

# KAPITEL I

## KONJUNKTURVURDERING OG AKTUEL ØKONOMISK POLITIK

### I.1 Indledning

**Svagere  
internationale  
vækstudsigter  
for 2016**

De internationale vækstudsigter er forværret noget henover vinteren, og olieprisfaldet siden 2014 ser endnu ikke ud til at have omsat sig i stigende international vækst. Det amerikanske opsving er gået ned i tempo, og store økonomier som Rusland og Brasilien er fortsat i direkte tilbagegang. I Kina er væksten stadig høj, men den afdæmpning, som har stået på de senere år, fortsætter. I euroområdet fortsætter det moderate opsving, og væksten tiltog endda i første kvartal 2016. De negative tendenser dominerer dog billedet, og blandt andre OECD og IMF har nedjusteret vækstsåbnerne for 2016. Fra 2017 ventes tiltagende vækst.

**Flere mulige  
usikkerheds-  
elementer for den  
internationale  
økonomi**

Nedjusteringen af de internationale vækstudsigter for 2016 skal blandt andet ses i lyset af, at de finansielle markeder siden efteråret har været præget af forøget uro. Dette er blandt andet kommet til udtryk ved store udsving på aktiemarkederne og større interesse for mere sikre statsobligationer. Uroen afspejler flere forhold herunder vækstnedgangen i Kina og konflikten mellem Rusland og Vesten. I Europa lader statsgældskrisen til at være et overstået kapitel, men den store indstrømning af flygtninge og indvandrere samt Storbritanniens mulige udmeldelse af EU har formentlig bidraget til den forøgede usikkerhed. Det er forventningen, at disse usikkerhedsmomenter gradvist aftager i styrke og ikke afsporer det igangværende, forsigtige opsving i den internationale økonomi.

Kapitlet er færdigredigeret den 17. maj 2016.

**Udsigt til dansk BNP-vækst på ca. 1 pct. i 2016, men højere derefter**

Også i Danmark er der udsigt til relativ lav vækst i BNP i 2016 på omkring 1 pct. Den lave vækst fra 2015 til 2016 skal dog i vid udstrækning ses som et resultat af, at BNP faldt i andet halvår 2015. Det er således forventningen, at aktiviteten vil stige igennem året. De kommende år forventes fremgangen i aktiviteten at føre til vækstrater på omkring 2 pct., jf. tabel I.1.

**Fremgang i det private forbrug**

Væksten i 2015 blev primært drevet af fremgang i det private forbrug. Flere år med tilbageholdenhed i det private forbrug har forøget formuen i den private sektor og muliggjort en betydelig forbrugsfremgang. Denne er hjulpet på vej af stigende beskæftigelse og reallønsfremgang som følge af en meget lav inflation. Det fortsat lave renteniveau har desuden holdt hånden under forbruget. Også de kommende år ventes en fortsat fremgang i beskæftigelsen at bidrage til stigende privat forbrug og dermed til fremgangen i efterspørgsel og produktion.

**Kraftig stigning i beskæftigelsen**

Mens produktionen kun er steget svagt de senere år, er beskæftigelsen øget med ca. 75.000 personer siden slutningen af 2012. Beskæftigelsesfremgangen har reduceret ledigheden med ca. 25.000 personer, mens arbejdsstyrken er steget med ca. 50.000 personer. Det seneste halve års tid er ledighedsfaldet taget til, og nettoledigheden er aktuelt på lige godt 90.000 personer. Den svage BNP-vækst og den betydelige beskæftigelsesfremgang betyder, at produktiviteten har udviklet sig relativt svagt de seneste år.

**Ny vurdering af den strukturelle arbejdsstyrke**

Med nærværende prognose revideres vurderingen af den strukturelle arbejdsstyrke og dermed af den ledige produktionskapacitet i dansk økonomi. Som følge af en ændring i nogle af antagelserne bag beregningen af strukturel arbejdsstyrke, indarbejdelsen af nye data og Danmarks Statistiks nye befolkningsfremskrivning er det strukturelle niveau for arbejdsstyrken nedjusteret med 41.000 personer i 2015 og 32.000 personer i 2016. Med den nye vurdering er den faktiske arbejdsstyrke aktuelt omkring 30.000 personer lavere end den strukturelle arbejdsstyrke.<sup>1</sup>

1) Revurderingen af den strukturelle arbejdsstyrke er nærmere beskrevet i notatet *Beregning af strukturel arbejdsstyrke*, der kan findes på De Økonomiske Råds hjemmeside.

Tabel I.1 Hovedtal i prognosen

	2015	2016	2017	2018	2025 <sup>a)</sup>
BNP (realvækst i pct.)	1,2	1,1	2,0	2,3	1,8
BVT i priv. byerhverv (realvækst i pct.)	1,7	1,4	2,4	2,9	2,1
Output gap (pct. af strukturelt BNP)	-2,1	-2,1	-1,7	-1,0	0,0
Beskæftigelsesændring (1.000 pers.)	28	36	32	33	19
Inflation (pct.)	0,6	0,6	1,6	1,7	2,1
Timeløn (pct.)	1,8	2,0	2,3	2,7	3,1
Offentlig saldo (pct. af BNP)	-2,1	-2,1	-2,0	-1,0	0,4
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	-0,7	-0,7	-0,3	0,0	0,4
BNP i aftagerlande (realvækst i pct.)	2,2	2,1	2,2	2,2	2,3

a) Den sidste søjle 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.

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

### Output gap på ca. -2 pct. i 2016

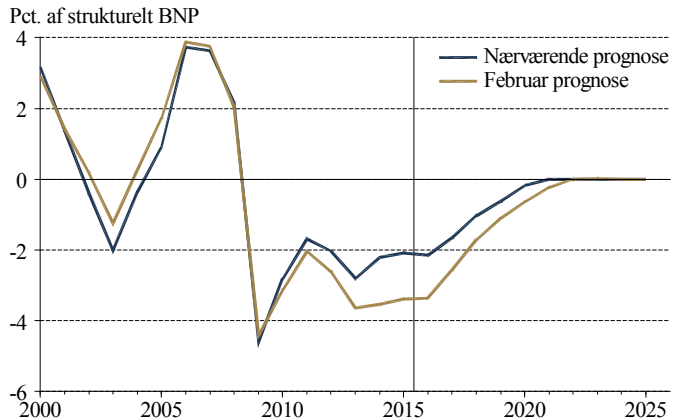
Med den nye vurdering af den strukturelle arbejdsstyrke, vurderes output gap at være ca. -2 pct. i 2015. Dermed er output gap mindsket med godt 1¼ pct.point i forhold til *Konjunkturvurdering og Offentlige finanser, februar 2016*. Med den forventede udvikling i efterspørgsel og produktion forventes output gap at være omtrent uændret fra 2015 til 2016, jf. figur I.1. I de efterfølgende år ventes en gradvis normalisering af konjunktursituationen. Stigende forbrugs- og investeringskvoter samt fremgang på de danske eksportmarkeder ventes at bidrage til efterspørgselsfremgangen. Det er lagt til grund for prognosen for international økonomi, at den seneste tids negative signaler ikke manifesterer sig i en betydelig vækstnedgang de kommende år.

### Kraftig beskæftigelsesfremgang frem mod 2025

Frem mod 2025 forventes beskæftigelsen samlet at stige med 230.000 personer i forhold til niveauet i 2015. Heraf forventes de forbedrede konjunkturodsigter isoleret at føre til en stigning på knap 60.000 personer, mens den resterende stigning på ca. 170.000 personer skyldes en stigning i den strukturelle beskæftigelse. Den kraftige strukturelle stigning i beskæftigelsen skal primært ses som resultat af reformer, der er vedtaget i løbet af de seneste ti år, herunder

ikke mindst forhøjelsen af efterløns- og folkepensionsalderen. Den forventede beskæftigelsesstigning er stor, men ikke uset i en historisk sammenhæng.

Figur I.1 Output gap



Anm.: Den lodrette streg angiver overgang til prognoseperiode. Kurven benævnt "Februar prognose" angiver vurderingen i *Konjunkturvurdering og Offentlige finanser, februar 2016*.

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

### Underskud på den offentlige saldo på godt 2 pct. af BNP i år

Den offentlige saldo forventes i år at udvise et underskud på godt 2 pct. af BNP. De kommende år forventes de offentlige finanser at blive forbedret både som resultat af den forbedrede konjunktursituation og som følge af en underliggende forbedring af den offentlige saldo. Den underliggende forbedring skyldes både virkningen af forskellige reformer, og at finanspolitikken strammes, blandt andet via en afdæmpet udvikling i det offentlige forbrug. I 2020 forventes den faktiske offentlige saldo at udvise et overskud på 0,1 pct. af BNP, og i 2025 forventes et overskud på 0,4 pct. af BNP. Udviklingen i de offentlige finanser er nærmere beskrevet i kapitel II.

### Flere mulige risikoelementer

Der er flere potentielle risikoelementer for den nærværende konjunkturprognose. Situationen på de internationale finansielle markeder kan vise sig at have mere alvorlige realøkonomiske konsekvenser end lagt til grund for prognosen.

Dette kan ramme dansk økonomi via lavere eksport og muligvis også via lavere indenlandsk efterspørgsel. Det er også en mulighed, at potentialet for fremgang i den private indenlandske efterspørgsel er overvurderet i nærværende prognose. Et tredje risikoscenarie er, at kapacitetspresset i dansk økonomi er større end vurderet, og at den stigende beskæftigelse giver sig udslag i højere vækst i det generelle lønniveau end lagt til grund. Disse risikoscenarier er nærmere behandlet i afsnit I.2.

### **Kapitlets indhold**

I afsnit I.2 præsenteres den nærværende prognose for udviklingen i dansk økonomi. Afsnittet redegør også nærmere for den revurdering af den strukturelle arbejdsstyrke, der er foretaget. Afsnit I.3 omhandler udviklingen på de finansielle markeder. I afsnit I.4 beskrives udviklingen i international økonomi, og der fokuseres særligt på effekterne af en lavere oliepris. Kapitlet afsluttes med en behandling af aktuelle emner i den økonomiske politik i afsnit I.5.

## **I.2 Dansk økonomi**

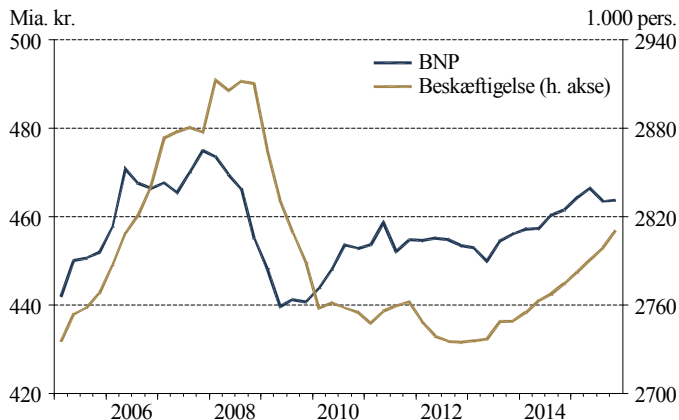
### **Fortsat vækst i BNP**

I 2015 voksede BNP med 1,2 pct., hvilket var nogenlunde på niveau med året før. Væksten blev holdt oppe af en pæn vækst gennem sidste halvdel af 2014 og et stærkt første halvår i 2015. Produktionsniveauet faldt imidlertid tilbage i andet halvår, jf. figur I.2. Tilbagegangen var blandt andet drevet af et fald i industriproduktionen. Over året har aktiviteten i økonomien dog været stærk nok til at sikre en beskæftigelsesstigning på ca. 28.000 personer. Dermed er beskæftigelsen steget med ca. 75.000 personer siden 4. kvartal 2012.

### **Svag fremgang i dansk økonomi**

I 2016 skønnes BNP at stige med 1,1 pct., svarende til en gennemsnitlig kvartalvis vækst på ca. 0,5 pct. Dermed forventes væksten at være på niveau med den strukturelle vækst, hvilket holder output gap nogenlunde uændret. I 2017 forventes væksten at øges til ca. 2 pct. Beskæftigelsen ventes på den baggrund at stige med knap 70.000 personer fra 2015 til 2017.

Figur I.2 Produktion og beskæftigelse



Anm.: Beskæftigelsen er nationalregnskabsbeskæftigelsen inkl. personer på orlov fra beskæftigelse. Seneste observation er 4. kvartal 2015.  
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

### Omtrent uændrede vækstudsigter på kort sigt

Prognosen for de kommende år er omtrent uændret i forhold til *Konjunkturvurdering og Offentlige finanser, februar 2016*.<sup>2</sup> Prognosens hovedtal fremgår af tabel I.2, og de centrale forudsætninger fremgår af boks I.1.

### Ændret vurdering af strukturel arbejdsstyrke

Til denne prognose er vurderingen af den strukturelle arbejdsstyrke ændret. Denne er nedjusteret med godt 30.000 personer i 2016, hvilket påvirker output gap samt den mellemfristede prognose i væsentlig grad. Den ændrede vurdering samt øvrige væsentlige ændringer i forhold til seneste prognose er beskrevet i boks I.2.

2) Vækstskønnet for 2016 er nedjusteret med ca. 1 pct.point i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2015*, jf. boks I.2, mens den faktiske vækst i 2015 blev ca. ½ pct.point lavere end ventet i samme prognose.

### *Boks I.1 Centrale forudsætninger*

Prognosen bygger på en række forudsætninger om udviklingen i udlandet, penge- og finanspolitikken. De væsentligste forudsætninger er præsenteret i denne boks. Forudsætningerne er uddybet i afsnit I.3, afsnit I.4 og kapitel II.

#### *Udland og finansielle forhold*

Med udgangspunkt i prognosen for international økonomi i afsnit I.4 forventes fremgangen på de danske eksportmarkeder at være ca. 2¼ pct. årligt i 2016-18.

I prognosen lægges til grund, at Den Europæiske Centralbank (ECB) påbegynder normaliseringen af den pengepolitiske rente i 2017, og at den amerikanske centralbank fortsætter den allerede påbegyndte gradvise stramning af pengepolitikken. Den danske 10-årige statsobligationsrente ventes at nå et årgennemsnit på ca. ½ pct. i 2016, stigende til knap 1 pct. i 2017. På længere sigt antages renten at stige gradvist, således at den er 4 pct. i 2025, jf. afsnit I.3.

Olieprisen forventes at nå et årgennemsnit på 42 dollar pr. tønde i 2016, hvorefter den forventes at stige jævnt. Olieprisen tilpasses mod Verdensbankens prognose fra april, hvilket indebærer en oliepris på 63 dollar pr. tønde i 2020 og 85 dollar pr. tønde i 2025. Valutakurser forudsættes konstante fra niveauet i april 2016.

#### *Finanspolitiske forudsætninger*

Prognosen lægger den planlagte finanspolitik til grund, herunder finansloven for 2016. Udviklingen i de offentlige finanser er nærmere beskrevet i kapitel II.

Den forudsatte udvikling medfører en svagt kontraktiv finanspolitik i årene 2016-19 med et negativt vækstbidrag mellem ¼ og ½ pct.point årligt. I årene 2020-25 forudsættes finanspolitikken at være omtrent neutral for væksten.

