterne af en beskeden størrelsesorden. Dette skal dog ses i lyset af, at det er sandsynligt, at modelberegningerne undervurderer effekterne på lønstigningerne, når økonomien nærmer sig kapacitetsgrænsen, i særdeleshed når dette sker hurtigt. På længere sigt (hvor ledighedsniveauet er omtrent uændret i forhold til grundfremskrivningen) falder lønvæksten tilbage på det samme niveau som i grundfremskrivningen.

Boks I.4 Alternativscenarie med lavere vækst i den strukturelle arbejdsstyrke

For at illustrere usikkerheden omkring arbejdsudbudsvirkningen af de vedtagne strukturreformer, er der opstillet et alternativt scenarie, hvor væksten i den strukturelle arbejdsstyrke reduceres fra og med 2017, således at den strukturelle arbejdsstyrke i 2025 er ca. 62.000 personer lavere end i grundfremskrivningen, jf. figur A. Dette svarer til omkring halvdelen af den stigning i arbejdsudbuddet, der forventes at ske som følge af strukturreformer i perioden 2017-25, og repræsenterer derfor en betydelig ændring i forudsætningerne for fremskrivningen. I alternativscenariet holdes forskellen mellem den faktiske og strukturelle arbejdsstyrke uændret i hvert enkelt år.

Det er forudsat, at en tredjedel af reduktionen i arbejdsstyrken modsvares af et øget antal personer udenfor arbejdsstyrken på overførselsindkomster. Desuden er den strukturelle ledighed fastholdt som andel af arbejdsstyrken. Det forudsættes desuden, at den faktiske ledighed fra 2024 vil befinde sig på det strukturelle niveau.

Figur A Strukturel arbejdsstyrke



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

Lavere BNP-vækst – især på længere sigt

BNP-væksten er omtrent uændret i 2017 i forhold til grundfremskrivningen, men reduceres med 0,1 pct.point i 2018 og ca. ¼ pct.point i perioden 2019-2025. På kort sigt trækker højere lønninger i retning af øget købekraft og dermed højere efterspørgsel og produktion. Dette modsvares dog af, at de højere lønstigningstakter svækker den danske konkurrenceevne og derfor reducerer nettoeksporten. Frem mod 2025 er

det i højere grad den lavere produktionskapacitet, der giver sig udslag i en lavere BNP-vækst. I 2025 er BNP reduceret med knap 2 pct.

Offentlige finanser svækkes på længere sigt

Den offentlige saldo er på kort sigt omtrent uændret i forhold til grundfremskrivningen. Den faldende ledighed forbedrer således ikke de offentlige finanser, da den modsvares af en lavere beskæftigelse. Frem mod 2025 vil den lavere arbejdsstyrke og dermed den lavere produktionskapacitet give sig udslag i et svækket indtægtsgrundlag og dermed en forværring af de offentlige finanser. I tillæg hertil fører det øgede antal personer på overførselsindkomster til øgede offentlige udgifter. I 2025 er den primære offentlige saldo derfor reduceret med knap ¾ pct. af BNP, mens forværringen på den samlede offentlige saldo er en anelse større.

Alternativt scenarie med neutral finanspolitik

Finanspolitisk opstramning vurderes ved alternativ beregning

Det er lagt til grund for fremskrivningen, at finanspolitikken strammes de kommende år, jf. kapitel II. I hovedscenariet vurderes opstramningen at dæmpe væksten i BNP med mellem ¼ og knap ½ pct.point over perioden 2017-20. I den efterfølgende periode frem mod 2025 skønnes finanspolitikken omtrent neutral for væksten. For at vurdere, om den finanspolitiske opstramning er hensigtsmæssigt afstemt med udviklingen i de offentlige finanser og konjunktursituationen, foretages en beregning, hvor det antages, at finanspolitikken ikke strammes, men er aktivitetsmæssigt neutral, jf. boks I.5.

Neutral finanspolitik mindre stram på kort sigt

I alternativet med neutral finanspolitik antages det, at der ikke er noget negativt eller positivt vækstbidrag i perioden 2017-20, mens det for perioden efter 2020 antages, at finanspolitikken strammes gradvist, således at den strukturelle saldo i 2025 svarer til hovedscenariet. Dermed er finanspolitikken i hovedscenariet mere lempelig på kort sigt og lidt mere stram efter 2020.

Boks I.5 Alternativt scenarie med neutral finanspolitik i 2017-20

I prognosen er det forudsat, at finanspolitikken gradvist strammes frem mod 2020. Finanspolitikken skønnes isoleret set at dæmpe BNP-væksten med ¼-½ pct.point årligt frem mod 2020, jf. kapitel II.

I tabellen nedenfor sammenlignes med modelberegnede effekter af at føre en finanspolitik, der er neutral frem mod 2020, og hvor der fra 2021 gradvist strammes, så der i 2025 opnås samme strukturelle saldo som i hovedscenariet.

Tabel A Hovedtal i fremskrivning hhv. alternativ

	2017	**2018**	**2019**	**2020**	**2025[a)]**
Fremskrivning					
Finanseffekt, pct.point [b)]	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	0,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	-1,7	-1,1	-0,5	0,0	0,7
Strukturel saldo, pct. af struk. BNP[c)]	-0,3	-0,1	0,1	0,5	0,7
BNP-vækst, pct.	2,0	2,2	2,0	1,9	1,9
Output gap, pct. af struk. BNP	-1,2	-0,5	-0,3	-0,3	0,0
Beskæftigelsesændring, 1.000 pers.	31	32	37	22	10
Alternativ med neutral finanspolitik					
Finanseffekt, pct.point [b)]	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Offentlig saldo, pct. af BNP	-1,8	-1,3	-0,8	-0,4	0,0
Strukturel saldo, pct. af struk. BNP[c)]	-0,7	-0,8	-0,7	-0,5	0,7
BNP-vækst, pct.	2,4	2,4	2,1	2,0	1,6
Output gap, pct. af struk. BNP	-0,9	0,0	0,3	0,4	-0,6
Beskæftigelsesændring, 1.000 pers.	43	39	40	27	0

a) 2025-søjlen viser den gennemsnitlige vækst eller ændring fra 2019 til 2025. For offentlig saldo, strukturel saldo og output gap vises niveauet i 2025.

b) Den etårige finanseffekt angiver finanspolitikkens aktivitetsvirkning, målt som finanspolitikkens vækstbidrag til BNP i forhold til en situation med neutral finanspolitik. Med neutral finanspolitik forstås bl.a., at indkomstskattesatserne holdes konstante, at punktafgiftssatserne realt er uændrede, at satserne for indkomstoverførsler følger satsreguleringen, og at offentlig beskæftigelse udgør en fast andel af den strukturelle beskæftigelse.

c) Strukturel saldo er beregnet i budgetlovens forstand, jf. beskrivelse i kapitel II.

Kilde: Egne beregninger med SMEC.

Strukturel saldo bryder grænse

Den faktiske offentlige saldo bryder ikke med underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP i alternativscenariet, jf. figur I.16. Det er således muligt at lempe finanspolitikken uden at komme i konflikt med grænsen for det faktiske offentlige underskud. Set i forhold til den strukturelle saldo er der imidlertid ikke mulighed for at lempe, da underskudsgrænsen på ½ pct. af BNP brydes i perioden 2017-19, og i 2020 er den strukturelle saldo netop på grænsen.

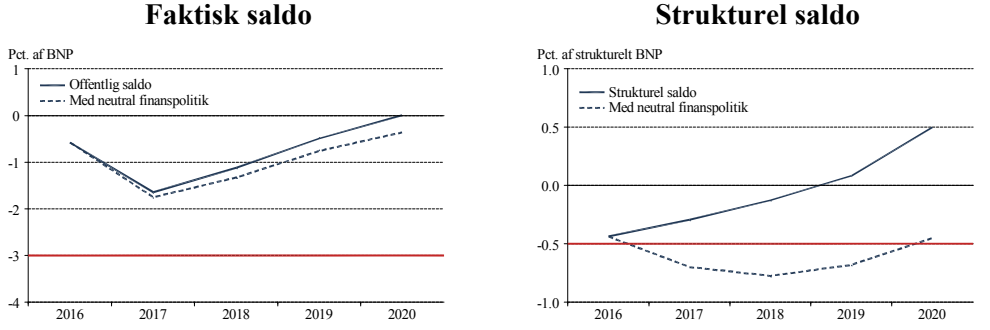
Hurtigere konjunkturnormalisering …

Med neutral finanspolitik forventes output gap at blive lukket allerede i 2018, og der vil dermed ske en hurtigere konjunkturnormalisering, end når finanspolitikken strammes som i hovedscenariet, jf. figur I.17. Dette medfører, at beskæftigelsen stiger hurtigere i alternativet med neutral finanspolitik. Således er den årlige fremgang i beskæftigelsen i 2017 og 2018 ca. 10.000 personer større og niveauet for beskæftigelsen er godt 25.000 personer højere i det alternative scenarie.

… skaber lønpres og forværret konkurrenceevne

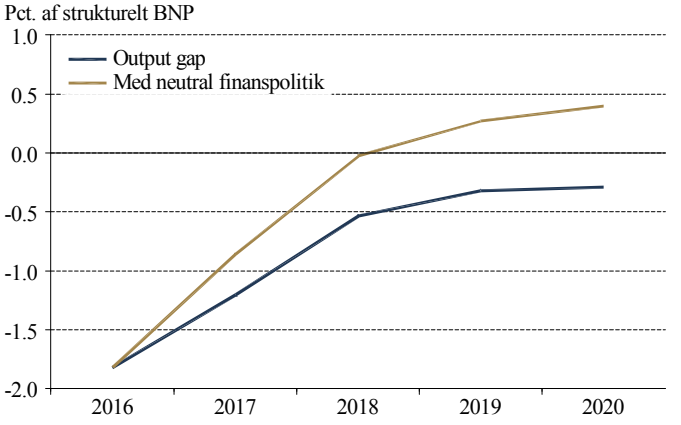
Beskæftigelsesfremgangen øger presset på arbejdsmarkedet og får lønningerne til at stige hurtigere i alternativscenariet, hvilket forværrer konkurrenceevnen. Dette mindsker eksporten, som sammen med den finanspolitiske opstramning reducerer BNP-væksten efter 2020 i forhold til hovedscenariet. Udskydelsen af opstramningen giver således højere BNP-vækst på kort sigt, men lavere på mellemlang sigt.