Tabel I.2 Hovedtal i konjunkturvurderingen

	2015	2016	2017	2018	2025 <sup>a)</sup>
	Mia. kr.	-----	Realvækst, pct.	-----	-----
Privat forbrug	952	2,0	2,3	2,3	2,3
Offentligt forbrug	520	1,1	0,4	0,9	1,0
Offentlige investeringer	74	-3,8	1,1	0,9	2,0
Boliginvesteringer	81	0,6	3,1	4,7	3,3
Erhvervsinvesteringer	224	2,8	4,7	5,8	2,6
heraf private byerhverv	181	2,2	5,0	6,2	2,7
Lagerinvesteringer	10	0,2	0,0	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.860	1,8	2,1	2,4	2,0
Eksport i alt	1.058	-0,5	2,8	4,2	4,7
Vareeksport	645	-1,4	2,4	4,4	4,7
heraf industrivarer	606	-0,1	2,2	4,4	5,0
Tjenesteeksport	413	1,0	3,6	3,9	4,6
Efterspørgsel i alt	2.917	1,0	2,3	3,1	3,0
Import i alt	932	0,7	3,1	4,7	5,3
Vareimport	586	1,4	3,6	5,1	5,0
heraf industrivarer	522	2,1	3,5	5,2	5,1
Tjenesteimport	346	-0,6	2,3	4,0	5,8
Bruttonationalprodukt	1.986	1,1	2,0	2,3	1,8
BVT i private byerhverv	1.116	1,4	2,4	2,9	2,1
		-----	Pct.	-----	-----
Forbrugerpriser		0,6	1,6	1,7	2,1
Timelønsomkostninger		2,0	2,3	2,7	3,1
Kontantpris på enfamiliehuse		2,8	1,8	1,9	3,1



Tabel I.2 Hovedtal i konjunkturvurderingen, fortsat

	2015	2016	2017	2018	2025 <sup>a)</sup>
BNP i aftagerlande	2,2	2,1	2,2	2,2	2,3
Udlandets timelønøkonomkostninger	2,0	2,1	2,5	2,8	3,6
Timeproduktivitet i private byerhverv	0,3	-0,8	0,8	1,2	1,4
Real disponibel indkomst	2,2	1,8	1,9	1,5	1,5
10-årig statsobligationsrente	0,7	0,5	0,9	1,5	4,0
	----- Ændring i 1.000 pers. -----				
Strukturel arbejdsstyrke	24	26	29	25	13
Arbejdsstyrke	24	26	29	30	17
Privat beskæftigelse	31	35	31	32	11
Offentlig beskæftigelse	-3	1	1	1	7
	----- 1.000 pers. -----				
Nettoledighed	103	92	89	87	72
Bruttoledighed	124	115	113	111	96
	----- Pct. -----				
Output gap	-2,1	-2,1	-1,7	-1,0	0,0
Timebeskæftigelsesgap	-2,2	-1,7	-1,5	-1,3	0,0
	----- Pct. af BNP -----				
Betalingsbalance	7,0	6,0	5,4	5,0	4,4
Offentlig saldo	-2,1	-2,1	-2,0	-1,0	0,4
ØMU-gæld	40,2	41,7	42,4	41,9	30,1

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 beskæftigelsesgap 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.

### *Boks I.2 Væsentlige ændringer siden seneste prognose*

Denne boks beskriver den vigtigste nye information samt de væsentligste metode-mæssige ændringer i forhold til *Konjunkturvurdering og Offentlige finanser, februar 2016* og *Dansk Økonomi, efterår 2015*. Informationerne er nærmere beskrevet i *Bilag til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, forår 2016*, der findes på De Økonomiske Råds hjemmeside.

#### *Ændret vurdering af konjunktursituationen*

Den forventede vækst i BNP i 2016 er nedjusteret fra godt 2 pct. i *Dansk Økonomi, efterår 2015*, til godt 1 pct. i nærværende prognose. Denne nedjustering skyldes primært tre forhold. For det første var væksten i 2015 knap ½ pct.point mindre end ventet i efterårsprognosen. For det andet fandt hele stigningen i 2015 sted i første halvår 2015, hvormed der ikke bæres noget vækst med over til 2016. For det tredje har konjunkturindikatorerne udviklet sig en anelse svagere, end der var lagt til grund i efteråret. Samlet set resulterer det i en nedjustering på ca. 1 pct.point. Vurderingen af konjunktursituationen er stort set den samme som i prognosen fra februar.

#### *Ændret vurdering af strukturel arbejdsstyrke*

Der er i denne prognose lagt en ny vurdering af den strukturelle arbejdsstyrke til grund, jf. boks I.4. I 2015 er den strukturelle arbejdsstyrke nedrevideret med godt 40.000 personer, mens den i 2025 kun er nedrevideret med knap 15.000 personer som følge af ny befolkningsprognose.

#### *Ny befolkningsprognose*

På baggrund af Danmarks Statistiks og DREAM's befolkningsfremskrivning fra maj 2016 har DREAM udarbejdet en ny socioøkonomisk fremskrivning, som er lagt til grund for denne prognose. Fremskrivningen indebærer, at befolkningen vokser med knap 80.000 personer mere i perioden 2015-25 end forudsat i både efterårets samt februars prognose. Ligeledes vokser den strukturelle arbejdsstyrke med godt 25.000 personer mere fra 2015 til 2025, mens væksten i antallet af personer på overførselsindkomst frem mod 2025 er omtrent uændret.

**Højere vækstforventninger end i Konvergensprogrammet**

Regeringen har i slutningen af april offentliggjort *Konvergensprogram 2016*, som indeholder en langsigtet fremskrivning af dansk økonomi.<sup>3</sup> Generelt er væksten i nærværende prognose en smule højere end væksten i Konvergensprogrammet både på kort og lidt længere sigt, jf. boks I.3.

**Forskelle blandt andet i forbrugs-vækst, output gap og produktivitets-antagelser**

Den højere vækst i nærværende prognose skal blandt andet ses som et resultat af, at det private forbrug forventes at vokse hurtigere, og at forbruget dermed vil udgøre en større andel af BNP. Hertil kommer, at output gap i 2015 vurderes at være større end vurderet i konvergensprogrammet. Dette giver alt andet lige anledning til højere vækstrater i den periode, hvor konjunktursituationen normaliseres. Endelig skal den lidt højere vækst i BNP ses i sammenhæng med, at den gennemsnitlige vækst i produktiviteten er antaget at være lidt højere i nærværende prognose.

- 3) Fremskrivningen i *Konvergensprogram 2016* tager udgangspunkt i konjunkturvurderingen fra *Økonomisk Redegørelse, december 2015*, men er justeret med nye oplysninger, herunder nye nationalregnskabstal for 3. og 4. kvartal samt ændrede forudsætninger om væksten i udlandet, olieprisen og renter.

Boks I.3 Sammenligning med Konvergensprogram 2016

Regeringen har i april 2016 udgivet *Konvergensprogram 2016*. Konvergensprogrammet indeholder en langsigtet økonomisk prognose og en vurdering af den finanspolitiske holdbarhed. Hovedtallene fra nærværende prognose og fra konvergensprogrammet fremgår af tabel A.

I konvergensprogrammet er væksten i BNP og i det private forbrug lidt lavere end i nærværende prognose. I de førstkommande år er væksten i både eksport, investeringer, import og boligpriser dog højere i konvergensprogrammet.

Tabel A Hovedtal i fremskrivning hhv. Konvergensprogram 2016

	DØR		Konvergensprogram	
	2016-20	2021-25	2016-20	2021-25
	----- Realvækst, pct. -----			
Bruttonationalprodukt	2,0	1,6	1,8	1,5
Privat forbrug	2,5	2,1	2,0	1,7
Eksport	3,2	4,6	3,7	3,4
Import	3,9	5,2	4,8	3,7
Investeringer <sup>a)</sup>	3,7	2,0	4,7	1,9
Boligpriser	2,0	3,7	4,9	2,3
	----- Ændring i 1.000 personer -----			
Beskæftigelse	34	12	29	16
	<b>2016</b>	<b>2020</b>	<b>2016</b>	<b>2020</b>
	----- Pct. -----			
Output gap	-2,1	-0,2	-1,2	0,0

a) Investeringer er her defineret som faste bruttoinvesteringer.

Anm.: Tallene angiver den gennemsnitlige vækst i perioden 2016 til 2020 hhv. 2021 til 2025. For output gap er vist niveauet i 2016 og 2020.

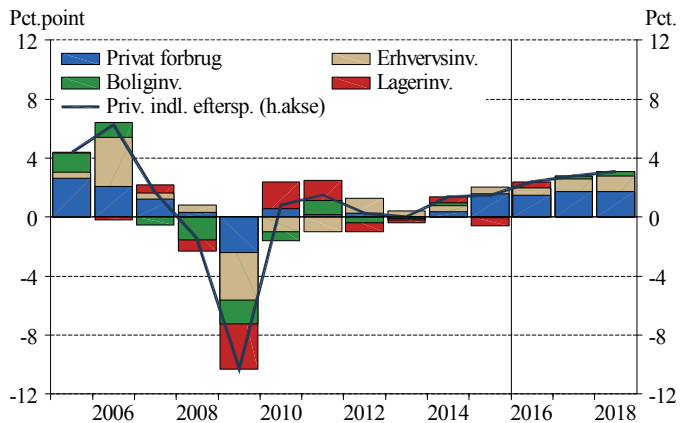
Kilde: *Konvergensprogram 2016* og egne beregninger.

## Privat indenlandsk efterspørgsel

### Fremgang i efterspørgsel drevet af det private forbrug

Den private indenlandske efterspørgsel voksede med 1,5 pct. i 2015, udelukkende som følge af stigende privat forbrug, jf. figur I.3. De private investeringer inkl. lagre faldt svagt og bidrog dermed negativt til væksten i efterspørgslen. Det forventes, at det private forbrug de kommende år vil yde omtrent samme vækstbidrag som i 2015, mens investeringernes vækstbidrag ventes at øges. Dermed ventes væksten i den private indenlandske efterspørgsel at stige fra knap 2½ pct. i 2016 til ca. 2¾ pct. i 2017 og godt 3 pct. i 2018.

Figur I.3 Privat indenlandsk efterspørgsel



Anm.: Søjlemer angiver vækstbidrag til privat indenlandsk efterspørgsel.

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

### Normalisering af det private forbrug i 2015

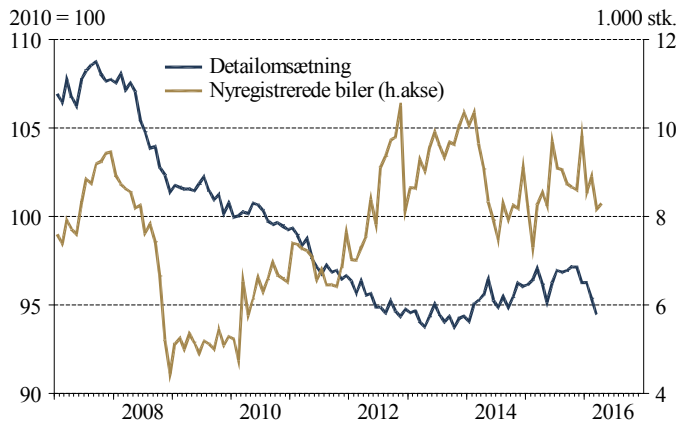
Det private forbrug steg med 2,1 pct. i 2015. Væksten skyldes særligt, at forbruget af energi samt bilkøbet blev normaliseret i 2015 efter at have haft lave vækstrater i 2014. Væksten i det private forbrug blev herudover drevet af en pæn fremgang i forbruget af tjenester.

### Negative indikatorer for 2016

Indikatorerne for de første måneder af 2016 tyder på, at fremgangen i det private forbrug aftager i 2016. Detailomsætningen faldt med 1,5 pct. i 1. kvartal i forhold til kvartalet før, mens bilkøbet har udvist en nedadgående tendens

det seneste halve år, jf. figur I.4. På den anden side er inflationen fortsat lav, hvilket giver øget reallønsfremgang, og den forventede beskæftigelsesfremgang trækker den disponible indkomst op. Det private forbrug ventes på den baggrund at stige med ca. 2 pct. i 2016 og godt 2¼ pct. i 2017 og 2018.

Figur I.4 Detailomsætning og nyregistrerede biler



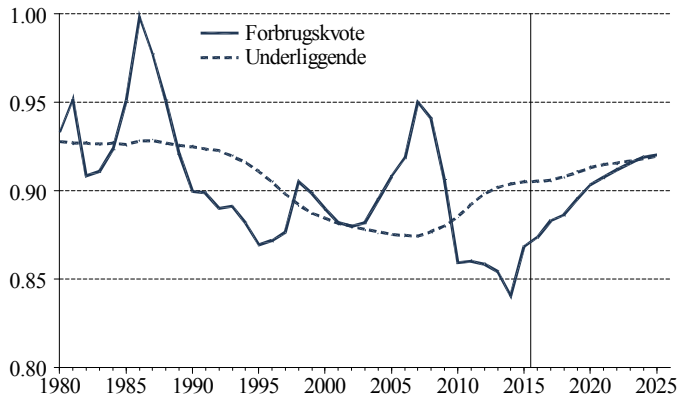
Anm.: Detailomsætningen er et mængdeindeks, og nyregistrerede biler angiver nyregistrerede biler til husholdningerne. Seneste observation for detailomsætningen er marts 2016 og april 2016 for nyregistrerede biler.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

## Fortsat forbrugsstigning

Forbrugskvoten har i en årrække ligget lavt, jf. figur I.5. Dette skyldes, at den faktiske forbrugskvotepå har været faldende fra 2007-14, og samtidig er den underliggende forbrugskvotepå steget i samme periode. Stigningen i den underliggende forbrugskvotepå kan tilskrives en stigende formue, blandt andet som følge af øget opsparing samt demografisk vækst indenfor aldersgrupper med høj forbrugstilbøjelighed. Den faktiske forbrugskvotepå steg i 2015, og det forudsættes, at stigningen vil fortsætte i takt med, at den øgede formuekvotepå smitter af på forbrugstilbøjeligheden. Det antages, at forbrugskvotepå er tilbage på dens underliggende niveau i 2025.

Figur I.5 Forbrugskvote



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

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

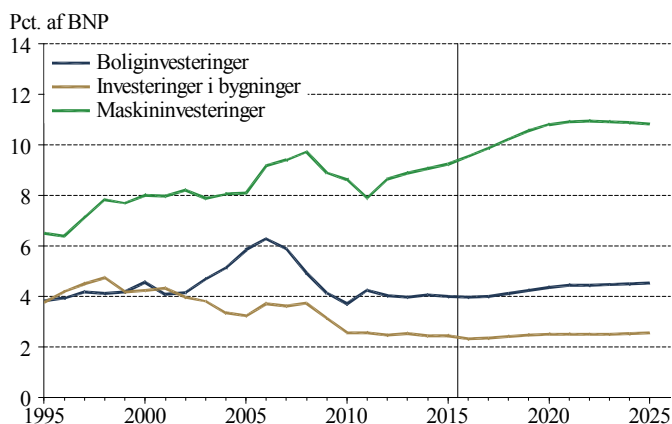
### Private investeringer drevet af maskiner

De samlede private investeringer steg med 1,8 pct. i 2015. Den største stigning kom fra maskininvesteringerne, mens boliginvesteringerne faldt lidt. Maskininvesteringerne er steget som andel af BNP siden 2010, jf. figur I.6. Boliginvesteringerne har derimod ligget relativt stabilt på et lidt højere niveau end i 2010, og investeringerne i bygninger og anlæg har, som andel af BNP, været svagt faldende. De kommende år forventes særligt maskininvesteringerne at have en højere stigningstakt end BNP, så den historiske trend fortsættes.

### K/L-forhold på langsigtet niveau i 2015

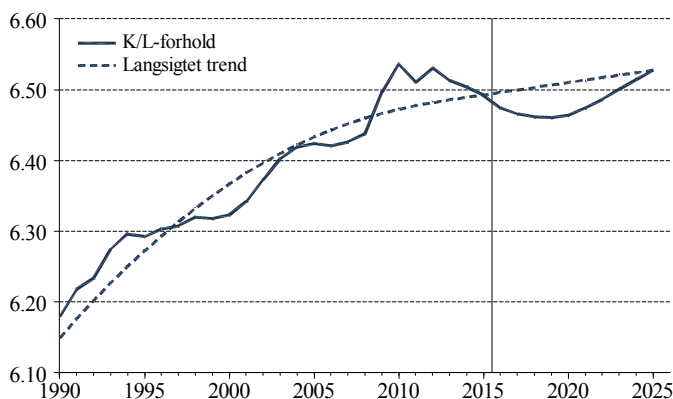
Den lave vækst i de private investeringer skal ses i lyset af, at forholdet mellem kapital og arbejdskraft i de private byerhverv (K/L-forholdet) har ligget over sit vurderede trendmæssige niveau siden 2009, jf. figur I.7. K/L-forholdet befinder sig aktuelt tæt på det vurderede trendmæssige niveau. Beskæftigelsesfremgangen indebærer, at der gradvist vil opstå et behov for at øge kapitalapparatet. Det forventes, at investeringerne derfor vil stige, men da tilpasningen af kapitalapparatet tager tid, kan der i de kommende år imødeses et fald i K/L-forholdet. På sigt forudsættes det, at K/L-forholdet vil tilpasse sig mod det vurderede trendmæssige niveau.