Figur I.16 Offentlige saldi med neutral finanspolitik



Anm.: Den strukturelle saldo er beregnet med afsæt i budgetlovens metode, jf. kapitel II.
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger

Figur I.17 Output gap



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

I.3 Finansielle forhold

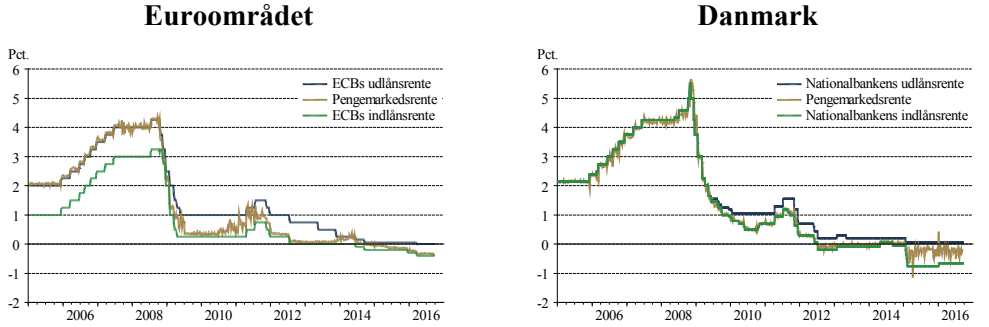
Afsnittets indhold

Dette afsnit præsenterer renteprognosen, hvor det skønnes, at renterne på danske stats- og realkreditobligationer vil udvise begrænsede stigninger, omend niveauet fortsat vil være meget lavt i en rum tid. Efterfølgende beskrives forslag til ændringer af den finansielle regulering, som blev fremført af Baselkomiteen i foråret.

Pengepolitikken i Europa ventes at være lempelig i en rum tid

Den Europæiske Centralbank (ECB) har fastholdt indlånsrenten på rekordlave -0,4 pct. siden foråret, og Nationalbankens indlånsrente har været fast på -0,65 pct., jf. figur I.18. Pengepolitikken i Europa ventes fortsat at være lempelig i en rum tid. Det lægges således til grund for prognosen, at ECB først hæver renten i slutningen af 2017. Dette skyldes primært lave inflationsforventninger og en beskeden udvikling i realøkonomien i euroområdet, jf. afsnit I.4. Pengepolitikken i USA er ligeledes meget lempelig, men det forudsættes, at den amerikanske centralbank vil hæve renten allerede i slutningen af 2016.

Figur I.18 Pengepolitiske renter og pengemarkedsrenter



Anm.: Nationalbankens indlånsrente er renten på indskudsbeviser, og den danske pengemarkedsrente er dag-til-dag pengemarkedsrenten. ECB's udlånsrente er renten på de løbende refinansieringsauktioner (*Main Refinancing Operations,* MRO's), og pengemarkedsrenten i euroområdet er dag-til-dag pengemarkedsrenten. Seneste observation er ultimo september 2016.

Kilde: Macrobond.

Kapitalmarkeder

Historisk lave statsobligationsrenter

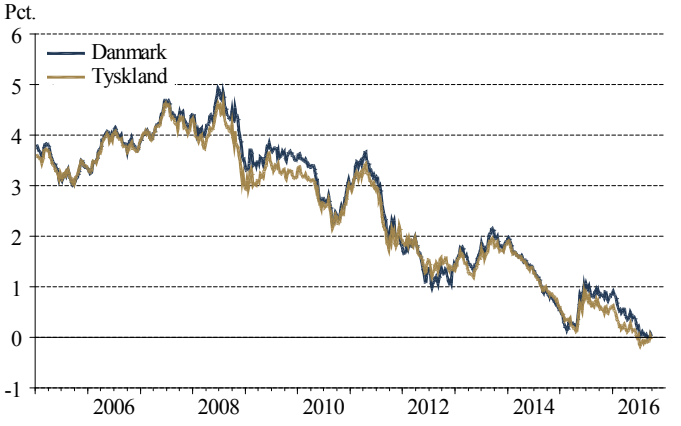
De danske og tyske statsobligationsrenter er faldet yderligere henover sommeren og ligger på historisk lave niveauer, jf. figur I.19. Det kan tilskrives større efterspørgsel efter danske og tyske statsobligationer og afspejler formentlig et ønske om sikre investeringer som følge af øget usikkerhed i Europa. Samtidig kan det sandsynligvis tilskrives ECB's fortsatte lempelige pengepolitik og de lave inflationsforventninger i euroområdet. Den tyske tiårige statsobligationsrente skønnes at nå et årsniveau på godt 0 pct. i år, mens den danske forventes at være ca. ¼ pct., jf. tabel I.4.

Tabel I.4 Hovedtræk af renteprognosen

	2015	2016	2017	2018	2025
	----------	----------	Pct.	----------	----------
ECB	0,1	0,0	0,0	0,4	3,0
Dansk statsobligation	0,7	0,3	0,5	1,3	4,0
Tysk statsobligation	0,5	0,1	0,3	1,0	3,8
Dansk realkreditobligation	2,8	2,6	2,7	3,3	5,3

Anm.: Tabellen viser årsgennemsnittet for renterne. For ECB vises udlånsrenten ved de primære markedsoperationer (*Main Refinancing Operations,* MRO's). Statsobligationsrenterne er på 10-årige obligationer. Realkreditobligation angiver renten på 30-årige realkreditobligationer.
Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne skøn.

Figur I.19 Tiårige statsobligationsrenter



Anm.: Figuren viser renter på danske og tyske tiårige statsobligationer. Seneste observation er ultimo september 2016.
Kilde: Macrobond.

Faldende realkreditrenter

Renterne er også faldet på både den 30-årige og korte realkreditobligation (med løbetid på et til to år), jf. figur I.20. Samtidig har den 30-årige realkreditrente udvist større udsving sammenlignet med den historiske udvikling. Årsniveauet for den 30-årige realkreditrente forventes at falde til godt 2½ pct. i 2016.

Figur I.20 Realkreditobligationsrenter

Anm.: Den korte realkreditrente er en sammenvejning af renter på realkreditobligationer med en løbetid på mellem et og to år. Seneste observation er ultimo september 2016.
Kilde: Realkreditrådet.

Begrænsede rentestigninger de kommende år, …

I de kommende år forventes kun moderate stigninger i renteniveauerne, hvilket primært skyldes udsigten til en fortsat lempelig pengepolitik, lave inflationsforventninger samt begrænset vækst i euroområdet. Således skønnes den tyske statsobligationsrente at stige til godt ¼ pct. og ca. 1 pct. i henholdsvis 2017 og 2018, og den danske statsobligationsrente forventes at holde et positivt spænd hertil på ca. ¼ pct.point. Den 30-årige realkreditrente antages at stige til godt 2¾ pct. i 2017 og godt 3¼ pct. i 2018.

… men højere niveauer på længere sigt

Markedsrenterne forventes at stige til mere vante niveauer på længere sigt. I prognosen lægges det til grund, at den 30-årige realkreditrente vil stige gradvist til 5¼ pct. i 2025, mens den danske tiårige statsobligationsrente forventes at stige til 4 pct. i 2025.

Fortsat stor usikkerhed på aktiemarkedet

Det danske aktiemarked har fortsat været præget af meget store udsving, jf. figur I.21. OMXC20 indekset, som består af de 20 mest omsatte aktier på Københavns fondsbørs, har det seneste halvandet år udvist store stigninger og fald, mens det gennemsnitlige niveau stort set har været uændret.

Figur I.21 Danske aktier

Anm.: Figuren viser kursudviklingen på OMXC20, der er et indeks over de 20 mest omsatte aktier på Københavns Fondsbørs. Seneste observation er ultimo september 2016.
Kilde: Macrobond.

Forslag til ændringer af finansiel regulering

Finansiel regulering er vigtig for finansiel stabilitet

Det er væsentligt at regulere den finansielle sektor, så økonomien ikke igen bliver ramt af et sammenbrud af kreditgivningen med alvorlige realøkonomiske konsekvenser til følge, som det var tilfældet under finanskrisen i 2008. Regulering af den finansielle sektor skal blandt andet afveje hensynet mellem, at finansielle institutioner skal have mulighed for at drive profitabel virksomhed og yde kredit til virksomheder og husholdninger mod, at institutterne ikke tager for stor risiko.

Baselkomite foreslår justering af finansiel regulering

Den såkaldte Baselkomite udformer standarder for den internationale regulering af den finansielle sektor og udarbejder anbefalinger og retningslinjer for tilsynspraksis. Komiteens standarder og anbefalinger er ikke juridisk bindende, men bliver ofte indarbejdet i EU-lovgivningen og gælder dermed også for Danmark. På baggrund af Baselkomiteens standarder er der i den nuværende EU-lovgivning et solvenskrav for finansielle institutioner. Komiteen er i foråret 2016 kommet med forslag til at ændre reglerne for, hvordan solvensprocenten beregnes,

samt at det såkaldte gearingskrav skal indføres som et bindende krav.

Solvensprocent kan opgøres efter intern metode …

Efter gældende EU-lovgivning fastsætter solvenskravet en nedre grænse for institutternes solvensprocent, dvs. forholdet mellem egenkapitalen og de risikovægtede aktiver for kreditrisiko. De risikovægtede aktiver for kreditrisiko skal som udgangspunkt beregnes efter en standardmetode med faste vægte for hver aktivkategori, hvor vægtene er fastsat af EU. Institutter kan dog ansøge Finanstilsynet om at anvende den såkaldte interne ratingbaserede metode for kreditrisiko (IRB metode). Med denne metode anvender instituttet interne modeller til selv at beregne risikovægte for forskellige aktivklasser indenfor visse rammer. Efter en eventuel godkendelse vil instituttet være underlagt et løbende tilsyn af Finanstilsynet.

… og er som udgangspunkt fornuftigt, …

Fordelen ved solvenskravet er, at det i princippet indfrier det centrale formål ved regulering af institutternes kapitalforhold, nemlig at sætte en begrænsning på forholdet mellem risikotagning og evnen til at bære tab i det enkelte institut. Samtidig giver interne modeller en større fleksibilitet, da der tages højde for individuelle karakteristika. Formålet er således, at solvenskravet skal afspejle den risiko, aktiverne er behæftet med.

… men kan også være problematisk

Ulempen er derimod, at der er usikkerhed om den sande risiko ved et givet aktiv. Dette kan give anledning til, at institutter med interne modeller ikke er tilstrækkeligt forsigtige i deres estimater af den risiko, som aktiverne er behæftet med. En lavere estimeret risiko på aktiverne vil resultere i et mindre snærende solvenskrav.

Komiteen foreslår ændring af mål for risiko, …

Baselkomiteen foreslår at justere beregningen af de risikovægtede aktiver ud fra IRB metoden, og dermed hvordan solvensprocenten opgøres, jf. boks I.6 Det indebærer, at danske institutter, der anvender disse modeller, kan komme til at benytte højere risikovægte for deres aktiver, når de udregner solvensprocenten.

Boks I.6 Forslag om ændringer til finansiel regulering

Baselkomiteen udformer standarder for den internationale regulering af den finansielle sektor. Komiteens standarder og anbefalinger har ingen direkte juridisk betydning for Danmark, men det får de, hvis EU implementerer reglerne ved lov. Komiteen er i foråret 2016 kommet med forslag til at ændre reglerne for, hvordan solvenskravet beregnes, samt at det såkaldte gearingskrav skal indføres som et bindende krav. Forslagene omtales undertiden som "Basel IV", men der er hovedsageligt tale om justeringer og tilretninger af Basel III-standarderne.

Solvenskravet fastsætter en nedre grænse for instituttets solvensprocent, dvs. egenkapitalens andel af de risikovægtede aktiver. De risikovægtede aktiver beregnes som summen af instituttets aktiver, hvor aktiverne er vægtet efter, hvor stor risiko det enkelte aktiv er behæftet med. Som udgangspunkt skal de risikovægtede aktiver for kreditrisiko beregnes efter en standardmetode med risikovægte fastsat af EU, hvor eksempelvis statsobligationer har en vægt på nul, mens usikrede udlån til privatkunder har en vægt på 75 pct. Når finansielle institutter skal beregne de risikovægtede aktiver, kan de dog ansøge Finanstilsynet om at benytte interne modeller i risikovurderingen af deres aktiver – den såkaldte interne ratingbaserede metode for kreditrisiko (IRB metode).

Baselkomiteen foreslår at justere IRB metoden til beregning af de risikovægtede aktiver. Konkret foreslår komiteen:

- Risikovægten fra standardmetoden skal anvendes for bestemte aktivtyper
- Der indføres minimumsværdier (gulve) for de enkelte risikovægte, institutterne anvender under IRB metoden
- Der indføres gulve på den samlede beregning af de risikovægtede aktiver under IRB metoden

Gearingskravet fastsætter et minimum for, hvor lav et instituts egenkapital må være i forhold til dets aktiver, når der ikke tages højde for aktivernes risiko. I EU-lovgivningen er der i øjeblikket krav om, at finansielle institutter skal oplyse deres gearingsgrad, men der er ikke fastsat en bindende minimumsværdi. I EU's kapitalkravsforordning- og direktiv er der lagt op til, at gearingskravet skal træde i kraft som et bindende krav fra 2018. Baselkomiteen har anbefalet en bindende grænseværdi for gearingskravet på 3 pct. og har samtidig stillet forslag om yderligere gearingskrav til systemisk vigtige institutter.

… hvilket kan mindske fleksibilitet ved interne modeller

Indførelse af ændringerne kan betyde, at institutter, der benytter interne modeller, mister noget af den fleksibilitet, som det giver selv at estimere vægtene for deres aktiver. Det kan dermed bidrage til at sikre større forsigtighed i fastsættelsen af risikovægte. Ulempen er, at de samtidig forhindrer institutterne i at fastsætte meget lave risikovægte i tilfælde, hvor dette er velbegrundet i objektive forhold. Med andre ord bliver solvenskravet mindre risikofølsomt. For eksempel er dansk realkredit karakteriseret ved lave historiske tab. Anvendelse af IRB metoden vil derfor generelt resultere i lave risikovægte sammenlignet med lande, hvor der historisk set har været større tab på udlån.

Komiteen foreslår indførelse af bindende gearingskrav …

Derudover er der et forslag fra komiteen om, at det såkaldte gearingskrav skal implementeres som et bindende krav fra 2018 med en grænseværdi på 3 pct. Gearingskravet sætter en nedre grænse for institutternes såkaldte gearingsbrøk, dvs. kernekapitalen i procent af de samlede ikke-vægtede aktiver. Gearingsbrøken tager således ikke højde for, at nogle aktiver er mere risikable end andre, men omvendt kan den opgøres med afsæt i objektive kriterier.

… som et supplement til solvenskravet

Fordelen ved gearingskravet er, at det er gennemskueligt, og i modsætning til solvenskravet kan det ikke vurderes subjektivt af institutterne. Gearingskravet opfattes derfor af Baselkomiteen som et vigtigt supplement til solvenskravet, hvor specielle omstændigheder kan medføre, at solvenskravet ikke yder tilstrækkelig regulering af den finansielle sektor. Ulempen ved gearingskravet er, at det kan indebære en stramning af kapitalkravet for institutter, for hvem det er velbegrundet at forudsætte meget lave risikovægte.

Stadig ikke konkrete standarder

Baselkomiteen er indtil videre kun kommet med udkast til de nye beregningsmetoder. Det er derfor stadig meget uvist, hvordan disse standarder endeligt udformes og implementeres i EU-lovgivningen, og hvordan de vil påvirke den finansielle sektor i Danmark. Ekspertudvalget om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet har i september udgivet en rapport, som blandt andet evaluerer konsekvensen for danske realkreditinstitutter af at justere IRB metoden. Udvalget vurderer under givne forudsætninger for de nye

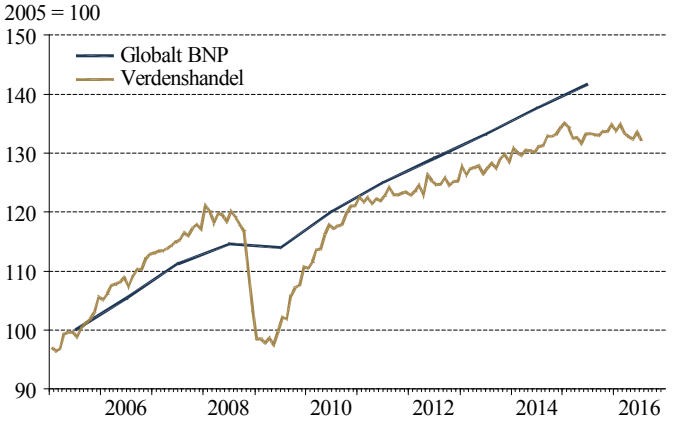
standarder, at solvenskravet for realkreditinstitutterne kan blive øget betydeligt som følge af ændringerne.

I.4 International økonomi

Behersket fremgang i global økonomi

I 2015 var den globale vækst på ca. 3 pct., og i 2016 er der udsigt til en vækst i samme størrelsesorden. Flere af de store vækstøkonomier har oplevet en vækstnedgang, og væksten i USA er gået ned i tempo. Samtidig med den langsommere udvikling i flere af de store økonomier er verdenshandlen stagneret og vokser nu langsommere end BNP, jf. figur I.22. Det er endnu tidligt at vurdere konsekvenserne af, at et flertal i Storbritannien i slutningen af juni stemte for, at landet skal forlade EU – det såkaldte "Brexit". Usikkerheden om det fremtidige forløb forværrer dog vækstudsigterne for Europa.

Figur I.22 Globalt BNP og verdenshandel



Anm.: Verdenshandlen er her målt med CPB's *World Trade Monitor*, der er en indikator for handlen med varer. Seneste observation for verdenshandlen er fra juli 2016.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 99* og CPB.

Øget usikkerhed efter "Brexit"

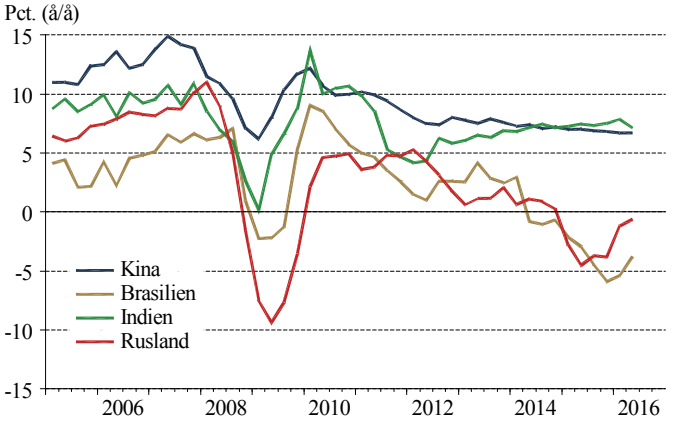
På kort sigt kan negative tillidseffekter som følge af den britiske afstemning påvirke forbrug og investeringer, mens det på længere sigt særligt er de eventuelle effekter på han-

del og arbejdskraftmobilitet og derigennem produktivitet, som vil have betydning for den økonomiske aktivitet og velstand. De langsigtede effekter vil især afhænge af den konkrete aftale mellem Storbritannien og EU samt hvilke afsmittende virkninger, der kan være på det videre internationale samarbejde.

Generelt dæmpet vækst i de store vækstøkonomier

Flere af de store vækstøkonomier har oplevet lavere vækst de senere år. Efter en længere periode med meget høj vækst har væksten i Kina været aftagende siden midten af 00'erne, jf. figur I.23. Rusland har oplevet en kraftig tilbagegang siden 2014, især som følge af det kraftige fald i olieprisen, og Brasilien har længe været plaget af dyb politisk uro og har ligeledes lidt under faldende råvarepriser. Modsat de andre BRIK-lande har Indien oplevet en stigende vækst, især drevet af høj vækst i det private forbrug.

Figur I.23 BNP-vækst i BRIK-landene



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2016.
Kilde: Macrobond.

Prognosen for international økonomi

Nedjustering af vækstprognosen siden foråret

Prognosen for væksten i international økonomi er nedjusteret lidt i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2016*. Den største nedjustering er i 2017, hvor væksten er nedjusteret med ca. ¼ pct.point. Forværringen afspejler blandt andet de forventede

makroøkonomiske konsekvenser af den øgede usikkerhed som følge af afstemningen i Storbritannien. Denne usikkerhed vurderes at påvirke tilliden negativt og generelt medføre, at virksomheder og husholdninger bliver mere tilbageholdende med hensyn til privat forbrug og investeringer, særligt i Europa. Den internationale vækst forventes dog forsat at blive understøttet af den lave oliepris og den lempelige pengepolitik i euroområdet. Nærværende prognose er i store træk på linje med IMF's prognose fra juli, og hovedtrækkene i den internationale prognose fremgår af boks I.7.

Usikkerhed omkring den globale vækst

Der vurderes at være en ikke ubetydelig usikkerhed omkring de globale vækstudsigter, jf. boks I.8. Usikkerheden kommer blandt andet fra "Brexit", som ventes at påvirke de europæiske økonomier, men at have en relativt begrænset effekt på andre økonomier, såsom USA og Kina. Konsekvenserne af "Brexit" er dog meget usikre, ikke mindst fordi der endnu ikke er klarhed over, hvilken aftale Storbritannien og EU indgår. Dette øger den politiske usikkerhed i EU, som også stadig er påvirket af den store indstrømning af flygtninge og indvandrere de seneste år. En anden risikofaktor er, at svækkelsen i flere af vækstøkonomierne kan blive værre end lagt til grund. Det medfører ligeledes en risiko for, at det spreder sig til de avancerede økonomier.

Væksten i Storbritannien er nedjusteret som følge af "Brexit"

Konsekvenserne af Storbritanniens EU-afstemning kan endnu ikke ses i hårde økonomiske data, men umiddelbart efter afstemningen blev det britiske pund markant svækket, og aktiekurserne faldt. Aktieindekset har dog umiddelbart rettet sig igen, men en række af de britiske indikatorer peger i retning af et fald i tilliden. Forbrugertillidsindikatoren udviste således et markant dyk fra juni til juli og rettede sig kun lidt i august, og erhvervstilliden er faldet, jf. figur I.24. Indikatorer for aktiviteten (PMI) for både service og industri faldt kraftigt lige efter afstemningen, men vendte i august tilbage til niveauet før afstemningen. I euroområdet har forbruger- og erhvervstilliden været forholdsvis stabile. IMF har på baggrund af udfaldet af afstemningen nedjusteret væksten i Storbritannien fra 2,2 pct. til 1,3 pct. i 2017, mens den britiske centralbank, Bank of England (BoE), i august skønnede en vækst på 0,8 pct. i 2017 mod tidligere 2,3 pct.