Figur I.6 Private investeringer



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

Figur I.7 K/L-forhold



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

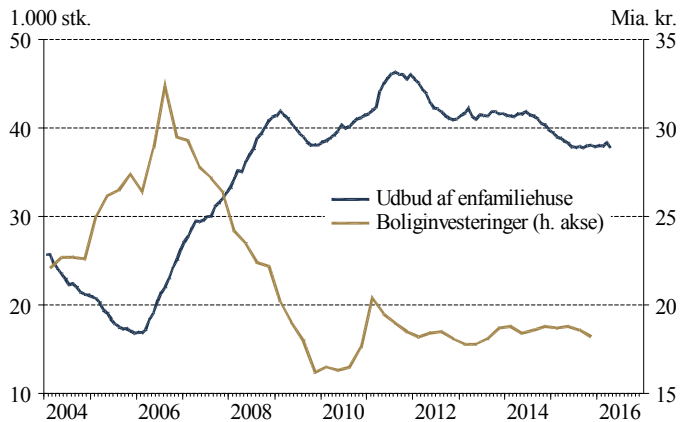
### Højt boligudbud og lave boliginvesteringer

Boliginvesteringerne faldt med 0,5 pct. i 2015 på trods af stigende huspriser. Normalt vil boliginvesteringerne stige, når huspriserne er høje, da der så er en større gevinst ved at bygge nyt. De senere år har boliginvesteringerne primært reageret, når der er opstået mangel på eller overudbud af boliger, jf. figur I.8. Siden slutningen af 2008 har udbuddet af boliger til salg ligget højt, hvilket formentlig har været en



medvirkende årsag til det relativt lave niveau for boliginvesteringerne. Gennem andet halvår 2014 og første halvår 2015 er antallet af boliger til salg faldet, hvilket kan bidrage positivt til udviklingen i boliginvesteringerne. I 2016 forventes boliginvesteringerne at stige med godt ½ pct., stigende til godt 3 pct. i 2017.

Figur I.8 Boligudbud og -investeringer



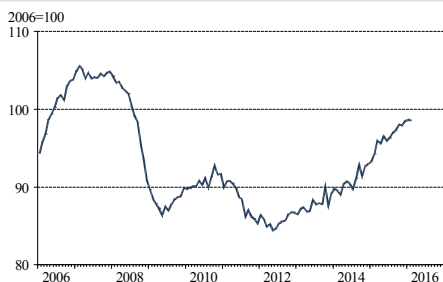
Anm.: Seneste observation for udbuddet af boliger (antal enfamiliehuse til salg) er april 2016 og 4. kvartal 2015 for boliginvesteringerne.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Realkreditrådet.

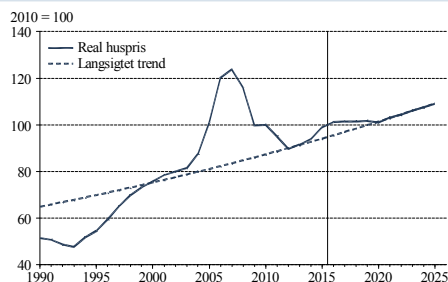
### Fortsat stigende huspriser

Huspriserne steg med 6,0 pct. i 2015. En stor del af stigningen skete i første halvår, hvor renterne var meget lave grundet presset på den danske krone. Efterfølgende er stigningstakten aftaget, men tendensen er fortsat opadgående, jf. figur I.9. Stigningen er fortsat mest udtalt i hovedstadsområdet, men hele landet havde stigende huspriser i 2015. Det forventes, at det generelle niveau for huspriserne vil stige omtrent 3 pct. i 2016, vigende til knap 2 pct. i 2017, efterhånden som renterne så småt normaliseres, og overhænet fra 2015 forsvinder. På længere sigt antages de reale huspriser at følge deres langsigtede trend, jf. figur I.10.

Figur I.9 Pris på enfamiliehuse



Figur I.10 Real huspris



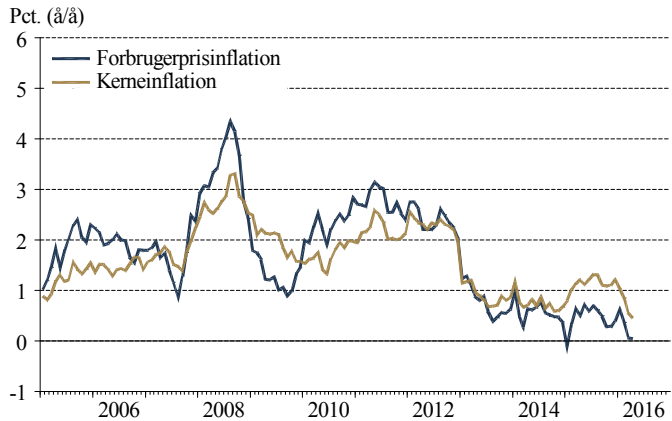
Anm.: Seneste observation for prisindekset for enfamiliehuse er februar 2016. Den reale huspris er defineret som kontantprisen på enfamiliehuse deflateret med deflatoren for det private forbrug. Den langsigtede trend er estimeret over perioden 1955-2015, dog ekskl. årene 2006-07.

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

### Lav oliepris påvirker fortsat inflationen

Inflationen, målt ved prisudviklingen for det private forbrug, var 0,6 pct. i 2015. Den lave vækst skyldes primært faldende priser på energi og benzin afledt af den faldende oliepris, og væksten i kerneinflationen, dvs. inflation ekskl. energi og ikke-forarbejdede fødevarer, var derfor klart højere, jf. figur I.11. Selvom såvel forbrugerpriser som kerneinflation er faldet i begyndelsen af året, forventes inflationen at tage til i løbet af 2016 i takt med, at det negative bidrag fra oliepriserne bortfalder. Inflationen ventes på den baggrund at blive godt ½ pct. i 2016, stigende til godt 1½ pct. i 2017.

Figur I.11 Inflation



Anm.: Kerneinflationen er inflationen ekskl. energi og ikke-forarbejdede fødevarer. Seneste observation er april 2016.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

## Udenrigshandel og konkurrenceevne

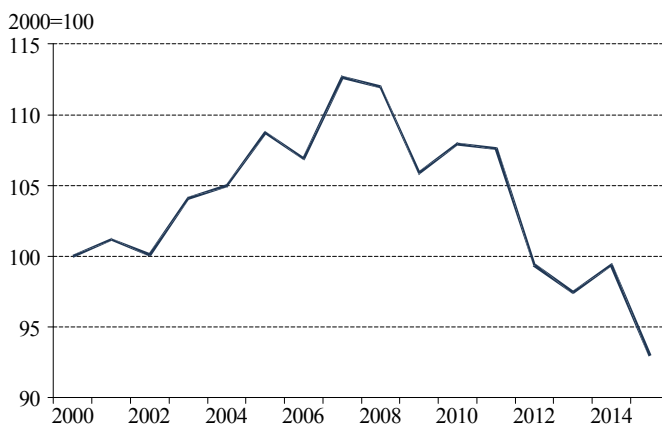
### Stigning i vareeksporten i 1. kvartal 2015

Vareeksporten steg med 1,6 pct. i 2015. Dette dækker over en voldsom stigning i 1. kvartal 2015 og fald i de efterfølgende kvartaler. Faldet i de sidste tre kvartaler af 2015 bærer over til 2016, hvor vareeksporten ventes at falde med knap 1¼ pct., hvorefter væksten forventes at blive positiv med knap 2½ pct. i 2017.

### Industriens konkurrenceevne er markant forbedret

Industriens lønkonkurrenceevne, målt ved den relative lønkvote, blev forbedret i 2015 og fortsatte en positiv tendens siden 2008, jf. figur I.12. Lønkvoten angiver, hvor stor en andel af virksomhedernes værdiskabelse der går til aflønning af ansatte. Det kan være en indikation af, at danske virksomheder aktuelt har en relativt stærk konkurrenceevne. Den relative lønkvote er siden 2008 faldet markant, og dermed er den styrkelse af konkurrenceevnen, de danske virksomheder oplevede efter finanskrisen, tilsyneladende fortsat.

Figur I.12 Relativ lønkvote i industrien



Anm.: Den relative lønkvote måler lønkvoten i industrien i Danmark relativt til en sammenvæjning af Danmarks 10 vigtigste konkurrentlande. Sammenvejning er foretaget med Nationalbankens kronkursvægte. Et fald i den relative lønkvote svarer til en forbedring af konkurrenceevnen. Der mangler data for 2015 for Belgien, Frankrig, Japan, Norge og USA, samt for 2014 for Japan. Det er derfor antaget, at lønkvoten var konstant fra 2013 til 2015 for Japan og fra 2014 til 2015 for de resterende fire lande.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Eurostat og OECD.

### Forventet tab af markedsandele i 2016

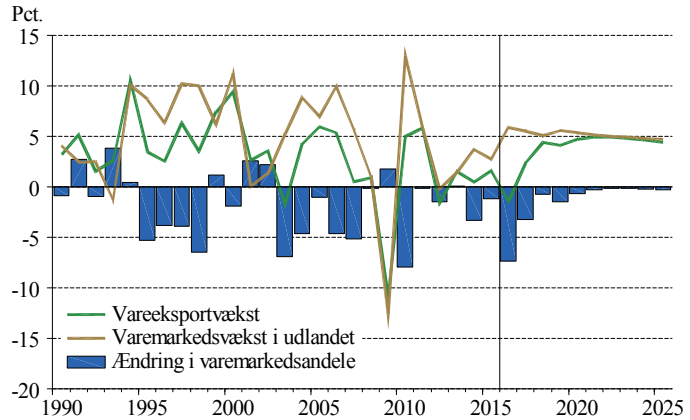
I fremskrivningen af de danske varemarkedsandele forudsættes det, at den relative lønkvote er nogenlunde konstant, hvilket svarer til en antagelse om, at der ikke sker nogen svækkelse eller styrkelse af konkurrenceevnen. De danske virksomheder ventes i betydelig grad at miste markedsandele i 2016, jf. figur I.13. Dette er delvist en konsekvens af den svage eksportvækst i slutningen af 2015, som blandt andet skal ses i lyset af styrkelsen af den effektive kronkurs siden midten af 2015.

### Fortsat stort overskud på betalingsbalancen

Overskuddet på vare- og tjenestebalancen steg med godt 8 mia. kr. i 2015. Et stort fald i nettorentindtægterne fra udlandet medførte dog et fald i overskuddet på betalingsbalancens løbende poster på godt 10 mia. kr. Dermed udgør overskuddet på betalingsbalancen ca. 7 pct. af BNP, hvilket historisk set fortsat er en høj andel. Faldet i overskuddet på betalingsbalancen skyldes, at opsparingen er faldet. De

kommende år ventes overskuddet på handelsbalancen at blive nedbragt, hvilket blandt andet skyldes en forventning om stigende investeringer.

Figur I.13 Varemarkedsandele



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

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

## Produktion og arbejdsmarked

### Vækst omkring 1 pct. i 2014-16

BNP steg med 1,2 pct. i 2015. Den svage udvikling i 2015 skyldes primært et negativt vækstbidrag fra eksporten, jf. figur I.14. I 2016 forventes væksten i BNP også at ligge på godt 1 pct. Bag denne forholdsvis svage årsvækst ligger kvartalsvise vækstrater svarende til en annualiseret vækst på ca. 2 pct.

### Vækst holdt nede af søfart og Nordsø

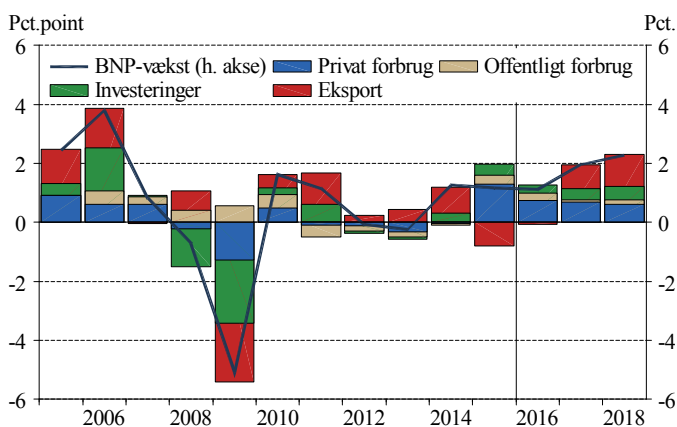
Væksten blev i 2015 holdt nede af Nordsø- og søfarterhvervene. Uden disse to erhverv steg BVT med 1,6 pct., hvilket svarer til forventningen i *Dansk Økonomi, efterår 2015*. Antallet af beskæftigede i de to erhverv udgør kun en meget lille del af den samlede beskæftigelse, hvorfor markante ændringer i deres beskæftigelse kun i meget begrænset omfang kan ses i den samlede beskæftigelse. Derimod udgør deres værdiskabelse en noget større andel af den

samlede værdiskabelse, hvorfor markante fald, som i 2015, vil slå igennem på BNP.

### Fuldt tryk på beskæftigelsen

Væksten i BVT rensset for Nordsø- og søfartserhvervene er bedre i tråd med beskæftigelsen, der fortsat stiger kraftigt. Siden beskæftigelsen ramte bunden i 4. kvartal 2012, er ca. 75.000 flere personer blevet beskæftigede. Heraf kommer de ca. 25.000 fra nettoledighed, mens den resterende del er kommet fra personer udenfor arbejdsstyrken. Det betyder, at to tredjedele af beskæftigelsesfremgangen siden 4. kvartal 2012 kommer fra en stigning i arbejdsstyrken.

Figur I.14 Importrensede vækstbidrag til BNP



Anm.: Figuren viser vækstbidrag til BNP fra de importrensede efterspørgselskomponenter.

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

### Svag produktivitetsudvikling

Bagsiden af den stærke beskæftigelsesudvikling er en svag, grænsende til negativ, produktivitetsudvikling. Som nævnt skyldes den beskedne BNP udvikling i høj grad Nordsø- og søfartserhvervene. Uden disse erhverv fås en noget bedre produktivitetsudvikling, hvor væksten i timeproduktiviteten opgøres til 0,7 pct. i 2015 fremfor 0 pct. Serviceerhvervene havde dog også en meget svag produktivitetsvækst i 2015.

### Output gap reduceres i 2017

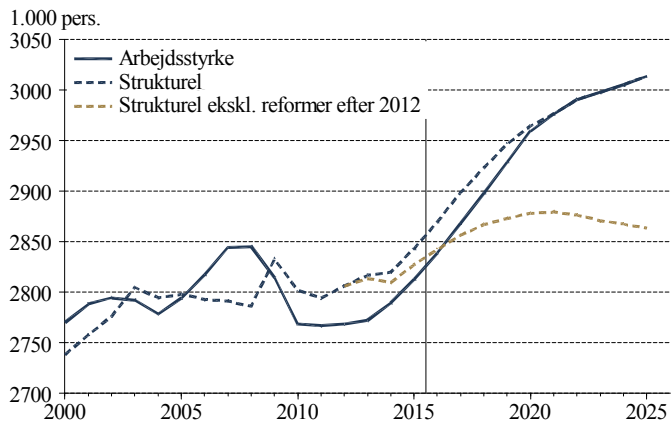
Den forventede vækst i BNP i 2016 vurderes ikke at være stærk nok til at indsnævre output gap nævneværdigt. I 2017

ventes væksten i BNP at stige til ca. 2 pct., hvilket vurderes at være nok til at reducere output gap med godt ½ pct.point. Det forudsættes, at output gap vil lukkes frem mod 2021.