Boks I.7 Den internationale konjunkturprognose

Prognosen for væksten i international økonomi tager udgangspunkt i IMF's *World Economic Outlook, Update* fra juli 2016 og de nyeste kvartalstal. For årene efter 2018 tilpasses væksten, så BNP er på OECD's vurderede strukturelle niveau senest i 2025. Vækstskønnene for udvalgte, store økonomier er angivet i tabel A.

Tabel A Vækstskøn

	2015	2016	2017	2018	2025[a)]
Euroområdet	1,9	1,6	1,4	1,7	1,9
USA	2,6	1,5	2,4	2,5	2,6
Japan	0,6	0,3	0,1	0,8	1,2
Kina	7,1	6,6	6,2	6,0	4,8
Globalt BNP[b)]	3,1	3,1	3,4	-	-

a) "2025-søjlen" viser den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2018 til 2025.
b) IMF, *World Economic Outlook, Update* fra juli 2016.
Anm.: Yderligere information om prognosen fås ved henvendelse til De Økonomiske Råds sekretariat.

Pengepolitiske forudsætninger

Den Europæiske Centralbank (ECB) forventes at fastholde den primære pengepolitiske rente på det nuværende lave niveau indtil slutningen af 2017. Herefter forudsættes en gradvis normalisering af renten. Den amerikanske pengepolitik forventes gradvist strammet fra det nuværende meget lempelige niveau, idet den amerikanske centralbank (FED) ventes at hæve renten sidst på året. Pengepolitikken er nærmere omtalt i afsnit I.3.

Finanspolitiske forudsætninger

Med udgangspunkt i ændringen i den strukturelle primære offentlige saldo forventes finanspolitikken at være omtrent neutral for væksten i euroområdet og USA de kommende år. For euroområdet forventer OECD en mindre forværring af den strukturelle saldo i 2016 og en stort set uændret strukturel saldo i 2017. For USA ventes en forbedring af den strukturelle saldo på omkring ¼ pct. af BNP i 2016 og 2017 svarende til en svag stramning af finanspolitikken.

Øvrige forudsætninger

Olieprisen er steget fra ca. 30 dollar pr. tønde i januar til ca. 47 dollar i august. Der ventes et gennemsnitligt årsniveau på henholdsvis 45, 57 og 60 dollar pr. tønde i 2016-18. I årene herefter tages udgangspunkt i Verdensbankens prognose fra juli, hvilket indebærer en nominel oliepris på 67 dollar i 2020 og 87 dollar i 2025.

Boks I.8 Risici for international økonomi

Der er en række faktorer, som skaber usikkerhed omkring de globale vækstudsigter.

Forhandlingerne om en udtrædelsesaftale mellem Storbritannien og EU er endnu ikke påbegyndt, og de præcise konsekvenser af "Brexit" er derfor meget usikre. "Brexit" kan dog forventes at have negative økonomiske konsekvenser for især Storbritannien, men også for særligt de europæiske økonomier. Størrelsesordenen af disse effekter er dog forbundet med betydelig usikkerhed, og øger usikkerheden omkring vækstskønnene.

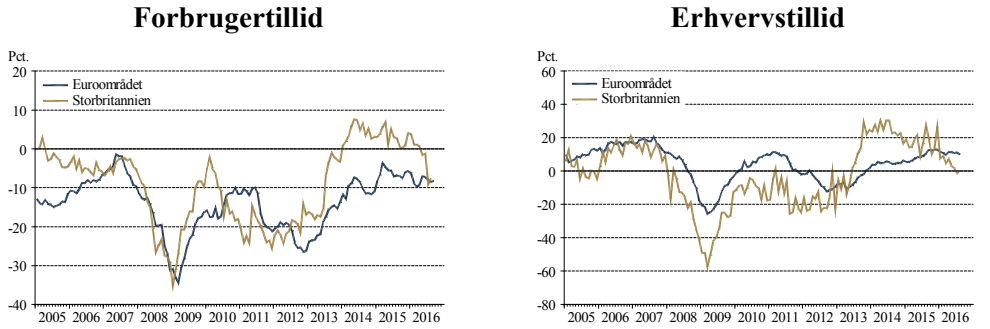
Den britiske EU-folkeafstemning har øget den politiske usikkerhed i EU, som i forvejen var præget af en del ustabilitet som følge af indstrømningen af flygtninge og indvandrere og konflikten med Rusland.

Der er fortsat risiko for, at svækkelsen i flere af vækstøkonomierne kan være mere alvorlig end forudsat, og at vækstafmatningen kan sprede sig til de avancerede økonomier. Den kinesiske økonomis omstilling fra vækst drevet af eksport og investeringer over mod servicesektoren og et højere privat forbrug forventes at medføre lavere vækstrater end tidligere. Rusland har været hårdt ramt af det dramatiske fald i olieprisen siden slutningen af 2014, hvilket sammen med en høj inflation har reduceret realindkomsten drastisk. Derudover har Rusland lidt under de gensidige sanktioner mod Vesten som følge af konflikten i Ukraine. Brasilien har længe været plaget af dyb politisk uro og har været hårdt ramt af de faldende råvarepriser. Dertil kommer, at gælden er vokset betydeligt i både Rusland og Brasilien, og de kraftige deprecieringer af de lokale valutaer har øget omkostningerne ved at betale den forholdsvis store andel af udlandsgælden, som er opgjort i udenlandsk valuta, jf. *OECD Economic Outlook, juni 2016*.

Svækkelse af pundet kan dæmpe negative effekter

På baggrund af de forværrede vækstudsigter har BoE gennemført pengepolitiske lempelser med nedsættelse af den ledende rente fra 0,5 til 0,25 pct. samt en forhøjelse af opkøbsprogrammerne. Dette bidrog til at forstærke faldet i værdien af det britiske pund, jf. figur I.25. Svækkelsen af pundet styrker den britiske konkurrenceevne, og derved kan en stigning i nettoeksporten og den lempelige pengepolitik være med til at mindske de negative konsekvenser af den øgede usikkerhed. Samlet set forventes "Brexit" dog at hæmme væksten i Storbritannien betydeligt.

Figur I.24 Forbruger- og erhvervstillid i euroområdet og Storbritannien



Anm.: Erhvervstilliden er for servicebranchen. Seneste observation for forbrugertillid og erhvervstillid er august 2016.
Kilde: Macrobond.

Figur I.25 Det britiske pund

Anm.: Figuren viser kursen på pund overfor dollar. En stigning i kursen svarer til en svækkelse af pundet. Seneste observation er medio september 2016.
Kilde: Macrobond.

Euroområdet

Stabil fremgang i euroområdet

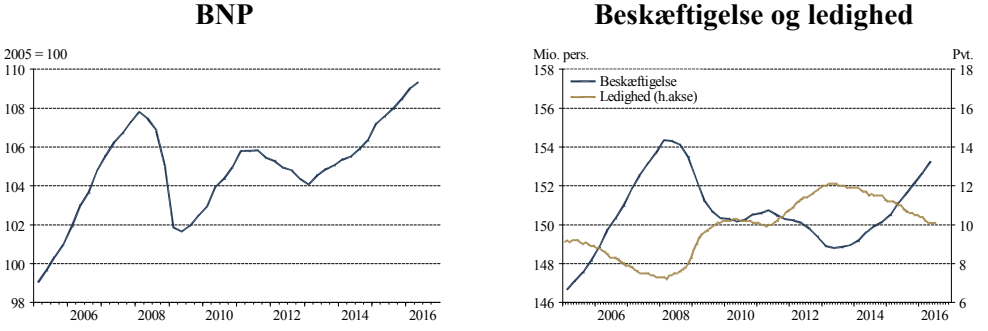
I euroområdet voksede BNP med henholdsvis 0,5 og 0,3 pct. (k/k) i første og andet kvartal 2016, hvilket er en fortsættelse af den moderate fremgang, som begyndte i foråret

2013. Denne fremgang har understøttet beskæftigelsen og bidraget til, at ledigheden er faldet, jf. figur I.26. Således er ledigheden faldet med ca. 2 pct.point over de seneste 3 år. På kort sigt ventes BNP-væksten at aftage en smule, hvilket blandt andet skyldes den øgede usikkerhed i kølvandet på "Brexit".

Fortsat meget lav inflation

Inflationen er fortsat lav i euroområdet og har bevæget sig omkring nul det seneste halvandet år. Den lave inflation kan i høj grad tilskrives de seneste års fald i råvarepriserne, herunder især olie. Når olieprisen stiger, vil det isoleret set trække i retning af en højere inflation. Den underliggende inflation er imidlertid også forholdsvis lav, idet kerne-inflationen, der ser bort fra bidrag fra energi og ikke-forarbejde fødevarer, har været omkring 1 pct. de seneste år. De kortsigtede inflationsforventninger er fortsat lave, mens de langsigtede inflationsforventninger er tættere på ECB's målsætning for det mellemlange sigt om en inflation i underkanten af 2 pct., jf. figur I.27. Det er lagt til grund for prognosen, at inflationen de kommende år vil bevæge sig op mod ECB's målsætning.

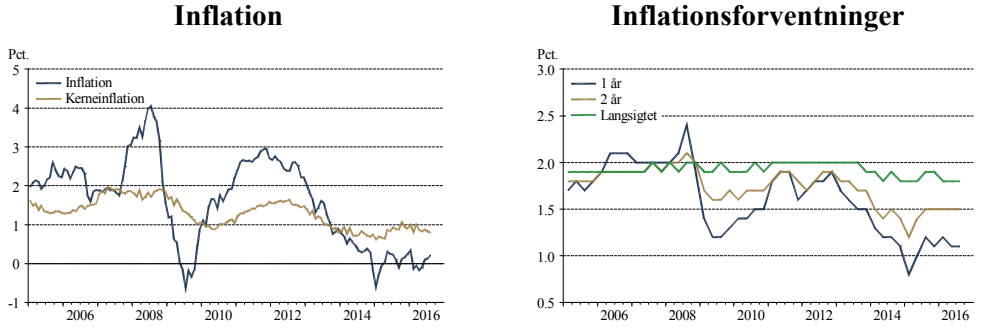
Figur I.26 BNP, beskæftigelse og ledighed i euroområdet



Anm.: Ledigheden er opgjort i procent af arbejdsstyrken. Seneste observation for BNP er 2. kvartal 2016. Seneste observation for beskæftigelsen er 2. kvartal 2016, og seneste observation for ledigheden er juli 2016.

Kilde: Macrobond.

Figur I.27 Inflation og inflationsforventninger i euroområdet



Anm.: Kerneinflation er inflationen ekskl. bridrag fra energi- og uforarbejdede fødevarer. Inflationsforventningerne er fra ECB's *Survey of Professional Forecasters*, hvor "1 år" angiver forventningen til den gennemsnitlige inflation et år ud i fremtiden osv. Seneste observation for inflation og kerneinflation er august 2016, og for inflationsforventninger er det primo 3. kvartal 2016.

Kilde: Macrobond.

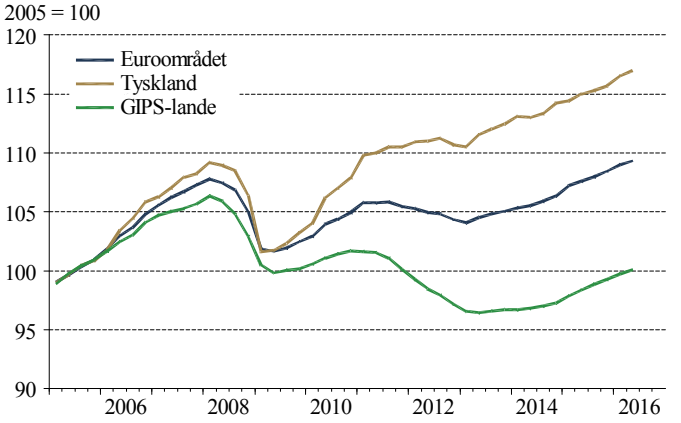
Forskelle mellem eurolandene …

Udviklingen i euroområdet dækker over en forskelligartet udvikling i de enkelte lande. Tyskland har oplevet en forholdsvis stabil vækst efter finanskrisen, mens de såkaldte GIPS-lande (Grækenland, Italien, Portugal og Spanien) har været hårdere ramt, jf. figur I.28. I 2015 var væksten i GIPS-landene med undtagelse af Grækenland dog positive, hvilket også var tilfældet i første halvår af 2016. Fremgangen bliver især trukket af Spanien, hvor BNP voksede med 0,8 pct. (k/k) i hvert af de første to kvartaler af 2016.

… skyldes bl.a. forskellig grad af finanspolitisk opstramning

Udviklingen i euroområdet skal blandt andet ses i sammenhæng med forskelle i konsolideringsbehovet i den offentlige sektor i kølvandet på finanskrisen. I euroområdet under ét blev den strukturelle primære offentlige saldo forbedret med ca. 3½ pct. over perioden 2010-15, og den stramme finanspolitik har bidraget til, at det faktiske underskud nu er under 3 pct. af BNP, jf. figur I.29. Opstramningen har dog været særlig kraftig i GIPS-landene, hvilket har medvirket til at svække den offentlige og private efterspørgsel.

Figur I.28 BNP i eurolande



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2016.
Kilde: Macrobond.

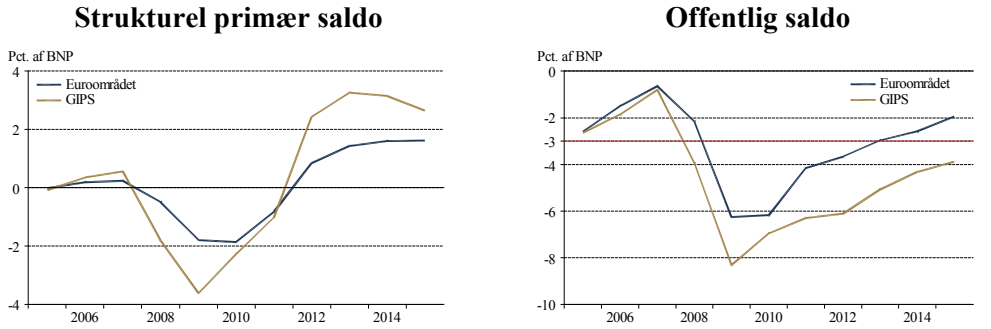
Underskud reduceret, men stadig over 3 pct. af BNP for nogle lande

Underskuddet på den offentlige saldo er også reduceret i GIPS-landene, men i 2015 havde GIPS-landene med undtagelse af Italien et underskud over 3 pct. af BNP. Spanien og Portugal har været underlagt EU's Excessive deficit procedure (EDP) siden 2009, som pålægger landene at få nedbragt underskuddet indenfor en fastlagt tidsramme. Portugal var blevet pålagt at få underskuddet under 3 pct. af BNP i 2015, hvilket ikke blev opnået. Spanien skulle senest i 2016 have et underskud under 3 pct. af BNP, men ifølge Spaniens stabilitetsprogram planlægges der med et underskud på over 3 pct. af BNP i år. Når eurolandene ikke overholder de finanspolitiske regler, skal de pålægges en bøde på 0,2 pct. af landets BNP.

Ikke bøde til Spanien og Portugal

Det er dog muligt at reducere eller annullere bøden som følge af exceptionelle omstændigheder eller som følge af en begrundet anmodning fra det pågældende land. De exceptionelle omstændigheder dækker over enten en usædvanlig begivenhed udenfor landets kontrol eller et kraftigt økonomisk tilbageslag. For Spanien og Portugals vedkommende besluttede Rådet, efter indstilling fra Kommissionen, at der ikke har været exceptionelle omstændigheder, men at bøderne bliver annulleret med udgangspunkt i Spanien og Portugals anmodning.

Figur I.29 Offentlig saldo i euroområdet



Anm.: Figuren til venstre viser den strukturelle primære offentlige saldo, og figuren til højre viser den faktiske offentlige saldo for euroområdet og GIPS-landene (Grækenland, Italien, Spanien og Portugal).

Kilde: OECD, *Economic Outlook 99*.

USA

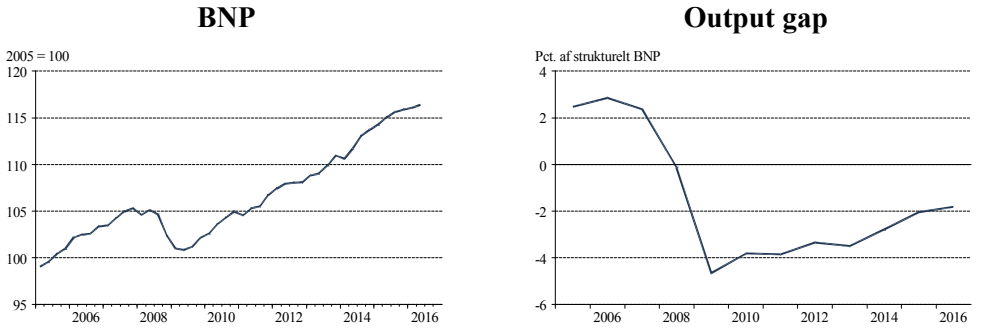
Moderat fremgang i første halvår

I USA steg BNP med henholdsvis 0,2 pct. og 0,3 pct. (k/k) i første og andet kvartal af 2016. Dette er forholdsvis lave vækstrater i en amerikansk sammenhæng, og det er en fortsættelse af de seneste års tendens med noget mere afdæmpet fremgang, jf. figur I.30. Der kan peges på flere mulige forklaringer på den langsommere fremgang i amerikansk økonomi. De seneste års styrkelse af dollaren overfor andre hovedvalutaer har bidraget til at svække konkurrenceevnen, og den indenlandske investeringsaktivitet er gået ned i tempo. Samtidig nærmer økonomien sig det strukturelle niveau, så BNP-væksten ventes at aftage til niveauet for den strukturelle vækst på sigt. I 2016 er der dog fortsat et negativt output gap, hvor omkring halvdelen kan tilskrives produktiviteten og den anden halvdel skyldes et negativt arbejdsstyrkegap.

Fremgang på arbejdsmarkedet …

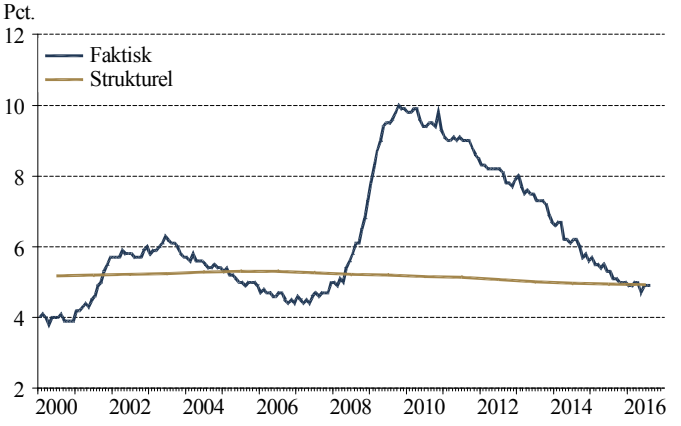
Det moderate opsving har bidraget til en bedring på arbejdsmarkedet med en stigning i beskæftigelsen og et fald i ledigheden. Ledigheden har generelt været faldende siden 2010 og lå i august på 4,9 pct., jf. figur I.31. Det er på niveau med OECD's skøn for den strukturelle ledighed og kan være et udtryk for begyndende knaphed på arbejdsmarkedet, som må forventes at give sig udslag i stigende lønvækst og inflation.

Figur I.30 BNP og output gap i USA



Anm.: Seneste observation for BNP er 2. kvartal 2016. Output gap er forskellen mellem faktisk og strukturelt BNP i procent af strukturelt BNP. Tallene for 2016 er OECD's prognose fra juni 2016.
Kilde: OECD, *Economic Outlook 99* og Macrobond.

Figur I.31 Ledighed i USA

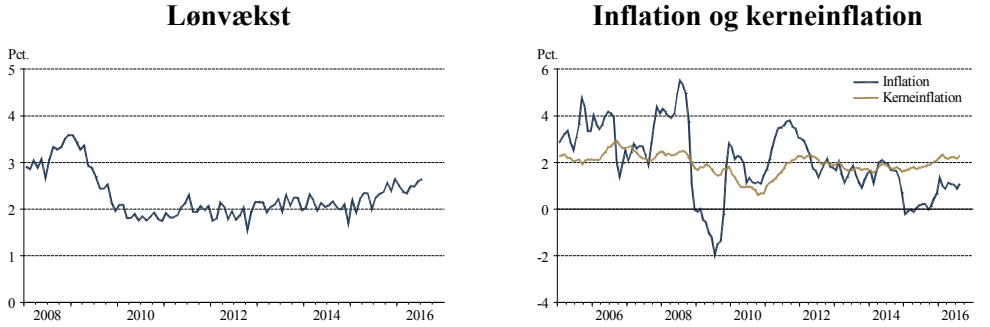


Anm.: Figuren viser OECD's strukturelle ledighed (NAIRU). Seneste observation for den faktiske ledighed er august 2016.
Kilde: OECD, *Economic Outlook 99* og Macrobond.

… og begyndende stigning i lønvækst og inflation

Der har været en moderat stigning i lønvæksten i den private sektor, og inflationen er ligeledes svagt stigende og har nået et niveau omkring 1 pct., jf. figur I.32. Stigningen i inflationen skal ses i sammenhæng med stigningen i olieprisen siden januar. Kerneinflationen har været forholdsvis stabil over en længere periode og har nu været over 2 pct. i et halvt år.

Figur I.32 Lønvækst og inflation i USA



Anm.: Kerneinflationen er inflation ekskl. bidrag fra energi og uforarbejdede fødevarer. Seneste observation for inflationen og kerneinflationen er juli 2016. Lønvæksten er opgjort som timelønsvæksten i den private sektor, og seneste observation er juni 2016.