### Reformer udvider den strukturelle arbejdsstyrke

Arbejdsstyrkegap vurderes i 2015 at være knap -30.000 personer. Den strukturelle arbejdsstyrke vurderes at stige markant de kommende år, jf. figur I.15. Dette skyldes en række reformer. Heraf vurderes tilbagetrækningsreformen at have haft den største effekt. Reformen har blandt andet betydet en højere efterlønsalder. Den højere efterlønsalder har dog ikke givet udslag i højere ledighed for de berørte grupper. Uden rækken af reformer de senere år ville arbejdsstyrkegap være markant mindre. Det forudsættes, at arbejdsstyrkegap lukkes frem mod 2021.

Figur I.15 Arbejdsstyrke



Anm.: Forskellen mellem de stiplede kurver viser de forudsatte reformeffekter efter 2012.

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

### Kapaciteten i dansk økonomi

#### Ny vurdering af den strukturelle arbejdsstyrke ...

Der er til denne fremskrivning af dansk økonomi udarbejdet en opdateret vurdering af den strukturelle arbejdsstyrke. Den strukturelle arbejdsstyrke er en hypotetisk størrelse, der anslår, hvor mange personer der ville have været i arbejdsstyrken, hvis økonomien havde befundet sig i en konjunk-

turmæssig neutral tilstand, dvs. en situation, som hverken kan karakteriseres som lav- eller højkonjunktur.

**... med betydning for stabiliseringsbehov og offentlige finanser**

Vurderingen af den strukturelle arbejdsstyrke er central for vurderingen af vækst og lønpres på den korte bane såvel som for den langsigtede vurdering af de offentlige finanser. Da den strukturelle arbejdsstyrke samtidig indgår centralt i beregningen af konjunkturgap, har den væsentlig betydning for vurderingen af den strukturelle saldo – ikke mindst når denne opgøres på baggrund af budgetlovens metode, jf. afsnit II.2.

**Strukturel arbejdsstyrke nedjusteret markant ...**

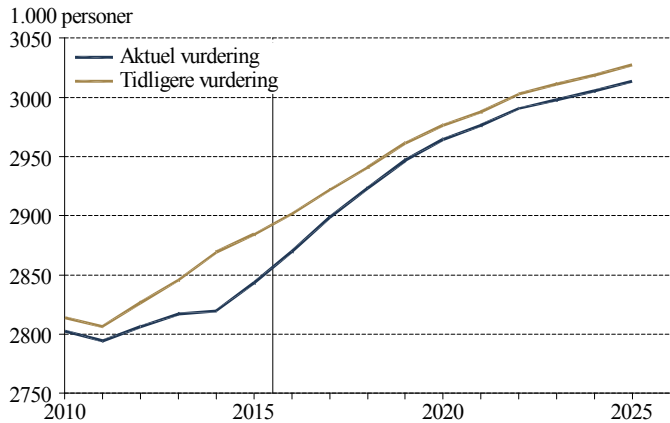
I forhold til *Konjunkturvurdering og Offentlige finanser, februar 2016*, der opdaterede fremskrivningen i *Dansk Økonomi, efterår 2015*, er den strukturelle arbejdsstyrke i 2015 nedjusteret med 41.000 personer og med 32.000 personer i 2016.

**... som følge af ændrede antagelser, nye data og ny befolkningsfremskrivning**

Nedjusteringen er begrundet i flere forhold. For det første er der ændret i to tekniske antagelser, der ligger bag beregningen, jf. boks I.4. Resultatet heraf er en nedjustering af den strukturelle arbejdsstyrke på 29.000 personer, jf. figur I.16. Desuden er der offentliggjort nye data i form af RAS-statistikken for 2014 samt nationalregnskabet for 2015. Det nye datagrundlag bidrager til nedjusteringen med yderligere 12.000 personer. I modsatgående retning trækker inddragelsen af DREAM's og Danmarks Statistiks nyligt opdaterede befolkningsfremskrivning, der betyder, at nedjusteringen er mindre i 2016 end i 2015. Frem mod 2025 løfter den nye befolkningsfremskrivning arbejdsstyrken med 27.000 personer, og samlet set er der i 2025 tale om en nedjustering af arbejdsstyrken på 14.000 personer.



Figur I.16 Revision af strukturel arbejdsstyrke



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

### Baggrunden for revurderingen

Revurderingen af arbejdsstyrken er betydelig, men afspejler også usikkerheden ved beregninger, der skal fastslå hypotetiske størrelser, der aldrig vil kunne observeres. De ændrede antagelser, der isoleret set bidrager med en reduktion af den strukturelle arbejdsstyrke på 29.000 personer, vurderes at have ført til et mere retvisende bud. Beregningen er baseret på en stor mængde data, der beskriver forskellige grupper af overførselsmodtagere på 1-års alderstrin. Fælles for disse data er imidlertid, at de hver især dækker en relativt kort tidshorizont, idet der ikke findes data før 1996. De nye antagelser er mere datakrævende, men hensynet til beregningens robusthed begrundet ændringen. De tekniske aspekter heraf uddybes i boks I.4.

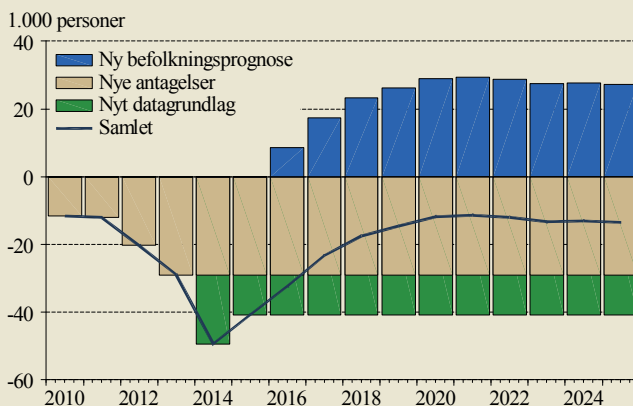
Boks I.4 Revision af den strukturelle arbejdsstyrke

Der er ændret i antagelser i beregningen af den strukturelle arbejdsstyrke i forhold til tidligere. De nye antagelser lå bag beregningen i alternativ-scenariet i *Konjunkturvurdering og Offentlige finanser, februar 2016*, og de umiddelbare konsekvenser ved at ændre antagelser beskrives i notatet *Alternativ beregning af strukturel arbejdsstyrke*, der findes på De Økonomiske Råds hjemmeside. Den aktuelle beregningsgang er endvidere dokumenteret i notatet *Beregning af strukturel arbejdsstyrke*, der findes på Det Økonomiske Råds hjemmeside.

Samlet set er arbejdsstyrken i 2015 nedjusteret med 41.000 personer. De nye antagelser trækker 29.000 personer ud af arbejdsstyrken, mens tilgængeligheden af nye data fører til en yderligere revision på 12.000 personer, jf. figur A. Fra og med 2016 bidrager Danmarks Statistiks og DREAM's nye befolkningsprognose positivt til den ændrede vurdering af arbejdsstyrken.

Beregningen af den strukturelle arbejdsstyrke går grundlæggende ud på at rense størrelserne af grupperne udenfor arbejdsstyrken for midlertidige konjunkturforskeligheder. Herved opnås en opdeling af, hvor stor en andel af f.eks. aktiverede kontanthjælpsmodtagere der varigt befinder sig i denne gruppe, og hvor stor en andel af gruppen der kan forventes at vende tilbage til arbejdsstyrken, når konjunkturerne normaliseres.

Figur A Revision af strukturel arbejdsstyrke



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

## Boks I.4 Revision af den strukturelle arbejdsstyrke, fortsat

Der er ændret følgende to antagelser i beregningen:

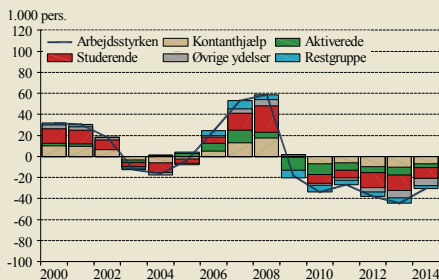
1. Der er inddraget en fleksibel trend ved konjunkturrensningen af de forskellige overførselsgrupper. Hidtil har der været anvendt en lineær trend, som er mere rigid og bevirker større konjunkturudsving i arbejdsstyrken. Brugen af en fleksibel trend kræver flere observationer end en lineær trend, men den bidrager til at øge estimationens robusthed, og det er vurderet, at datagrundlaget er tilstrækkeligt til, at det er muligt at gøre trenden mere fleksibel
2. Ved konjunkturrensningen af hver enkelt gruppe udenfor arbejdsmarkedet opstår en såkaldt statistisk residual. Denne er som følge af metodens antagelser af midlertidig karakter, men ikke konjunkturrelateret. For overførselsgrupperne har der været lagt vægt på, at den ikke er konjunkturrelateret, og som konsekvens heraf af varig karakter. Omkring restgruppen, der blandt andet dækker selvforsørgende og grænsearbejdere, har der hidtil været lagt vægt på dens midlertidige karakter. Efter overvejelser og analyser om robusthed af metoden, inddragelse af nye data samt hensyn til en symmetrisk behandling af alle grupperne udenfor arbejdsmarkedet, er det besluttet at overgå til at behandle restgruppens residual som værende af varig karakter

Ændringerne fører reelt kun til en ny vurdering af arbejdskraftreserven fra restgruppen. Dette ses ved at sammenligne det aktuelle arbejdsstyrkegap (figur B nedenfor) med det arbejdsstyrkegap, der blev beregnet til prognoseopdateringen i februar (figur C). Stort set alle øvrige kategorier har samme størrelse som hidtil.

## Arbejdsstyrkegap

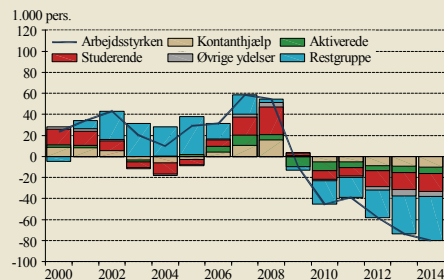
Figur B

Ny beregning



Figur C

Hidtidig beregning



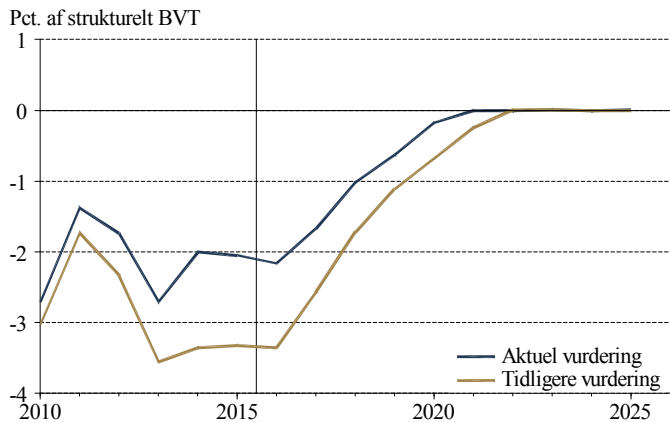
Anm.: Et negativt tal angiver, at der er flere personer i den pågældende kategori udenfor arbejdsstyrken end i en normal konjunktursituation.

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

**Output gap på  
-2,1 pct. i 2015**

Den ændrede vurdering af den strukturelle arbejdsstyrke har direkte konsekvenser for vurderingen af størrelsen på output gap, dvs. vurderingen af, hvor mange procent den aktuelle produktion ligger fra sit konjunkturneutrale niveau, jf. boks I.5. I 2015 er vurderingen af output gap samlet ændret fra -3,4 pct. til -2,1 pct., jf. figur I.17, helt overvejende på grund af den ændrede vurdering af strukturel arbejdsstyrke.

Figur I.17 Revision af output gap



Anm.: Output gap er her opgjort som den relative forskel mellem faktisk og strukturelt BVT.

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

### Boks I.5 Revision af output gap

Vurderingen af output gap er nedjusteret i forhold til *Konjunkturvurdering og Offentlige finanser, februar 2016*. For 2015 er output gap anslået til -2,1 pct. mod tidligere -3,4 pct., jf. figur A og figur B.

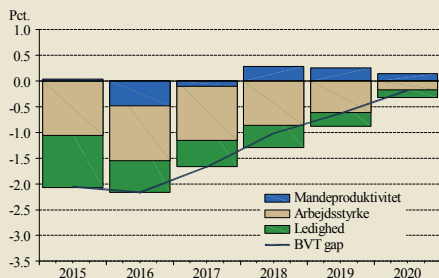
Årsagen er altovervejende revisionen af den strukturelle arbejdsstyrke, jf. boks I.4. Dette fremgår også ved sammenligning af de to figurer.

Hverken produktivets- eller ledighedsgap er revideret i en grad, så det påvirker output gap nævneværdigt de kommende år.

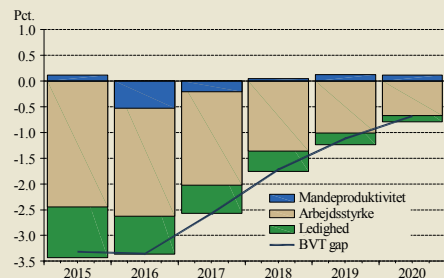
Synet på den strukturelle ledighedsprocent er opretholdt, men i lyset af, at den strukturelle arbejdsstyrke er revideret, indeholder fremskrivningen denne gang et lavere strukturelt nettoledighedsniveau i personer på 75.000 personer i 2015 mod 77.000 personer i prognoseopdateringen i februar.

### BVT gap

Figur A Ny beregning



Figur B Hidtidig beregning



Anm.: De tre gaps summerer omtrent til BVT-gap.

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

### Færre ledige ressourcer

Den ændrede vurdering af den strukturelle arbejdsstyrke betyder, at det nu vurderes, at der er mindre ledig kapacitet på arbejdsmarkedet, der også er nedjusteret. Med færre ledige ressourcer på arbejdsmarkedet kan der nemmere opstå mangel på arbejdskraft og dermed øget lønpres.

### Hastigt faldende ledighed og stigende realløn

Et tegn på begyndende pres på arbejdsmarkedet er, at nettoledigheden er begyndt at falde i et hurtigere tempo, jf. figur I.18. Siden medio 2015 er nettoledigheden faldet med mere end 10.000 personer, hvormed ledighedsfaldet er kraftigt accelereret. Samtidig er reallønnens stigningstakt øget gennem andet halvår 2015. Den stigende realløn skyldes dog primært faldende vækstrater for inflationen, mens den nominelle lønstigningstakt kun er steget lidt. Den nominelle timeløn i industrien steg samlet med 1,8 pct. i 2015.

Figur I.18 Nettoledighed



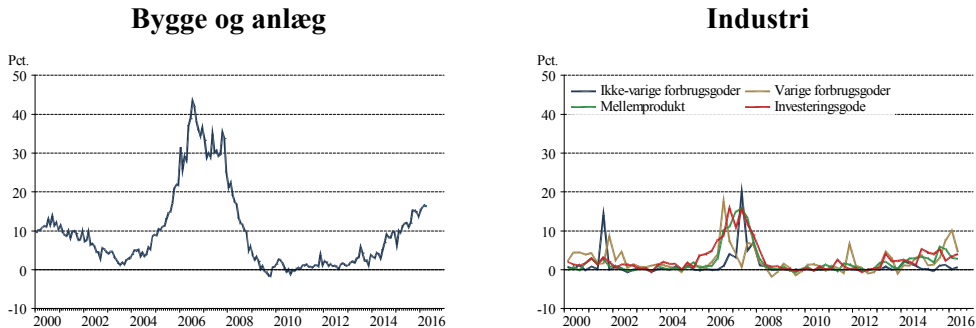
Anm.: Seneste observation er marts 2016.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

### Stigende mangel på arbejdskraft i enkelte brancher

Med faldende ledighed og stigende beskæftigelse er der meget bevægelse på arbejdsmarkedet. Det har medført, at der i nogle brancher begynder at opstå mangel på arbejdskraft, jf. figur I.19. Manglen på arbejdskraft er således tiltagende, men ligger fortsat et godt stykke under niveauet fra højkonjunktoren samtidig med, at væksten sker i et roligere tempo.