Kilde: Macrobond.

Verdenshandel

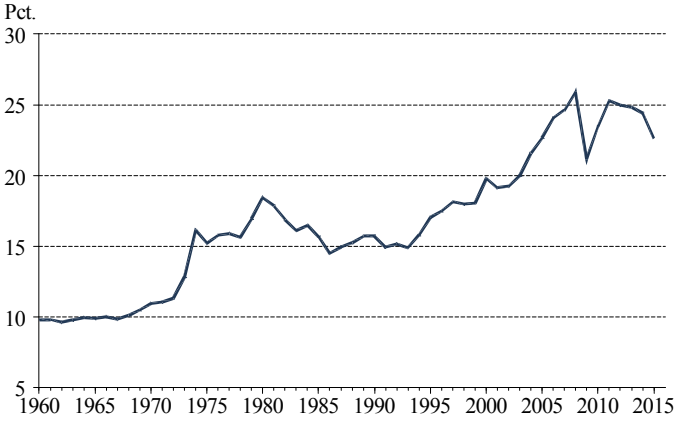
Verdenshandlen er vokset støt siden 1960'erne, …

Siden 1960'erne er verdenshandlen med varer generelt vokset hurtigere end den globale produktion, og stigningen fandt især sted fra midten af 1990'erne til 2008, jf. figur I.33. Ved finanskrisen faldt verdenshandlen kraftigt, men blev relativt hurtigt genoprettet.

… men har udvist en svag tendens de seneste fem år

Udviklingen i verdenshandlen med varer har imidlertid været svag i de seneste år og er faldet som andel af verdens BNP. 2015 var således det fjerde år i træk, hvor væksten i verdenshandlen var under 3 pct. Den svage udvikling i verdenshandlen fortsatte i det første halvår af 2016, og årsvæksten ventes at være på niveau med 2015. Den svage udvikling i verdenshandlen kan til dels tilskrives den lavere vækst i den globale økonomi. Men verdenshandelselasticiteten, dvs. forholdet mellem realvæksten i verdenshandlen med varer og realvæksten i verdens BNP, er også faldet. I perioden 1981 til 2008 var verdenshandelselasticiteten således i gennemsnit 1,5, mens den de seneste fem år er faldet til 0,9. Dette svarer omtrent til elasticiteten i perioden 1981-85.

Figur I.33 Global varehandel som andel af globalt BNP



Anm.: Figuren viser verdenshandlen med varer i procent af globalt BNP.
Kilde: WTO og Verdensbanken.

Mulige forklaringer på den svage udvikling i verdenshandlen

Det er vanskeligt at sige, hvad der konkret ligger bag den svage udvikling i verdenshandlen med varer. Udviklingen kan være udtryk for en øget handel med serviceydelser, som ikke er med i opgørelsen af verdenshandlen med varer. En anden mulig forklaring er, at udviklingen af de globale værdikæder, hvor dele af produktionen bliver outsourcet til virksomheder i andre lande, har mistet tempo efter at have været en væsentlig drivkraft bag verdenshandlen op til finanskrisen, jf. *Nationalbanken (2016)*.[3] En tredje mulighed kan være, at udviklingen i Kina har haft stor betydning for udviklingen i verdenshandlen, jf. nedenfor. Det er også muligt, at udviklingen skal tilskrives øget protektionisme.

Svag udvikling i globale værdikæder

Væksten i verdenshandlen begyndte at falde i forhold til væksten i BNP allerede i begyndelsen af 00'erne og dermed før den finansielle krise. *Constantinescu m.fl. (2015)* finder, at faldet i forholdet mellem handel og BNP hovedsageligt skyldes, at udviklingen i de globale værdikæder er gået ned

3) Danmarks Nationalbank: *Kvartalsoversigt, 1. kvartal 2016.*

i tempo, især i USA og Kina.[4] En forklaring kan være, at lønomkostningerne er steget i blandt andet Kina, hvilket har mindsket incitamentet til at flytte produktion til Kina.

Udviklingen i Kina kan også spille en rolle

Udviklingen i Kina kan generelt være en væsentlig faktor i forståelsen af både den kraftige stigning i verdenshandlen fra midten af 90'erne og den efterfølgende svage udvikling, jf. *CEPR (2015)*.[5] Argumentet er, at integrationen af Kina i verdensøkonomien har medført en høj handelsvækst, som ikke kan opretholdes, når først tilpasningen er sket. Dertil har den kinesiske økonomis omstilling fra vækst drevet af eksport og investeringer over mod servicesektoren og et højere privat forbrug også en betydning. I forbindelse med denne proces er Kina kommet til at fylde meget i globalt BNP, jf. figur I.34. Den globale vækst har således i de seneste år været drevet af vækstøkonomierne, hvor væksten har en forholdsvis lav importintensitet. Skiftet i den globale vækst mod lande med lave handelselasticiteter kan være med til at trække verdenshandelselasticiteten ned, jf. *Deutsche Bundesbank (2016)*.[6]

Protektionismen er voksende

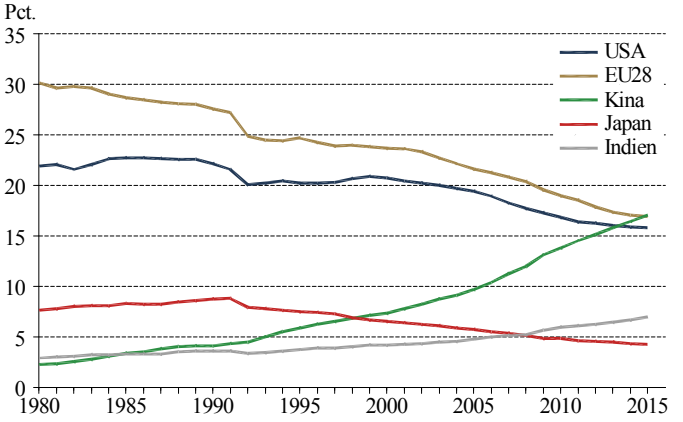
Siden 2009 har WTO udgivet rapporter, som undersøger udviklingen i handelspolitikken, herunder udviklingen i handelshindrende tiltag. Den nyeste rapport fra juli 2016 finder, at mængden af handelshindrende tiltag vokser. Dette billede bekræftes af den seneste rapport fra *Global Trade Alert* (GTA) fra juli 2016. Heri fremgår det, at antallet af protektionistiske tiltag i 2015 var markant højere end på noget andet tidspunkt siden 2009, og det samme billede tegner sig for 2016. Ifølge GTA er det især USA, Indien og Rusland, som har indført de protektionistiske tiltag.

4) Constantinescu, C., A. Mattoo og M. Ruta (2015): *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?*, IMF Working papers, nr. 15/6.

5) CEPR (2015): *The Global Trade Slowdown: A New Normal?*, eBook fra juni 2015.

6) Deutsche Bundesbank (2016): *On the weakness of global trade*, artikel fra Monthly Report, marts 2016.

Figur I.34 BNP som andele af globalt BNP



Anm.: Figuren viser økonomiernes købekraftkorrigerede andele af globalt BNP.
Kilde: Macrobond.

Risiko for mindre samhandel fremover

Der er risiko for, at den svage udvikling i verdenshandel vil fortsætte. Hvordan "Brexit" vil influere på verdenshandlen vil især afhænge af den konkrete aftale mellem Storbritannien og EU, samt hvilke afsmittende virkninger, der kan være på det internationale samarbejde generelt. Derudover er der en generel risiko for, at stigningen i protektionismen fortsætter. Frihandelsaftalen mellem EU og USA, den såkaldte *TTIP* (Transatlantic Trade and Investment Partnership) er endnu ikke forhandlet på plads, og der har på begge sider været fremtrædende politikere, som har forholdt sig kritisk til frihandel. Udviklingen i verdenshandlen er en afgørende faktor for udviklingen i international økonomi. Mindre samhandel mindsker spredningen af viden og skaber mindre konkurrence, hvilket vil påvirke produktiviteten og dermed væksten negativt. Risikoen for mindre samhandel fremover udgør således en risikofaktor for den globale vækst.

I.5 Aktuel økonomisk politik

Dansk økonomi er i bedring

Dansk økonomi er fortsat i bedring, omend væksten er lav. I år ventes BNP blot at vokse omkring 1 pct., hvilket er noget lavere end i eksempelvis Sverige samt i Tyskland og mange andre eurolande. Den relativt lave danske vækst er i høj grad et resultat af en svag BNP-udvikling i slutningen af 2015, og i de kommende år ventes en årlig vækst på godt 2 pct. Beskæftigelsen er steget markant de seneste år. Det er positivt, men i kombination med den lave BNP-vækst understøttes et billede af en økonomi, der fortsat kæmper med en svag vækst i produktiviteten.

Den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet skrumper, …

Det anslås, at den samlede produktion aktuelt ligger knap 2 pct. under sit strukturelle niveau, og at der er udsigt til en lukning af denne forskel i løbet af de kommende fem år. Det såkaldte beskæftigelsesgap, der angiver forskellen mellem den faktiske og strukturelle beskæftigelse, vurderes aktuelt at være godt 25.000 personer, og den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet vurderes dermed at være reduceret markant de senere år.

… og opmærksomhed om situationen på arbejdsmarkedet er påkrævet

Den markante beskæftigelsesfremgang er baggrunden for, at der i stigende omfang meldes om mangel på arbejdskraft og tiltagende lønstigninger. Dette gælder i både byggeriet og industrien. Lønstigningerne er endnu kun steget lidt, men med en meget lav inflation og en svag produktivitetsudvikling er selv moderate lønstigninger på 2-2½ pct. udtryk for et arbejdsmarked, der nærmer sig kapacitetsgrænsen.

Usikkerhed om strukturelle niveauer taler for forsigtighed

Vurderingen af økonomiens strukturelle niveauer er behæftet med betydelig usikkerhed. Det gælder også opgørelsen af den strukturelle saldo. Ifølge budgetloven må den strukturelle saldo ikke udvise et underskud på over ½ pct. af BNP. Underskuddet ventes i såvel 2016 som 2017 at være tæt på denne grænse, men hvis den strukturelle beskæftigelse er overvurderet, øges risikoen for, at grænsen overskrides.

Planlagt stramning af finanspolitikken er passende, …

Den planlagte finanspolitik indebærer en moderat stramning i de kommende år, hvilket ventes at bidrage til, at den strukturelle saldo gradvist bevæger sig væk fra budgetlovens grænse. Den planlagte stramning vurderes at være af en

passende størrelsesorden. Uden den planlagte stramning vil væksten frem mod 2020 blive højere, og risikoen, for at der opstår et uhensigtsmæssigt pres på arbejdsmarkedet, vil være betydelig. Samtidig vil budgetlovens underskudsgrænse for den strukturelle saldo sandsynligvis blive brudt, hvis der ikke sker en vis stramning af finanspolitikken.