Figur I.19 Mangel på arbejdskraft



Anm.: Figurene angiver andelen af virksomheder, der svarer, at de oplever mangel på arbejdskraft som en produktionsbegrænsning i Danmarks Statistiks konjunkturbarometer. Seneste observation er april 2016 for bygge og anlæg, mens den er 2. kvartal 2016 for industrien.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

## Risikoscenarier

### Mulige risikoscenarier for prognosen

Der er flere typer af risici forbundet med den nærværende prognose. I fremskrivningen er det lagt til grund, at ingen af disse fuldt ud materialiserer sig. I det følgende præsenteres tre alternative scenarier, der illustrerer de forventede konsekvenser for BNP, ledighed og offentlige finanser, hvis omstændighederne uddarter sig anderledes end lagt til grund for prognosen. De tre beregninger illustrerer:

- Lavere udenlandsk vækst
- Lavere vækst i det private forbrug
- Øget kapacitetspres på arbejdsmarkedet

### Lavere vækst i udlandet ...

Væksten i den internationale økonomi er aftaget siden sidste halvdel af 2015, og generelt har institutioner som blandt andet OECD og IMF nedjusteret deres forventninger til de globale vækstudsigter i 2016, jf. afsnit I.4. Der er tillige bekymring for den finansielle stabilitet i Kina, ligesom en britisk udmelding af EU kan få betydning, der er vanskelig at vurdere på forhånd. I det omfang at den udenlandske vækst bliver lavere end lagt til grund, vil det have en direkte effekt på danske virksomheders eksportmuligheder.

**... vil reducere BNP med op mod 1 pct.**

Beregninger foretaget på den makroøkonometriske model SMEC indikerer, at hvis den årlige eksportvækst i 2016-18 bliver 0,5 pct.point lavere end lagt til grund, vil det have en negativ effekt på BNP på op mod 1 pct., når den fulde effekt er indtruffet, jf. tabel I.3. Dette skyldes primært virkningerne af lavere eksport. Ledigheden vil blive forøget med godt 20.000 personer, og den lavere aktivitet vil forværre den faktiske offentlige saldo med godt ½ pct. af BNP. Beregningerne tager ikke højde for, at en forværring af de internationale vækstudsigter kan have en effekt på den indenlandske efterspørgsel som følge af lavere tillid til den økonomiske situation. Dette trækker i retning af, at de viste beregninger undervurderer de negative aktivitetseffekter af et globalt vækstfald. Omvendt tager beregningerne heller ikke højde for, at det internationale renteniveau i en sådan situation formentlig vil forblive lavt i længere tid.

**Lavere vækst i det private forbrug**

En mindre efterspørgsel kan også forekomme som konsekvens af indenlandske forhold. Såfremt der fremkommer flere svaghestegn fra den udenlandske økonomi, eller den aktuelle fremgang på det danske arbejdsmarked ophører eller stilner af, kan det resultere i en lavere vækst i det private forbrug. Hvis den årlige vækst i privatforbruget bliver 0,5 pct.point lavere i 2016-18 end lagt til grund, vil det have en negativ effekt på BNP på omkring ½ pct. og medføre, at ledigheden vil være omkring 10.000 personer højere end i prognosen, jf. tabel I.4. Det vil forværre den offentlige saldo med knap ½ pct. af BNP.

*Tabel I.3 Effekt af 0,5 pct.point lavere vækst i udlandet, 2016-18*

	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
BNP, realvækst i pct.	-0,2	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9
Nettoledighed, 1.000 pers.	5	13	21	24	22
Offentlig saldo, pct. af BNP	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6

Anm.: Tabellen viser forskellen til grundfremskrivningen. Den første række viser niveaueffekten på BNP i det enkelte år.

Kilde: Egne beregninger på SMEC.



Tabel I.4 Effekt af 0,5 pct.point lavere vækst i det private forbrug, 2016-18

	2016	2017	2018	2019	2020
BNP, realvækst i pct.	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3
Nettoledighed, 1.000 pers.	4	8	12	10	7
Offentlig saldo, pct. af BNP	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3

Anm.: Tabellen viser forskellen til grundfremskrivningen. Den første række viser niveaueffekten på BNP i det enkelte år.

Kilde: Egne beregninger på SMEC.

**Højere lønstigninger og tab af konkurrenceevne ...**

Der er aktuelt ikke stærke tegn på, at arbejdsmarkedet er præget af et kapacitetspres, der kan have som konsekvens, at store lønstigninger på nogle områder af arbejdsmarkedet spreder sig til andre områder, hvor den internationale konkurrence er intens. Omvendt kan en sådan situation hurtigt opstå, og i lyset af den lave ledighed er det relevant at følge situationen nært. Samtidig kan det blandt andet være vanskeligt med sikkerhed at fastslå det præcise niveau for den strukturelle ledighed og den strukturelle arbejdsstyrke, og et kapacitetspres på arbejdsmarkedet kan derfor være mere nært forestående end vurderet. I tabel I.5 er vist de modelberegnedede effekter af et større kapacitetspres på arbejdsmarkedet, hvilket kommer til udtryk ved, at de årlige lønstigninger er ½ pct.point højere i 2016-18 end i prognosen.

**... kan forøge ledigheden med godt 10.000 personer**

Modelberegningerne peger på at BNP-effekterne er negative, og at effekten når op på knap ½ pct. over tid. På kort sigt vil den højere lønsum trække i retning af et øget privat forbrug, men samtidig vil højere lønninger svække konkurrenceevnen og dermed reducere eksport og BNP. Modelberegningerne peger på, at den sidste effekt dominerer. Som følge af den svækkede eksport vil ledigheden over tid stige med godt 10.000 personer. Dette vil isoleret set forværre den offentlige saldo, men omvendt trækker de højere lønninger i retning af et større beskatningsgrundlag. Effekten på den offentlige saldo er derfor beskeden i 2016-17, men bliver med tiden negativ som følge af den lavere beskæftigelse.

Tabel I.5 Effekt af 0,5 pct.point højere vækst i lønningerne, 2016-18

	2016	2017	2018	2019	2020
BNP, realvækst i pct.	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
Nettoledighed, 1.000 pers.	2	5	10	12	13
Offentlig saldo, pct. af BNP	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3

Anm.: Tabellen viser forskellen til grundfremskrivningen. Den første række viser niveaueffekten på BNP i det enkelte år.

Kilde: Egne beregninger på SMEC.

### Alternativt scenarie med neutral finanspolitik

#### Finanspolitisk opstramning vurderes med alternativ beregning

I fremskrivningen lægges det til grund, at finanspolitikken strammes frem mod 2020, jf. kapitel II. For at vurdere om den finanspolitiske opstramning er hensigtsmæssigt afstemt med konjunktursituation og udviklingen på de offentlige finanser, foretages en beregning, hvor det antages, at finanspolitikken er aktivitetsmæssigt neutral, jf. boks I.6.

#### Neutral finanspolitik er mindre stram på kort sigt end den planlagte politik

Finanspolitikken giver i den fremskrivning, der er præsenteret i det foregående, et vækstbidrag til BNP på mellem  $-\frac{1}{4}$  og  $-\frac{1}{2}$  pct. af BNP i perioden 2016-19. I den efterfølgende periode frem mod 2025 er finanspolitikken omtrent neutral for væksten. I alternativet med neutral finanspolitik antages det, at der ikke er noget negativt vækstbidrag i perioden 2016-18, mens det i perioden efter 2019 antages, at finanspolitikken gradvist bliver strammet, således at den strukturelle saldo i 2025 svarer til hovedscenariet. Finanspolitikken i alternativet er dermed mere lempelig i perioden frem til og med 2018 og lidt strammere i perioden derefter.

Boks I.6 *Alternativt scenarie med neutral finanspolitik i 2016-18*

I prognosen er det lagt til grund, at finanspolitikken strammes gradvist frem mod 2020. Den planlagte finanspolitik er nærmere beskrevet i kapitel II. Finanspolitikken skønnes isoleret set at dæmpe væksten i BNP med  $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$  pct.point årligt frem mod 2019.

I nedenstående tabel sammenlignes med modelberegnedede effekter af at føre en finanspolitik, der er neutral frem mod 2018, og fra 2019 strammes gradvist, så der i 2025 opnås samme strukturelle saldo som i hovedscenariet.

Tabel A *Hovedtal i fremskrivning hhv. alternativ*

	2016	2017	2018	2019	2025 <sup>a)</sup>
<i>Fremskrivning</i>					
Finanseffekt, pct.point <sup>b)</sup>	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	0,1
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,1	-2,0	-1,0	-0,4	0,4
Strukturel saldo, pct. af struk. BNP <sup>c)</sup>	-0,7	-0,3	0,0	0,5	0,4
BNP-vækst, pct.	1,1	2,0	2,3	2,2	1,7
Output gap, pct. af struk. BNP	-2,2	-1,7	-1,0	-0,6	0,0
Beskæftigelsesændring, 1.000 pers.	36	32	33	35	16
<i>Alternativ med neutral finanspolitik</i>					
Finanseffekt, pct.point <sup>b)</sup>	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,6	-2,5	-1,6	-0,6	-0,3
Strukturel saldo, pct. af struk. BNP <sup>c)</sup>	-1,2	-1,1	-1,1	-0,3	0,4
BNP-vækst, pct.	1,3	2,4	2,6	2,1	1,5
Output gap, pct. af struk. BNP	-1,9	-1,1	-0,2	0,1	-0,5
Beskæftigelsesændring, 1.000 pers.	43	45	43	33	7

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 årlige finanseffekt angiver finanspolitikens aktivitetsevirkning, målt som finanspolitikens vækstbidrag til BNP i forhold til en situation med neutral finanspolitik. Med neutral finanspolitik forstås bl.a., at indkomstkattesatserne holdes konstante, at punktafgiftssatserne reelt 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.

### Brud på budgetlovens underskudsgrænse

Det alternative scenarie viser, at det er muligt at lempe finanspolitikken uden, at den faktiske saldo bryder med underskudsgrænsen på 3 pct., jf. figur I.20. Set i forhold til den strukturelle saldo er der derimod ikke plads til at lempe, da budgetlovens underskudsgrænse brydes i alle år fra 2016-18 og kun netop overholdes i 2019.

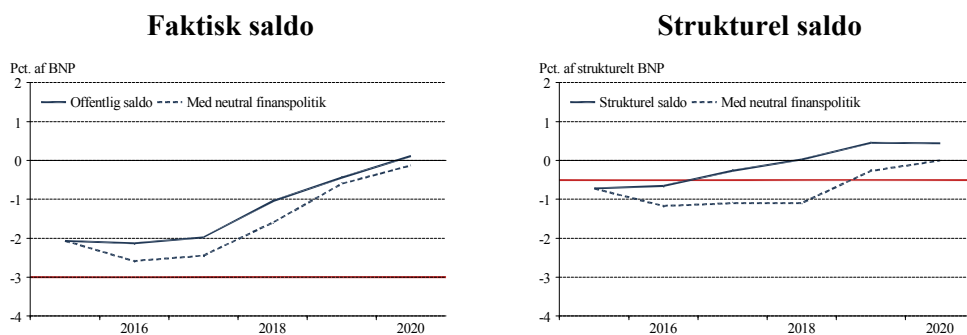
### Hurtigere konjunktur-normalisering ...

Holdes finanspolitikken effekt på BNP på et neutralt niveau, vil der ske en hurtigere konjunkturnormalisering end forudsat i hovedscenariet, og output gap forventes at være stort set lukket i 2018, jf. figur I.21. Den hurtige konjunkturnormalisering vil øge beskæftigelsen, og den årlige beskæftigelsesfremgang vil i dette tilfælde kunne blive op mod 45.000 personer. En sådan fremgang i beskæftigelsen er kun overgået i de markante højkonjunkturer i midten af 1980'erne og midten af 00'erne. Niveaulet for beskæftigelsen er i 2019 mere end 30.000 personer højere i det alternative scenarie end i hovedscenariet.

### ... skaber øget risiko for flaskehalse

Den markante beskæftigelsesfremgang skaber øget pres på arbejdsmarkedet med stigende lønninger og en forværret konkurrenceevne til følge. Den forværrede konkurrenceevne mindsker eksporten, hvilket sammen med den senere finanspolitiske opstramning bidrager til, at væksten i perioden efter 2020 reduceres i forhold til hovedscenariet.

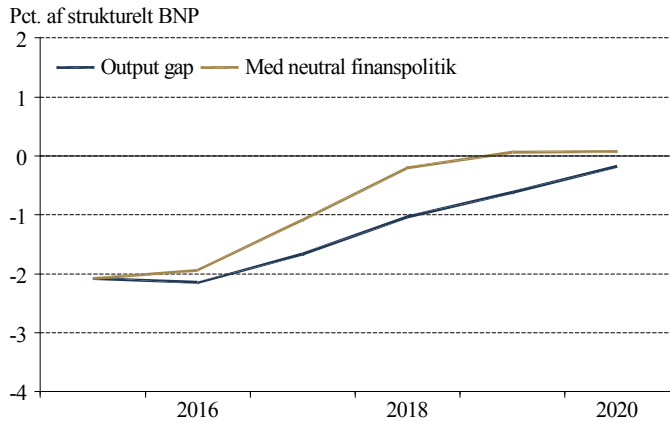
Figur I.20 Offentlige saldi



Anm.: Den strukturelle saldo er beregnet i budgetlovens forstand, jf. kapitel II.

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

Figur I.21 Output gap



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

### I.3 Finansielle forhold

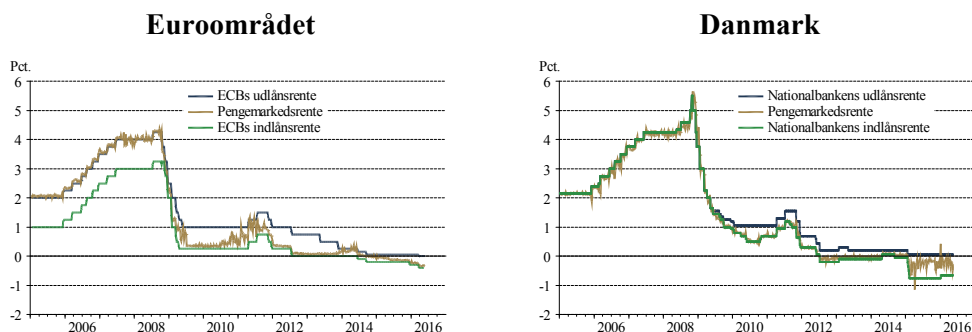
#### Lempelig pengepolitik og store udsving på de finansielle markeder

De finansielle markeder er præget af den særdeles lempelige pengepolitik i blandt andet Europa, som bidrager til meget lave markedsrenter. Samtidig er der usikkerhed om de globale vækstudsigter, jf. afsnit I.4, hvilket er kommet til udtryk i form af store kursudsving på aktiemarkedet og markedet for realkreditobligationer.

#### Udsigt til lempelig pengepolitik i en længere periode

Den danske pengepolitik er overordnet set bestemt af euroområdet igennem fastkurspolitikken. Den Europæiske Centralbank (ECB) lempede pengepolitikken i december og marts, og har samlet sænket indlånsrenten fra -0,2 pct. til -0,4 i denne periode, jf. figur I.22. Den lempelige pengepolitik ventes at fortsætte i en rum tid.

Figur I.22 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 medio maj 2016.

Kilde: Macrobond.

### Indsnævring af rentespændet til ECB

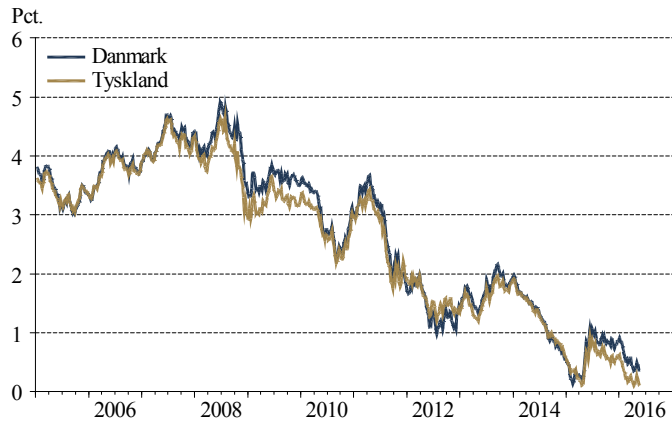
I Danmark hævede Nationalbanken i januar indlånsrenten fra -0,75 pct. til -0,65 pct. Dermed er forskellen mellem de danske og europæiske indlånsrenter mindsket, hvilket har bidraget til at dæmpe udstrømningen af udenlandsk valuta. Valutarenserven er nu nede omkring niveauet fra begyndelsen af 2015, og kronekursen ligger stabilt, omend en smule til den stærke side, i forhold til centralkursen overfor euro.