… men der kan opstå behov for at stramme yderligere

Det er således vurderingen, at der hverken er behov for eller plads til at lempe finanspolitikken i forhold til det planlagte. Hvis fremgangen bliver kraftigere end ventet, kan der omvendt blive brug for at gennemføre yderligere kortsigtede finanspolitiske stramninger for at tage fart af økonomien.

Finanspolitikken vurderes at være overholdbar, …

Fremskrivningen af de offentlige finanser præsenteret i kapitel II og III viser, at de offentlige finanser grundlæggende er sunde. Der skønnes overskud på de offentlige finanser på 0,5 pct. af BNP i 2020 og på 0,7 pct. af BNP i 2025, og finanspolitikken vurderes at være overholdbar med omkring 0,5 pct. af BNP. En overholdbar finanspolitik er udtryk for, at det er muligt at foretage en permanent lempelse af finanspolitikken, uden at den offentlige gæld "løber løbsk".

… men giver ikke plads til lempelser her og nu

Selvom finanspolitikken vurderes at være overholdbar, bør man ikke lempe den økonomiske politik på kort sigt. Vurderingen af den langsigtede holdbarhed bygger på en række forudsætninger, der er usikre. Dette gælder ikke mindst vurderingen af reformeffekter og dermed af økonomiens kapacitetsniveau.

Hvis reformerne virker, kan en lettelse komme på tale om nogle år

Hvis effekten af de vedtagne reformer viser sig at være mindre end skønnet, vil der være tilsvarende mindre råderum, hvilket taler for at være tilbageholdende i de kommende år. Hvis effekterne af reformerne omvendt materialiserer sig som forventet, og de offentlige finanser fortsat vurderes at være sunde og overholdbare, vil der i løbet af nogle år opstå et behov for at diskutere, om en finanspolitisk lempelse vil være hensigtsmæssig.

2025-plan

Vurdering af centrale elementer i 2025-planen

Regeringen offentliggjorde i slutningen af august *Helhedsplan – for et stærkere Danmark*, der er en bredt favnende 2025-plan. Planen indeholder en lang række forslag til ændringer i den økonomiske politik indenfor områder som arbejds- og kapitalindkomstbeskatning, pensionsforhold og uddannelse. I det følgende knyttes nogle vurderinger af udvalgte elementer i planen.

Planen har fokus på beskæftigelse og produktivitet

Helt overordnet kan planen beskrives ved, at den har fokus på at styrke beskæftigelsen og produktiviteten i danske virksomheder gennem ændringer i kapital- og virksomhedsbeskatningen, en SU-reform og lavere indkomstskatter. I lyset af de seneste mange års svage produktivitetsudvikling er dette et relevant fokus.

Positivt, at der ikke er afsat midler til at fortsætte fastfrysning af boligskatter

I planen er der ikke afsat midler til at videreføre nominalprincippet for boligbeskatningen. Formandskabet har løbende anbefalet en ophævelse af nominalprincippet på boligbeskatning. Fastfrysningen af boligskatterne udhuler løbende de effektive ejendomsværdiskatter og favoriserer derved opsparing i boliger fremfor anden opsparing. Samtidig indebærer nominalprincippet en geografisk skævvridning, fordi det favoriserer boligejere i de områder af landet, hvor boligerne er dyrest og priserne er steget mest, jf. *Dansk Økonomi, forår 2016*. Formandskabet ser derfor meget positivt på, at regeringen tilsyneladende ikke lægger op til at videreføre fastfrysningen af boligskatterne efter 2020.

Udskydelse af balancekrav problematisk i forhold til ½ pct.-grænsen, …

Det mellemfristede mål for de offentlige finanser er for nuværende, at der skal være balance i 2020. I 2025-planen lægges der op til at udskyde dette balancekrav fem år, og 2025-planen er underfinansieret på kort sigt. En sådan underfinansiering vil betyde, at den strukturelle saldo i en årrække vil befinde sig tæt på ½ pct.-grænsen, og grænsen overskrides, hvis planens forudsatte dynamiske effekter ikke realiseres. Dette indebærer en forøget risiko for, at det kan blive nødvendigt at foretage finanspolitiske stramninger, også på et tidspunkt, hvor konjunktursituationen måtte tilsige det modsatte.

… men kan forsvares, hvis arbejdsudbuddet øges

En udskydelse af balancekravet er udtryk for en finanspolitisk lempelse, som isoleret set øger presset på arbejdsmarkedet. 2025-planen indeholder imidlertid samtidig tiltag, der har til hensigt at øge udbuddet af arbejdskraft, og i det omfang et øget udbud af arbejdskraft realiseres, kan det modvirke det øgede pres på arbejdsmarkedet. I lyset af at finanspolitikken i udgangspunktet vurderes at være overholdbar, kan udskydelsen af balancekravet forsvares.

Reserve er udtryk for fornuftig forsigtighed

Der er i sagens natur betydelig usikkerhed omkring en række af forudsætningerne i fremskrivningen på længere sigt. Det gælder både, om den forudsatte stigning i arbejdsudbuddet realiseres, og om det er muligt at holde en beskeden vækst i det offentlige forbrug på 0,4 pct. om året efter 2020. Derfor er det fornuftigt, at regeringen har afsat en reserve til nye initiativer efter 2019 og venter med at bruge denne reserve, til der er større sikkerhed for, at forventningerne til arbejdsudbuddet indfries.

Arbejdsudbuddet reagerer på ændrede skatter, …

Vurderingen af 2025-planens reformeffekter er usikre, og der er en risiko for, at de samlede reformeffekter er overvurderede. Risikoen bunder blandt andet i, at regeringen indregner positive arbejdsudbudsreaktioner af eksempelvis lavere marginalskatter, men ikke tager højde for mulige negative effekter på arbejdsudbuddet af lavere vækst i det offentlige forbrug.

… men der er også dynamiske effekter af offentligt forbrug

Det er ikke besluttet, hvordan den lavere forbrugsvækst skal udmøntes. Derfor er det heller ikke muligt at indregne eventuelle dynamiske effekter af offentligt forbrug. Hertil kommer, at selv hvis udmøntningen var besluttet, ville det være vanskeligt at kvantificere de adfærdsmæssige konsekvenser af ændringer i det offentlige forbrug, da det faglige grundlag for en sådan vurdering er mangelfuldt. Derfor er det forståeligt, at der ikke er taget højde herfor i planen, men udeladelsen betyder ikke desto mindre, at der er en risiko for, at de samlede reformeffekter overvurderes.

Beskatning af arbejdsindkomst

Reduktion af topskatten og indførelse af jobfradrag …

Regeringen lægger op til at reducere topskatten med 5 pct.point for den del af årsindkomsten, der ligger under 1 mio. kr. Samtidig foreslår regeringen at indføre et jobfradrag, der udgør 30 pct. af den del af arbejdsindkomsten, som overstiger 150.000 kr. dog maksimalt 17.000 kr. Fradraget aftrappes gradvist for indkomster over 300.000 kr. Aftrapningen øger marginalskatten for indkomster mellem 300.000 kr. og godt 500.000 kr., men virkningen heraf kan modgås ved at indbetale mindst 7¾ pct. af sin løn til en fradragsberettiget pensionsopsparing.

… vil styrke værdiskabelsen

En nedsættelse af topskatten vurderes at bidrage positivt til værdiskabelsen i Danmark. Lavere topskat må forventes at øge arbejdstiden og samtidig anspore til at søge job med en højere løn og derved en større værdiskabelse for samfundet. Hvad angår betydningen for arbejdstiden, anslår regeringen, at arbejdsudbuddet vil forøges med, hvad der svarer til 2.900 fuldtidsbeskæftigede. Der er betydelig usikkerhed om den præcise størrelsesorden, men regeringens estimat fremstår plausibelt. Herudover vil jobfradraget bidrage til at øge deltagelsen på arbejdsmarkedet, fordi det øger den økonomiske gevinst ved at overgå fra overførselsindkomst til beskæftigelse for relativt lavtlønnede.

Virksomhedsbeskatning

Egenkapitalfradrag med flere fordele:

Regeringen lægger op til at indføre et egenkapitalfradrag for nyinvesteringer i selskabsbeskatningen – et såkaldt ACE-fradrag. Regeringens udformning af egenkapitalfradraget vil skattemæssigt trække i retning af at ligestille finansiering via egenkapital med finansiering via fremmedkapital. Tilsvarende tanker blev fremført af Det Økonomiske Råds formandskab i *Dansk Økonomi, efterår 2008* samt af Produktivitetskommissionen (2014). Et egenkapitalfradrag vil have flere fordele.

Mindre forvridning af investeringsomfanget, …

Fastlægges egenkapitalfradraget, så det afspejler et normalafkast af investeringer, vil virksomheder, der kun opnår normalafkastet, slippe for at betale selskabsskat, mens virksomheder, der opnår et overskud over dette niveau, skal

betale selskabsskat heraf. Konstruktionen indebærer dermed, at selskabsskatten i princippet ikke forvrider investeringsomfanget.

… mindre forvridning af finansierings-beslutningen …

… og højere soliditet

Fradraget vil også bidrage til at mindske forvridninger i finansieringsbeslutningen, idet fradraget fjerner den nuværende forskelsbehandling mellem gælds- og egenkapitalfinansiering. I dag kan virksomhederne i et vist omfang fradrage renteudgifter i skattegrundlaget. Dermed opnår de fradrag ved gældsfinansiering, men ikke ved finansiering via egenkapital. Et egenkapitalfradrag vil sidestille disse finansieringsformer, hvilket vil mindske forvridningen af finansieringsbeslutningen og må formodes generelt at føre til mere velkonsoliderede virksomheder. Ifølge Produktivitetskommissionen (2014) har en variant af ACE-systemet, der har eksisteret siden 2007 i Belgien, tilsyneladende ført til et fald i belgiske selskabers gældskvote.

Usikre gevinster – men stadig principielt fornuftigt

Regeringen anslår, at ACE-ordningen vil kunne øge produktiviteten og dermed lønsummen med knap 8 mia. kr. i 2025, svarende til 3.600 kr. pr. beskæftiget før skat. Skønnet er overordentligt usikkert, men uanset den præcise størrelsesorden er den et skridt i retning af færre forvridninger af virksomhedernes investeringsbeslutninger.

Mange fordele, men også praktiske problemer

Der er således potentielt mange fordele, men også en række praktiske problemer forbundet med en selskabsbeskatning, der sidestiller disse to former for finansiering. På denne baggrund anbefalede formandskabet i *Dansk Økonomi, efterår 2008* regeringen at undersøge de praktiske muligheder for at skabe en mere neutral selskabsskat i form af indførelsen af et egenkapitalfradrag for nyinvesteringer. Formandskabet støtter derfor regeringens forslag om at indføre et egenkapitalfradrag, såfremt Erhvervsbeskatningsudvalget kan løse de praktiske udfordringer, der er forbundet herved.

Kapital- og aktieindkomstbeskatning

Lempelse af kapitalindkomst-beskatningen

Regeringen foreslår endvidere at lempe beskatningen af kapital- og aktieindkomst. Regeringen lægger således op til at lade positiv nettokapitalindkomst udgå helt af topskattegrundlaget. Samtidig foreslås det, at rentefradragsretten

reduceres med 5 pct.point, og endelig lægger regeringen op til, at skatten på aktieindkomst reduceres, samtidig med at progressionen i aktieindkomstbeskatningen mindskes.