### Kapitalmarkeder

#### Faldende statsobligationsrenter

Siden sommeren 2015 er renterne på såvel danske som tyske statsobligationer faldet og ligger aktuelt på samme niveau som i foråret 2015, jf. figur I.23. Faldet afspejler ECB's seneste lempelser af pengepolitikken og formentlig også de meget lave inflationsforventninger i euroområdet. Samtidig kan rentefaldet formentligt tilskrives stigende global usikkerhed med en forøget interesse for mere sikre formueplaceringer, såsom statsobligationer.

Figur I.23 Statsobligationsrenter



Anm.: Figuren viser renteniveauet på danske og tyske 10-årige statsobligationer. Seneste observation er medio maj 2016.

Kilde: Macrobond.

### **Førøget rentespænd til Tyskland**

De danske statsobligationsrenter er faldet mindre end de tyske siden foråret 2015, og rentespændet mellem danske og tyske tiårige statsobligationer er dermed øget. Forskellen mellem den danske og tyske statsobligationsrente var i midten af maj på ca. 0,25 pct.point, og rentespændet er dermed tilbage på et historisk set mere normalt niveau. Dette afspejler, at de senere års særligt store efterspørgsel efter danske statsobligationer er stilnet af.

### **Udsigt til moderat stigende statsobligations- renter**

Med udsigten til en meget lempelig pengepolitik i en rum tid forventes kun moderate stigninger i markedsrenterne de kommende år. Den tiårige tyske statsobligationsrente skønnes at nå et årsniveau på godt  $\frac{1}{4}$  pct. i år, stigende til godt  $\frac{1}{2}$  pct. og ca.  $1\frac{1}{4}$  pct. i 2017-18. Den danske statsobligationsrente ventes at følge den tyske med et positivt spænd på ca.  $\frac{1}{4}$  pct.point, jf. tabel I.6.

Tabel I.6 Hovedtræk af renteprognosen

	2015	2016	2017	2018	2025
	----- Pct. -----				
ECB	0,1	0,0	0,1	0,5	3,0
Dansk statsobligation	0,7	0,5	0,9	1,5	4,0
Tysk statsobligation	0,5	0,3	0,6	1,3	3,8
Dansk realkreditrente	2,8	2,7	3,0	3,5	5,3

Anm.: Tabellen viser årgennemsnittet for renterne. Statsobligationsrenterne er på 10-årige obligationer. Realkreditrenten er på 30-årige obligationer. For ECB vises udlånsrenten ved de primære markedsoperationer (*Main Refinancing Operations*, MRO's).

Kilde: Macrobond, Danmark Statistik, ADAM's databank og egne skøn.

### Meget lave realkreditrenter

Den 30-årige realkreditrente har været svagt faldende siden efteråret, mens den korte realkreditrente har svinget mellem -0,25 og 0 pct., jf. figur I.24. Samtidig udviste både den korte og den 30-årige realkreditrente større udsving sammenlignet med den historiske udvikling. Den 30-årige realkreditrente ventes, ligesom den tiårige statsobligationsrente, kun at stige langsomt fra sit nuværende niveau. I 2016 forventes et årsniveau på ca. 2¾ pct. stigende til ca. 3 pct. og ca. 3½ pct. i 2017-18.

### Højere renter på længere sigt

På længere sigt ventes markedsrenterne at stige mod mere vantede niveauer. Det lægges til grund, at den danske tiårige statsobligationsrente gradvist vil bevæge sig mod 4 pct., mens den 30-årige realkreditrente forudsættes at stige mod 5¼ pct.

### Større usikkerhed på aktiemarkedet

Efter flere år med kraftige stigninger har det danske aktiemarked siden sommeren 2015 været kendetegnet ved kraftige udsving. OMXC20-indekset, som består af de 20 mest omsatte aktier på Københavns Fondsbørs, udviste i denne periode store stigninger og fald. Niveaulet medio maj var omtrent uændret i forhold til sommeren 2015, jf. figur I.25.



Figur I.24 Realkreditobligationsrenter



Anm.: Den korte realkreditrente er en sammenvæjning af renter på realkreditobligationer med en løbetid på mellem et og to år. Seneste observation er ultimo april 2016.

Kilde: Realkreditrådet.

Figur I.25 Danske aktier



Anm.: Figuren viser prisudviklingen på OMXC20, der er et indeks over de 20 mest omsatte aktier på Københavns Fondsbørs. Seneste observation er medio maj 2016.

Kilde: Macrobond.

## Udlånsrenter og kreditgivning

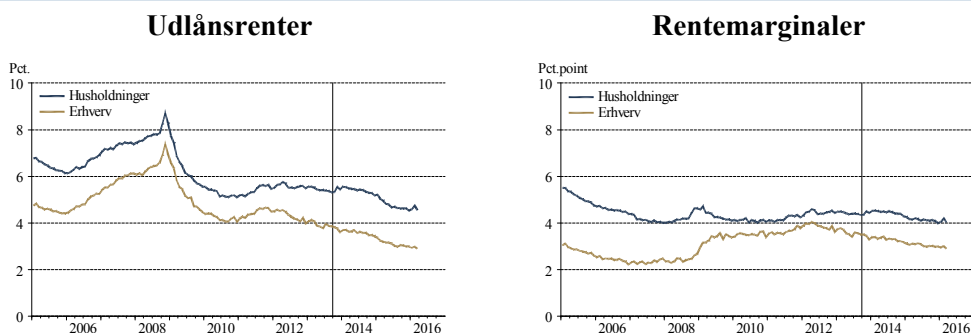
### Lempelig pengepolitik afspejles fortsat i udlånsrenter

Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlånsrenter har de senere år udvist en faldende tendens og ligger i dag på et meget lavt niveau. Udlånsrenten for husholdningerne har været nogenlunde uændret siden midten af 2015, mens erhvervskunderne har kunnet opleve et svagt fald i renten over det seneste år, jf. figur I.26. Dermed afspejles de senere års meget lempelige pengepolitik nu i højere grad i pengeinstitutternes udlånsrenter. For både husholdningerne og erhvervene har rentemarginalen været svagt faldende de senere år, hvilket kan afspejle en skærpet konkurrence.

### Moderat fald i realkreditens udlånsrenter

De senere års fald i realkreditinstitutternes udlånsrenter eksklusive bidragssatser er fortsat siden efteråret 2015, jf. figur I.27. Bidragssatserne har ligget stabilt på et historisk set højt niveau og i forhold til foråret 2009 ligger de gennemsnitlige bidragssatser i dag ca. 0,4 pct.point højere. De gennemsnitlige bidragssatser må forventes at stige, når et af Nykredits realkreditinstitutter, Totalkredit, i juli hæver bidragssatserne med 0,1-0,4 pct.point.

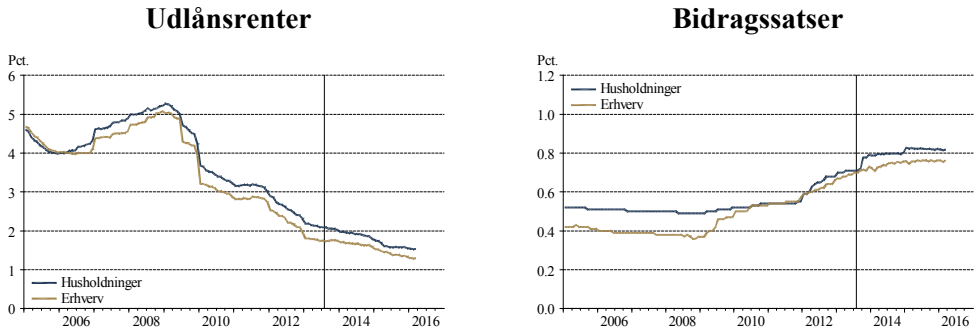
Figur I.26 Pengeinstitutternes udlånsrenter og rentemarginaler



Anm.: Figuren viser gennemsnitlige udlånsrenter og rentemarginaler for pengeinstitutternes indlandske udlån. Rentemarginalen angiver forskellen mellem de gennemsnitlige udlåns- og indlånsrenter. Seneste observation er marts 2016. De lodrette streger angiver databrud.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Figur I.27 Realkreditinstitutternes udlånsrenter og bidragssatser



Anm.: Figuren viser gennemsnitlige udlånsrenter og bidragssatser for realkreditinstitutternes indenlandske udlån. Udlånsrenterne er eksklusive bidragssatser. Seneste observation er marts 2016. De lodrette streger angiver databrud.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

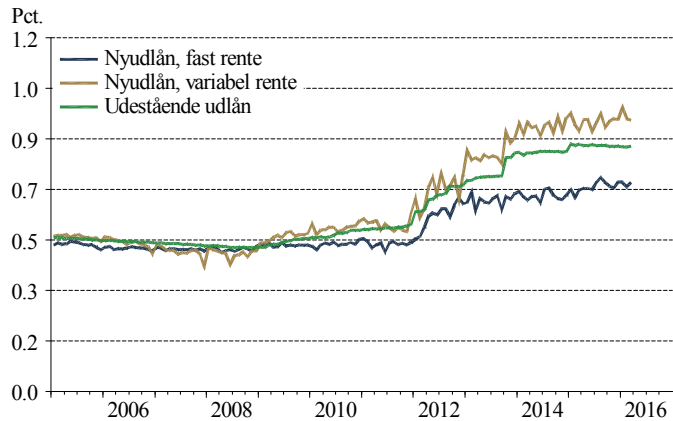
### Øget differentiering af bidragssatserne

Stigningen i de gennemsnitlige bidragssatser siden 2012 er i høj grad drevet af en stigning i bidragssatserne på variabelt forrentede realkreditudlån. Bidragssatserne på nyudstedte lån med variabel rente har det seneste år været ca. 30 pct. højere end på fastforrentede lån, jf. figur I.28.

### Uændret niveau for udlån til husholdninger og erhverv

Det samlede udlån fra penge- og realkreditinstitutterne til husholdninger og erhverv har været nogenlunde konstant det seneste år, jf. figur I.29. For husholdningerne har de samlede udlån udgjort en faldende andel af BNP de senere år og svarede i marts til ca. 120 pct. af BNP. Andelen af realkreditudlån i forhold til de samlede udlån har været stigende og udgjorde i marts ca. 75 pct. For erhvervene ser det ud til, at den stigende tendens i udlånene, som begyndte i sommeren 2013, er ophørt. Dette skal ses i lyset af, at låneefterspørgslen og kreditstandarderne er faldet de seneste kvartaler.

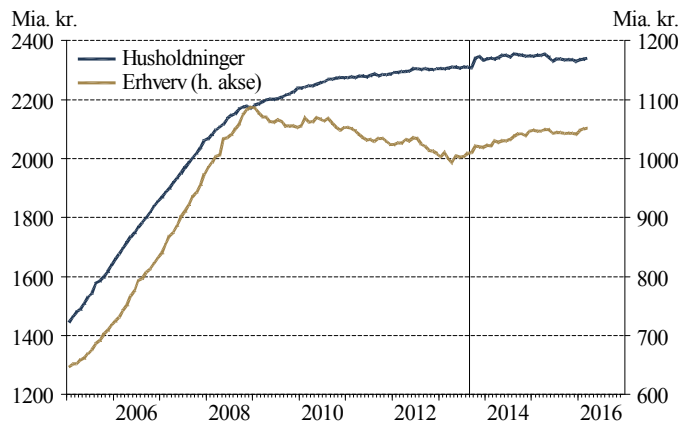
Figur I.28 Bidragssatser for husholdningerne



Anm.: Figuren viser bidragssatser for husholdningerne opdelt på udestående lån, nyudlån med variabel rente og nyudlån med fast rente. Variabel rente dækker over lån med rentefiksering op til 10 år, mens fast rente er lån med en rentefiksering på over 10 år. Seneste observation er marts 2016.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Figur I.29 Udlån til husholdninger og erhverv



Anm.: Figuren viser det samlede udlån fra penge- og realkreditinstitutter til indenlandske husholdninger og erhverv. Seneste observation er marts 2016. Egen sæsonkorrektur. De lodrette streger angiver databrud.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

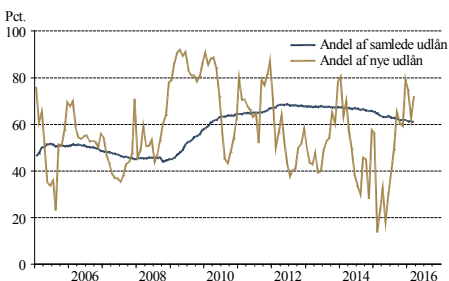
## Finansiel stabilitet

### Faldende andel af realkreditlån med variabel rente i husholdningerne

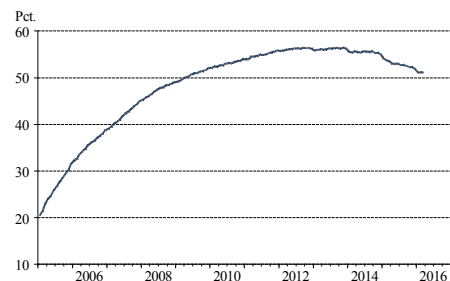
Andelen af realkreditudlån til ejerboliger og fritidshuse med variabel rente er faldet de senere år og var godt 60 pct. i marts, jf. figur I.30. Faldet skyldes formentlig både differentieringen af bidragssatserne, og at mange husholdninger har valgt at udnytte den seneste tids rentefald til at omlægge deres gæld til fastforrentede lån. Trods et stadigt højt niveau betyder faldet i andelen af variabelt forrentede lån, at husholdningerne er mindre eksponerede overfor rentestigninger end tidligere. Faldet udelukker dog ikke, at den enkelte husholdnings rentefølsomhed stadig kan være høj. I *Dansk Økonomi, efterår 2014* blev det vist, at husholdninger med variabelt forrentede realkreditlån typisk har større gæld og mindre nettoformue i forhold til indkomst end husholdninger med fastforrentede lån. Samtidig er andelen af nyoptagne lån med variabel forrentning steget betragteligt, så de udgjorde godt 70 pct. i marts mod godt 20 pct. et år tidligere. Hvis dette fortsætter, kan det bremse faldet i den samlede andel af variabelt forrentede lån.

Figur I.30 Realkreditudlån

#### Andel med variabel forrentning



#### Andel med afdragsfrihed



Anm.: Figuren viser procentdelen af det samlede realkreditudlån til ejerboliger og fritidshuse, der er med henholdsvis variabel rente og afdragsfrihed. For variabel forrentning vises andelen også for nyudlån. Seneste observation er marts 2016.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

### Faldende andel af afdragsfrie lån

Andelen af realkreditlån med afdragsfrihed er også faldet de senere år og var godt 50 pct. i marts. Det kan ses som et resultat af, at de første lån med ti års afdragsfrihed udløb i starten af 2014, samtidig med at andelen af nyoptagne lån med afdragsfrihed er faldet. En lavere andel af lån med afdragsfrihed øger isoleret set realkreditsystemets robusthed, fordi det trækker i retning af en lavere belåningsgrad.

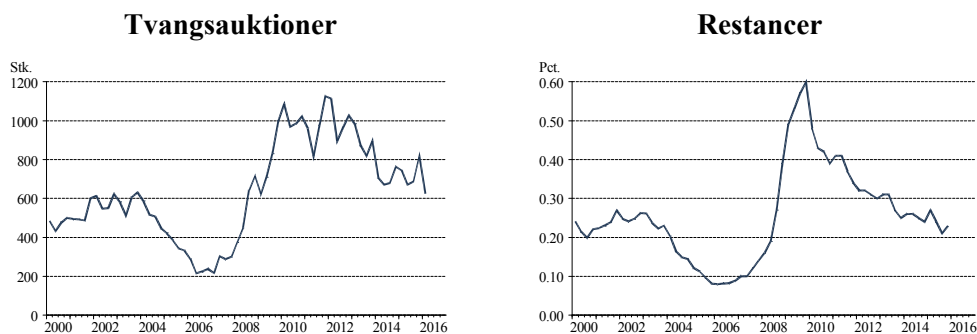
### Finanstilsynets regler for god skik strammer lånekravene

Finanstilsynet fornyede i efteråret 2015 bestemmelserne for god skik for finansielle virksomheder. De nye bestemmelser skal bidrage til at øge tilliden til de finansielle markeder. Blandt andet indeholdt bestemmelserne en stramning af kravene til lånegodkendelse af husholdningerne, jf. boks I.7.

### Fald i tvangsauktioner og restancer

Antallet af tvangsauktioner er faldet fra knap 1.150 i fjerde kvartal 2011 til godt 600 i første kvartal 2016, jf. figur I.31. Den faldende tendens gør sig også gældende for restanceprocenten, som viser, hvor stor en andel af de samlede ydelser til realkreditinstitutterne der ikke er betalt senest 3½ måned efter terminen. Det tyder på, at færre husholdninger har vanskeligheder ved at servicere deres boliggyld.

Figur I.31 Restancer og overtagede ejerboliger for husholdningerne



Anm.: Figuren viser tvangsauktioner og restanceprocenter for alle private ejerboliger og indeholder dermed både parcel- og rækkehuse, ejerlejligheder og fritidshuse. Restanceprocenten viser, hvor stor en andel af de samlede ydelser, der ikke er betalt senest 3½ måned efter terminen. Seneste observation er 1. kvartal 2016 for tvangsauktioner og 4. kvartal 2015 for restancer.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Realkreditrådet.

*Boks I.7 Bestemmelserne om god skik for finansielle virksomheder*

Finanstilsynet opdaterede i efteråret 2015 bestemmelserne for god skik for finansielle virksomheder. Bestemmelserne skal sikre en større tillid til det finansielle marked, hvor institutionerne i højere grad informerer deres kunder om risici og omkostninger forbundet med finansielle transaktioner. Samtidig indfører bestemmelserne en stramning af, hvilke kunder der kan blive godkendt til boliglån. De nye bestemmelser omhandlende boliglån består blandt andet af følgende elementer:

- Penge- og realkreditinstitutterne må som udgangspunkt kun tilbyde variabelt forrentede og afdragsfrie lån med pant i fast ejendom til kunder, som ville kunne finansiere deres bolig med et 30-årigt fastforrentet lån med afdrag
- Pengeinstituttet skal som udgangspunkt sikre sig, at kunden lægger en udbetaling svarende til 5 pct. af den samlede købesum
- Ændringer i gebyrer og bidrag for boliglån skal varsles med 3 måneder. Samtidig skal ændringen begrundes, så kunderne ved, hvilke forhold der danner grundlag for ændringen

I samme anledning udarbejdede Finanstilsynet bestemmelser om forsigtighed i kreditvurderingen ved belåning af boliger i områder med særligt høje prisniveauer og store pristigninger på ejerboliger. Bestemmelserne skal bidrage til, at boligejere kan modstå både rentestigninger og værditab på boligen. Bestemmelserne omfatter blandt andet følgende forhold:

- For at blive kreditgodkendt skal køber som hovedregel kunne finansiere et fastforrentet lån med afdrag til den aktuelle 30-årige realkreditrente plus 1 pct.point, dog minimum 4 pct. Dette gælder både almindelig boliggæld og gæld ved køb af andelsbolig
- Som udgangspunkt må en købers boliggæld ikke være mere end 4 gange så stor som købers årlige indkomst før skat. Der er dog undtagelser, hvor banken kan tage hensyn til alder og formue
- Ved køb af en andelsbolig, hvor andelsforeningen har variabelt forrentede lån, skal køber kunne finansiere sin andel af de fælles renteudgifter, hvis disse i stedet er faste med den nuværende 30-årige realkreditrente plus 1 pct.point, dog minimum 4 pct.
- Ved besiddelse af to boliger skal låntager som hovedregel fortsat have en positiv nettoformue, hvis boligerne falder 40 pct. i værdi

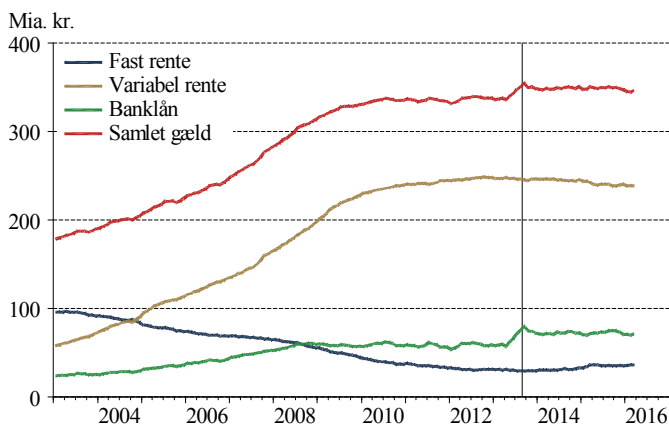
### Højt variabelt forrentet gælds niveau i landbruget

Landbrugets samlede gæld til penge- og realkreditinstitutterne har været på et nogenlunde konstant niveau på ca. 350 mia. kr. siden 2010, jf. figur I.32. Dette svarer til, at gælden udgør omkring 420 pct. af landbrugets produktionsværdi i 2015. Størstedelen af landbrugets gæld består af variabelt forrentede realkreditlån, og sammen med banklån udgør de i dag ca. 90 pct. af landbrugssektorens samlede lån.

### Lavere renteudgifter

Landbrugene har opnået store besparelser gennem de lave renter på især variabelt forrentede lån, hvilket har haft en positiv effekt på deres økonomi. Den gennemsnitlige rente på landbrugets samlede gæld faldt fra 5,2 pct. i 2008 til 2,6 pct. i 2014. Omvendt bidrager den større andel af variabelt forrentede lån til, at de danske landbrug i højere grad end tidligere er eksponeret overfor rentestigninger.

Figur I.32 Landbrugets gæld



Anm.: Figuren viser landbrugets gæld opdelt på forskellige låntyper. Fast og variabel rente angiver landbrugets gæld med hhv. fast og variabel forrentning. Seneste observation er marts 2016. De lodrette streger angiver databrud.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

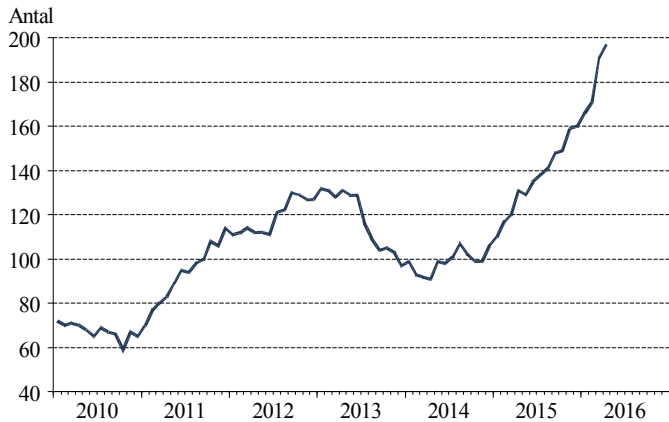
### Stigende antal konkurser

Trods de lavere renteudgifter er antallet af konkurser i landbruget steget betragteligt. Dermed fortsætter en stærkt stigende tendens, der startede i midten af 2013, og som



dermed kommer til udtryk i den 12 måneders løbende sum i 2014, jf. figur I.33.

Figur I.33 Antal konkurser i landbruget



Anm.: Figuren viser den løbende sum over 12 måneder af erklærede konkurser i landbruget. Seneste observation er april 2016.

Kilde: Danmarks statistik, Statistikbanken.

### Landbruget vurderes ikke som en trussel for finansiell stabilitet

Selvom antallet af konkurser er steget, har nedskrivningerne på landbrugene de senere år samlet set været større for pengeinstitutterne end de realiserede tab.<sup>4</sup> Det er positivt for den finansielle stabilitet, at pengeinstitutternes tab på landbrugsudlån er blevet mindre end forventet. Dette kan dog skyldes, at bankerne i nogle tilfælde har incitament til at lade landbrug med negative resultater fortsætte driften på kort sigt for ikke at påvirke priserne på landbrugsejendomme kraftigt. Ifølge Danmarks Nationalbank har de små og mellemstore penge- og realkreditinstitutter en betydeligt højere andel af udlån til landbruget, men de har samtidig nedskrevet mere på disse lån end de systemiske institutter. Igennem en stresstest af bankerne, vurderer Danmarks Nationalbank dog ikke, at yderligere og meget høje nedskrivninger på lånene til landbruget vil true den finansielle stabilitet.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Danmarks Nationalbank, Finansiell stabilitet, 2. halvår 2015, s. 28

<sup>5</sup> Danmarks Nationalbank, Finansiell stabilitet, 2. halvår 2015, s. 29

## Opsummering

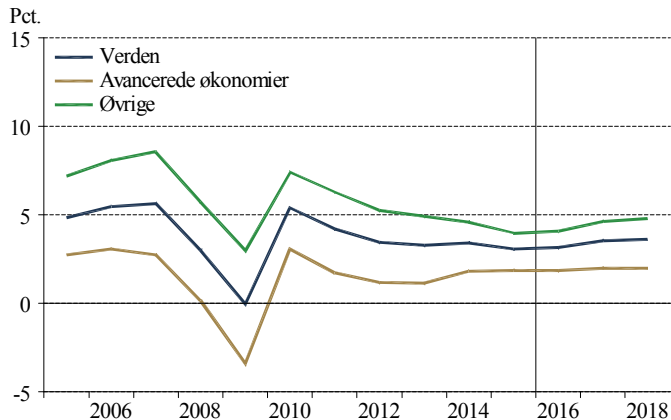
Husholdningerne og landbrugene er begge karakteriseret ved høje gælds niveauer og en stor rentefølsomhed. Uventet store rentestigninger vil dermed kunne have en betydelig negativ effekt på de enkelte husholdninger og landbrug, men vurderes i mindre grad at være en trussel for den finansielle stabilitet.

## I.4 International økonomi

### Moderate vækstudsigter for international økonomi i år

Væksten i globalt BNP aftog fra 3,3 pct. i 2014 til 2,9 pct. i 2015. Det globale vækstfald var især drevet af en afdæmpning i flere af de store vækstøkonomier. I OECD-landene har fremgangen i USA og aftrapningen af den europæiske statsgældskrise bidraget til en langsomt tiltagende vækst siden 2013, jf. figur I.34. Flere indikatorer, herunder forbruger- og erhvervstilliden, peger for de toneangivne økonomier dog i retning af, at fremgangen i international økonomi også bliver behersket i år. Vækstudsigterne for 2016 er således forringet henover vinteren.

Figur I.34 BNP-vækst



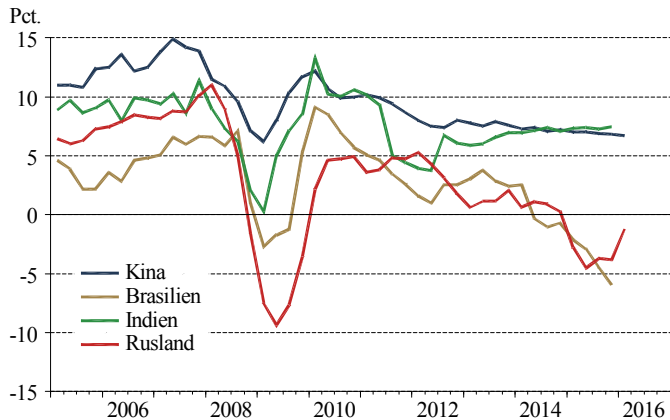
Anm.: I de avancerede økonomier indgår 39 lande, hvoraf hovedparten er OECD-medlemmer.

Kilde: IMF, *World Economic Outlook*, april 2016.

### Aftagende vækst i flere store vækstøkonomier

I flere af de store vækstøkonomier er væksten faldet de seneste år. I Brasilien og Rusland er der decideret tilbagegang som følge af blandt andet de faldende råvarepriser og politisk ustabilitet. I Kina bidrager omstillingen af økonomien til et gradvist fald i væksten fra et højt niveau. Fremover forventes den kinesiske vækst i højere grad at komme fra servicesektoren og give mulighed for større privat forbrug. Blandt de såkaldte BRIK-lande (Brasilien, Rusland, Indien og Kina) er det kun Indien, der ikke har oplevet et fald i væksten, jf. figur I.35.

Figur I.35 BNP-vækst i BRIK-landene



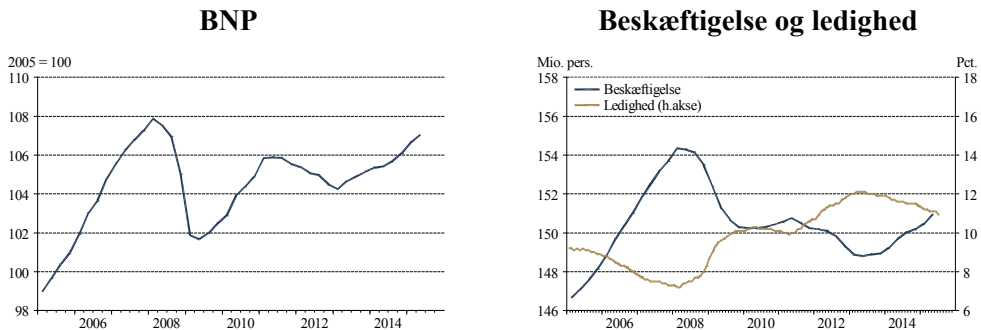
Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2015 for Brasilien og Indien og 1. kvartal 2016 for Kina og Rusland

Kilde: Macrobond.

### Stabil fremgang i euroområdet ...

I euroområdet voksede BNP med 0,5 pct. (k/k) i første kvartal 2016, hvilket er noget højere end de foregående kvartalers vækst på ca. 0,3 pct. Genopretningen af konjunktursituationen har nu stået på siden sommeren 2013, og selvom væksten ikke har været høj, har den været tilstrækkelig til at reducere ledigheden og løfte beskæftigelsen mærkbart, jf. figur I.36.

Figur I.36 BNP, beskæftigelse og ledighed i euroområdet



Anm.: Ledigheden er opgjort i procent af arbejdsstyrken. Seneste observation for BNP er 1. kvartal 2016. Seneste observation for beskæftigelsen er 4. kvartal 2015, og seneste observation for ledigheden er marts 2016.

Kilde: Macrobond.

### ... og udsigt til indsnævring af output gap

I år og næste år er der udsigt til en vækst i euroområdet på omkring 1½ pct. En sådan vækst vil ifølge OECD's vurdering af strukturelt BNP reducere det negative output gap i euroområdet til omkring 1 pct. i 2017. Hvis Storbritannien vælger at melde sig ud af EU, eller deflationen bider sig fast i euroområdet, er der dog risiko for, at væksten bliver noget lavere end forventet.

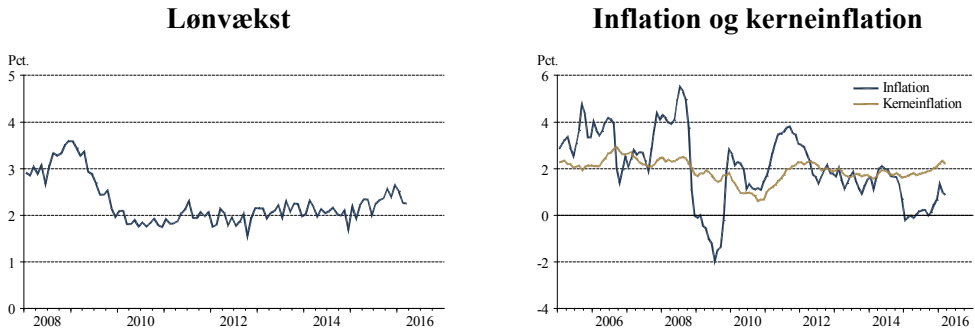
### Fortsat fremgang i amerikansk økonomi ...