Politisk valg mellem effektivitet og fordeling

Ændringerne vil samlet føre til et lidt lavere beskatningsniveau for aktieindkomster og kapitalindkomster og dermed en reduktion af progressionen i kapitalbeskatningen. Den lavere beskatning af kapitalindkomst vurderes at bidrage til at mindske forvridningerne, der hidrører fra kapitalindkomstbeskatningen. Samtidig indebærer forslagene imidlertid væsentlige fordelingsmæssige effekter i form af en mere ulige indkomstfordeling. Det skyldes, at beskatningen af positiv kapitalindkomst, og især kapital- og aktieindkomster over progressionsgrænsen, hører til de allermest indkomstudjævnende skatter pr. provenukrone, jf. *Dansk økonomi, efterår 2008*. Der er med andre ord tale om en klassisk politisk afvejning mellem hensyn til effektivitet og fordeling.

Subsidier til ejerboliger reduceres

En konsekvens af at reducere beskatningen af aktieindkomst og kapitalindkomster er desuden, at det trækker i retning af at reducere subsidieringen af ejerboliger. I dag begunstiges opsparing i ejerboliger relativt til andre opsparingsformer. Hvis andre opsparingsformer udsættes for en lavere grad af beskatning, reduceres denne begunstigelse, hvilket i sig selv er positivt, da der derved opnås en mere ensartet beskatning af kapitalindkomst.

Indretning af pensionssystemet

Pensionsreform med flere formål

2025-planen indeholder en række forslag på pensionsområdet. Et af formålene med forslagene er blandt andet at reducere størrelsen på den såkaldte restgruppe, der slet ikke, eller kun i begrænset omfang, sparer op til pension. Et andet formål er at reducere den effektive beskatning af pensionsopsparing, der opstår, fordi pensionsudbetalinger typisk modregnes i en række offentlige ydelser – det såkaldte samspilsproblem.

Obligatorisk pensionsopsparing …

Regeringen foreslår konkret at gøre det obligatorisk at indbetale til en pensionsopsparing. Der lægges i første omgang op til en bidragssats på 2 pct. for overførselsmodtagere samt

for lønmodtagere og selvstændige, der ikke i forvejen indbetaler mindst 6 pct. af deres indkomst.

… er effektivt i forhold til at reducere restgruppen

Det er vanskeligt at pege på andre tiltag end obligatorisk opsparing, hvis man effektivt ønsker at reducere størrelsen på restgruppen, jf. også formandskabets konklusion i *Dansk økonomi, efterår 2015*. Det giver imidlertid anledning til fordelingspolitiske overvejelser, fordi mange af de personer, der bliver berørt, over et livsforløb vil tabe på ordningen. Det gælder særligt personer på overførselsindkomster. Det skyldes, at de selv skal finansiere deres opsparing, og at denne senere i livet for mange vil føre til modregning i blandt andet pensionstillægget.

Ny opsparingsform reducerer samspils-problemet, …

Samspilsproblematikken søges håndteret ved at indføre en aldersopsparingslivrente, der kan benyttes af personer, der har højest fem år til pensionstidspunktet. Udbetalingerne fra denne pensionsordning vil ikke give anledning til modregning af offentlige ydelser til pensionister. Forslaget er effektivt til at reducere beskatningen af sene pensionsindbetalinger og ligner i væsentlig grad et tidligere fremsat forslag af Det Økonomiske Råds formandskab, jf. *Dansk Økonomi, forår 2013*.

… men bør suppleres med en udvidelse af modregnings-grundlaget

En ulempe ved forslaget er imidlertid, at udbetalingen af blandt andet pensionstillægget bliver mindre målrettet pensionister med de laveste indkomster. Forslaget bør derfor ledsages af et udvidet modregningsgrundlag, så andre opsparingsformer modregnes på lige fod med pensionsopsparing. Det vil gøre det muligt at reducere modregningssatserne og dermed samspilsproblemet.

Incitamenterne er der, men de er vanskelige at gennemskue

Samlet set styrker forslagene incitamenterne til pensionsopsparingen. Det gælder i særlig grad for personer relativt tæt på pensionsalderen samt for relativt lavtlønnede, der i dag slet ikke eller kun i ringe omfang indbetaler til en pensionsordning. Konsekvensen er til gengæld et komplekst system, som mange vil opleve som uoverskueligt, og som det derfor er vanskeligt at reagere på uden hjælp fra fagforening eller anden rådgiver.

Mange ændringer i det danske pensionssystem i de seneste år

I de seneste år er pensionssystemet blevet ændret flere gange. I 2010 blev der eksempelvis indført en grænse for, hvor stort et beløb, der kan indbetales på en ratepension på 100.000 kr., og i 2012 blev denne grænse nedsat til 50.000 kr. I 2012 blev beskatningen af kapitalpensionen fremrykket til indbetalingstidspunktet og blev i den anledning erstattet af aldersopsparing. Med 2025-planen fremsætter regeringen et forslag om at nedsætte indbetalingsmuligheden på aldersopsparing til 5.000 kr. samt at forhindre muligheden for at foretage indbetalinger på aldersopsparingen, når man er mindre end fem år fra pensionsalderen.

Ændringer risikerer at svække troværdigheden

Alle disse ændringer risikerer at skabe usikkerhed om, hvordan man foretager den mest hensigtsmæssige langsigtede placering af sin opsparing. Det risikerer at svække troværdigheden omkring det danske pensionssystem.

Fortsat behov for udredning

Der er derfor fortsat behov for at gennemtænke det samlede pensionssystems indretning og dermed at færdiggøre Pensionskommissionens arbejde.

Omlægning af SU

En række ændringer af SU-systemet …

På uddannelsesområdet lægger regeringen op til at reducere SU-stipendierne og samtidig forøge lånemulighederne for de studerende. Herudover lægges der op til at forhøje fribeløbet, altså det beløb de studerende kan tjene ved siden af SU'en, og det foreslås at begrænse SU'en til den normerede studietid. Et af formålene med ændringerne er blandt andet at styrke de studerendes incitamenter til at færdiggøre deres studier. Et andet formål er at styrke de studerendes valg af uddannelser med bedre beskæftigelsesudsigter.

… kan styrke færdiggørelsen og valget af uddannelse

Sammen med den foreslåede reduktion af topskatten vil ændringerne i SU'en skærpe de studerendes tilskyndelse til at vælge uddannelser med et højt privat- og samfundsøkonomisk afkast. Samtidig vil ændringerne styrke de studerendes incitamenter til at færdigøre deres studier. Derudover kan ændringerne tænkes at påvirke antallet af personer, der søger ind på uddannelserne. Størrelsen af disse effekter er imidlertid meget vanskelige at vurdere.

Hensigtsmæssigt med et forhøjet beskæftigelses-fradrag til nyuddannede

Udover de nævnte ændringer for selve SU-systemet, foreslår regeringen at alle, der har færdiggjort en erhvervsuddannelse eller en videregående uddannelse, får et forhøjet beskæftigelsesfradrag på 17.000 kr. i de første tre år. Det øger tilskyndelsen til at komme hurtigt i arbejde efter uddannelse og til at blive i Danmark. Dette er hensigtsmæssigt, idet det øger sandsynligheden for, at det danske samfund opnår et afkast af de uddannelsesinvesteringer, der er foretaget. Det indebærer samtidig et element af kompensation til studerende for, at SU-stipendierne beskæres under studierne. Det skyldes, at nogle af de midler, som studerende i dag ville få under deres studie i form af SU-stipendie, med regeringens forslag i stedet vil blive givet som værdien af det forhøjede beskæftigelsesfradrag i de første år på arbejdsmarkedet.

Ændring af seniorjobordningen

Lavere løn til ansatte i seniorjob …

Med 2025-planen fremsætter regeringen et forslag om at sænke ydelsen til ældre i seniorjob til dagpengeniveau, hvor den i dag svarer til en overenskomstmæssig løn. Ændringen vil gøre ordningen mindre attraktiv og dermed give ældre et stærkere incitament til at søge ordinær beskæftigelse.

… er et skridt i den rigtige retning

Seniorjobordningen gælder for personer, der er berettiget til efterløn og har højest fem år til efterlønsalderen, og som har opbrugt retten til dagpenge samt midlertidig arbejdsmarkedsydelse. Ordningen indebærer, at personer, der har ret til et seniorjob, skal tilbydes et seniorjob af bopælskommunen. Ordningen reducerer dermed de ældre lediges incitament til at søge ordinær, ustøttet beskæftigelse. Samtidig tvinger ordningen kommunerne til at finde beskæftigelse til personer, som de i udgangspunkt ikke nødvendigvis ville have ansat. Det er baggrunden for, at Det Økonomiske Råds formandskab tidligere har anbefalet enten helt at afskaffe ordningen eller gøre den mindre attraktiv, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2013*. Regeringens forslag til justering af ordningen er derfor et skridt i den retning.

Digitalisering og deleøkonomi

Strategi for deleøkonomi

Regeringen har i sin 2025-plan annonceret, at den vil fremlægge et digitalt vækstudspil i foråret 2017. Desuden vil regeringen præsentere en strategi for deleøkonomi i efteråret 2016, der skal fremme deleøkonomien som drivkraft for vækst og innovation i Danmark. Deleøkonomi rejser en række væsentlige problemstillinger vedrørende indretningen af den offentlige regulering, som bør overvejes.

Deleøkonomi kan skabe en ulige konkurrencesituation

En central problemstilling består i, at den digitale teknologi har gjort det muligt for nye producenter at levere nye typer af ydelser, som i praksis er tætte substitutter til eksisterende ydelser fra etablerede producenter. Det skaber en ulige konkurrencesituation, da de etablerede producenter i nogle tilfælde i dag er underlagt omfattende regulering og beskatning, som nye producenter ikke er omfattet af.

Ikke al billigere deleøkonomi er innovation, …

Potentielt er fremkosten af sådanne teknologier kilder til innovation og produktivitetsfremskridt. Derfor er det vigtigt, at der ikke eksisterer overflødig regulering, der begrænser fremkomsten heraf. Samtidig er det væsentligt, at konkurrencesituationen er ligeværdig blandt aktører på det samme marked. Såfremt nye teknologier ikke er konkurrencedygtige under ligeværdige forhold, er der reelt ikke tale om en produktivitetsforøgende innovation.

… men kan give anledning til at overveje graden af regulering

Fremkomsten af deleøkonomi synliggør ofte områder, hvor det er muligt at producere visse serviceydelser billigere end hidtil, men det er vigtigt at gøre sig klart, hvordan de lavere omkostninger opnås. Hvis de lavere omkostninger bunder i, at producenterne opererer på et ureguleret område i modsætning til deres etablerede konkurrenter, giver det anledning til at overveje, om reguleringen på det etablerede område har det rette omfang. Under alle omstændigheder bør producenterne underkastes samme regelsæt som resten af markedet.