I USA er det moderate opsving, der har stået på siden 2009, gået ned i tempo. Væksten aftog i andet halvår 2015, og i første kvartal 2016 voksede BNP kun med 0,1 pct. (k/k). Årsvæksten i 2015 blev med 2,4 pct. dog noget højere end den af OECD vurderede strukturelle vækst, så der sker fortsat en indsnævring af output gap, der hurtigt nærmer sig 0 pct. Vækstudsigterne vurderes at være rimelige, om end de økonomiske indikatorer tegner et blandet billede. I 2016-17 forventes en fremgang i BNP på ca. 2 og ca. 2½ pct.

### ... som nærmer sig det strukturelle niveau

Der er flere tegn på, at amerikansk økonomi nærmer sig det strukturelle niveau. Fremgangen fortsætter på arbejdsmarkedet, hvor ledigheden nu er under OECD's bud på det strukturelle niveau. Indtrykket af en begrænset ledig kapacitet bekræftes af, at lønvæksten og inflationen er stigende. Samtidig ligger kerneinflationen, dvs. inflationen eksklusive bidrag fra rå- og fødevarer, nu over 2 pct., jf. figur I.37.

Figur I.37 Lønvækst og inflation i USA



Anm.: Seneste observation for lønvæksten er april 2016, og seneste observation for inflation og kerneinflation er marts 2016.

Kilde: Macrobond.

### Udsigt til renteforhøjelser senere på året

På baggrund af fremgangen i amerikansk økonomi hævdede den amerikanske centralbank (FED) i december 2015 den pengepolitiske rente fra at ligge i intervallet 0-0,25 pct. til at ligge i intervallet 0,25-0,5 pct. Renteforhøjelsen var den første siden 2008. Den pengepolitiske rente er dog fortsat på et meget lavt niveau. Det er usikkert, hvornår FED vil hæve renten igen, men den fremskredne genopretning af økonomien og de trods alt rimelige vækstudsigter taler for, at centralbanken vil hæve renten igen i andet halvår.

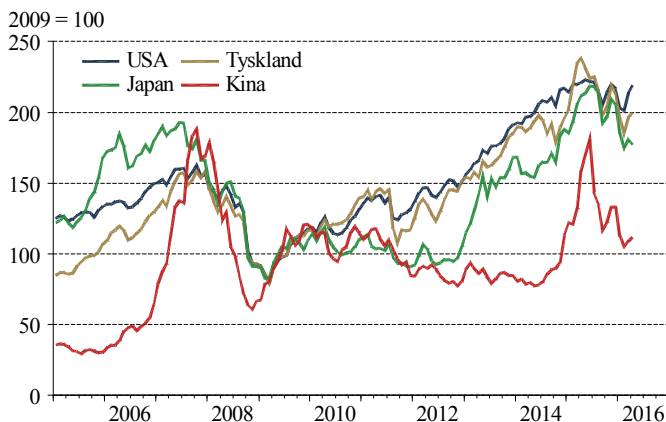
### Forøget global økonomisk usikkerhed

De globale vækstudsigter er blevet mere usikre henover vinteren og foråret. Usikkerheden udspringer blandt andet af uvisheden om konsekvenserne af omstillingen i kinesisk økonomi, udsvingene i olieprisen, den fortsat truende deflation i euroområdet og konsekvenserne af de forestående rentestigninger i USA. Dertil kommer den forøgede politiske usikkerhed i Europa som følge af konflikten med Rusland, den forøgede indstrømning af flygtninge fra blandt andet Syrien samt Storbritanniens mulige udmeldelse af EU. På den positive side tæller, at den europæiske statsgældskrise fortsat synes at være under kontrol, og at Grækenland trods betydelig usikkerhed herom lader til at forblive i eurosamarbejdet.

## Bratte fald og store udsving i aktiekurserne

Den forøgede usikkerhed i verdensøkonomien kan blandt andet aflæses på aktiemarkederne, hvor kurserne har udvist store udsving og en aftagende tendens. I februar blev markederne ramt af et brat fald, hvor særligt det kinesiske og det japanske aktieindeks faldt kraftigt. Det generelle fald på aktiemarkederne sker dog efter flere år med markante stigninger, jf. figur I.38.

Figur I.38 Aktiekurser



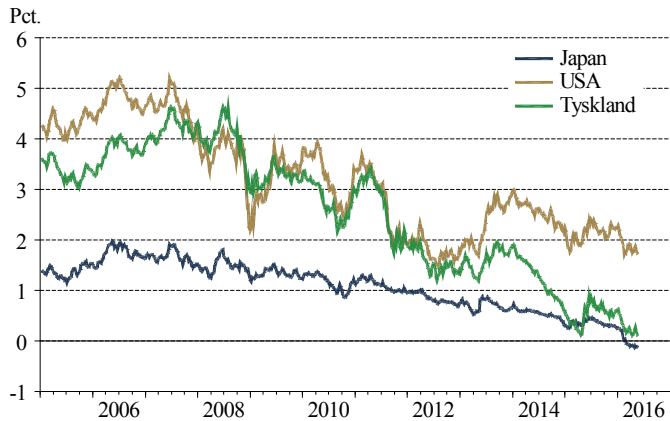
Anm.: Seneste observation er medio maj. De viste aktieindeks er for USA S&P 500, for Tyskland DAX, for Japan Nikkei 225 og for Kina FTSE A 600.

Kilde: Macrobond.

## Tegn på en formindsket risikoappetit

På obligationsmarkederne er renterne faldet betydeligt siden efteråret. Statsobligationsrenterne er på niveau med eller lavere end i foråret 2015, hvor ECB's lempelse af pengepolitikken bidrog til et meget lavt renteniveau, jf. figur I.39. Det seneste rentefald understøtter indtrykket af, at øget usikkerhed om udviklingen i international økonomi har dæmpet investorerne risikoappetit. Den afdæmpede inflation og den seneste pengepolitiske lempelse i euroområdet har givetvis også bidraget til rentefaldet.

Figur I.39 Obligationsrenter



Anm.: Figuren viser renter på tiårige statsobligationer. Seneste observation er medio maj.

Kilde: Macrobond.

### Prognosen for international økonomi

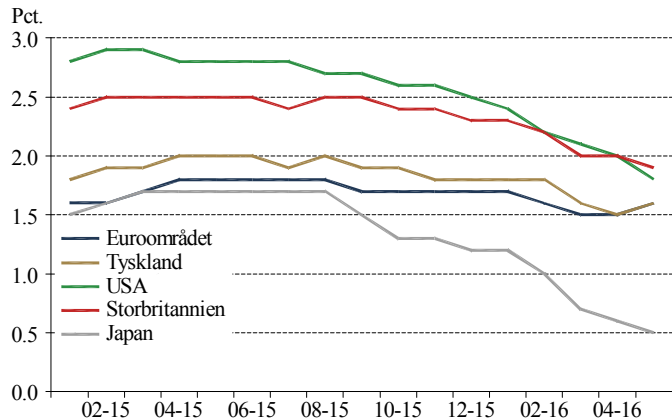
#### Vigende vækstsøn

Henover vinteren og foråret har blandt andre OECD og IMF generelt nedjusteret deres forventninger til væksten i international økonomi. Fra januar til april har IMF således nedjusteret prognosen for væksten i globalt BNP fra 3,4 til 3,2 pct. i 2016 og fra 3,6 til 3,5 pct. i 2017. For de toneangivende avancerede økonomier ses desuden en klar negativ tendens i vækstsøknene for 2016 i *Consensus Forecasts*, jf. figur I.40.

#### Nedjustering af vækstprognosen

Prognosen for væksten i international økonomi er nedjusteret betydeligt i forhold til *Konjunkturvurdering og Offentlige finanser, februar 2016*. Nedjusteringerne vedrører både 2016 og 2017 og er markante for flere af landene. Prognosen ligger tæt op ad IMF's prognose fra april. Hovedtrækene af den internationale konjunkturprognose fremgår af boks I.8.

Figur I.40 Vækstskøn



Anm.: Figuren viser skønnet for BNP-væksten i 2016 i *Consensus Forecasts* på det angivne tidspunkt. Skønne i *Consensus Forecasts* er et gennemsnit af skønne fra et panel af analyseinstitutter og store banker.

Kilde: Consensus Economics.

### Risiko for lavere vækst

Usikkerheden ved prognosen vurderes primært at bestå i risiko for lavere vækst end forventet. Som omtalt er den globale usikkerhed forøget, hvilket blandt andet ses på de finansielle markeder. Uroen på aktiemarkedet har dog været aftagende på det seneste.

### Potentielt store negative BNP-effekter af "Brexit"

I Europa bidrager indstrømningen af flygtninge og indvandrere til politisk ustabilitet i EU-samarbejdet, og der er en reel mulighed for, at Storbritannien vil melde sig ud af EU. Deltagerne i *Consensus Forecasts* vurderede i april, at sandsynligheden for en britisk udmeldelse af EU er godt 40 pct. De britiske deltagere i *Consensus Forecasts* vurderede, at en udmeldelse vil reducere den britiske BNP-vækst med 0,3 pct.point i 2016 og 0,6 pct.point i 2017. Deltagerne fra euroområdet vurderede, at en britisk udmeldelse vil dæmpe væksten i euroområdet med 0,1 pct.point og 0,4 pct.point i 2016-17. Både for Storbritannien og euroområdet må de skønnede effekter af en udmeldelse betegnes som ganske store.



## Boks I.8 Den internationale konjunkturprognose

Konjunkturprognosen for væksten i international økonomi tager udgangspunkt i IMF's prognose *World Economic Outlook* fra april 2016 og OECD's vurdering af strukturelle niveauer. Vækstskønnene for udvalgte, store økonomier er vist herunder. For årene efter 2018 tilpasses væksten, så BNP er på det af OECD vurderede strukturelle niveau senest i 2025.

Tabel A Vækstskøn

	2015	2016	2017	2018	2025 <sup>a)</sup>
Euroområdet	1,5	1,5	1,6	2,0	2,0
USA	2,4	2,0	2,5	2,6	2,6
Japan	0,5	1,0	0,3	0,7	1,2
Kina	6,6	6,5	6,2	6,0	4,7
Globalt BNP <sup>b)</sup>	3,1	3,2	3,5	-	-

a) "2025-søjlen" viser den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2018 til 2025.

b) IMF, *World Economic Outlook* fra april 2016.

Yderligere information om prognosen for international økonomi kan findes i *Bilag til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, forår 2016*.

*Pengepolitiske forudsætninger*

I prognosen forventes den Europæiske Centralbank (ECB) at fastholde den primære pengepolitiske rente omkring det nuværende meget lave niveau frem til sommeren 2017, hvor de ekstraordinære opkøb af primært statsobligationer ventes at ophøre. Herefter forudsættes en forsigtig normalisering af renten fra 0 pct. medio 2017 til ca.  $\frac{3}{4}$  pct. medio 2018, hvorefter renten antages gradvist at blive hævet til et årgennemsnit på 3 pct. inden udgangen af 2022.

I USA er genopretningen af økonomien fremskreden, og kerneinflationen er over 2 pct. Derfor forventes den amerikanske centralbank (FED), trods de seneste svaghedstegn i amerikansk økonomi, at hæve renten i løbet af andet halvår. Herefter forudsættes centralbanken gradvist at normalisere renten, så den når 3 pct. ultimo 2018.

(fortsættes)

*Boks I.8 Den internationale konjunkturprognose, fortsat*

*Finanspolitiske forudsætninger*

Finanspolitikken vurderes at være omtrent neutral for væksten i euroområdet og USA de kommende år. For USA forventer OECD således en mindre forbedring af den strukturelle primære saldo på knap  $\frac{1}{4}$  pct. af BNP i både 2016 og 2017. For euroområdet forventer OECD, at den strukturelle saldo vil være stort set uændret i 2016 og 2017. Ændringen i den strukturelle primære saldo kan tages som udtryk for den diskretionære ændring af finanspolitikken.

*Øvrige forudsætninger*

De kommende år forventes olieprisen kun at stige behersket fra det nuværende niveau omkring 45 dollar pr. tønde. Der forventes årsniveauer på 42, 53 og 56 dollar pr. tønde i 2016-18. I årene efter 2018 fremskrives olieprisen mod niveauerne i Verdensbankens langsigtede prognose fra april. I dette scenarie rammer olieprisen 63 dollar i 2020 og 85 dollar i 2025. Denne prognose ligger tæt op af scenariet med lav oliepris i IEA's prognose fra november 2015. I fremskrivningen holdes valutakurser konstante på niveauet i april.

## **Euroområdet**

### **Inflationen er fortsat meget lav**

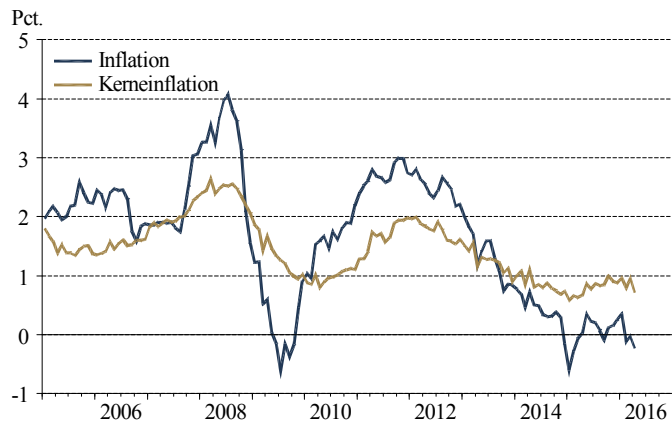
På trods af de seneste års realøkonomiske fremgang befinder euroområdet sig fortsat på kanten af deflation, dvs. faldende priser. Det kan i høj grad tilskrives de seneste års prisfald på olie og andre råvarer, men også den underliggende inflation er lav. Kerneinflationen, der ser bort fra bidrag fra energi og ikke-forarbejdede fødevarer, har således befundet sig under 1 pct. de seneste par år, jf. figur I.41. Siden begyndelsen af 2015 har kerneinflationen dog været svagt stigende, hvilket kan skyldes et tiltagende løn- og prispres som følge af den delvise genopretning af konjunktursituationen.

### **Lav inflation kan indlejres i inflationsforventningerne**

Der er en risiko for, at den nuværende lave inflation indlejres i inflationsforventningerne og på denne vis bidrager til at gøre den lave inflation til en længerevarende tilstand, der hæmmer pengepolitikens stabiliseringspotentiale. Ifølge ECB's oversigt over analytikernes langsigtede inflationsforventninger faldt disse fra 1,9 til 1,8 pct. i første kvartal 2016, jf. figur I.42. Det er ikke ude af trit med ECB's pen-

gepolitiske målsætning om en inflation i underkanten af 2 pct., men et yderligere fald i de langsigtede inflationsforventninger vil være bekymrende. De kortsigtede inflationsforventninger har haft en stigende tendens siden begyndelsen af 2015, men det afspejler formodentlig, at olieprisfaldet ophører med at bidrage negativt til inflationen over tid.

Figur I.41 Inflation i euroområdet



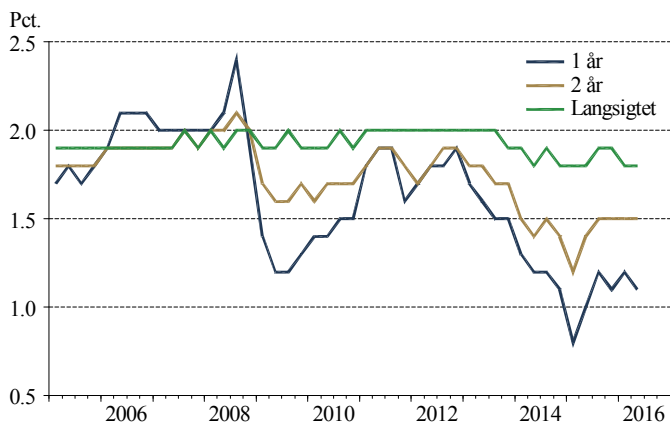
Anm.: Kerneinflationen er inflationen eksklusivt bidrag fra energi- og uforarbejdede fødevarer. Seneste observation er april 2016.

Kilde: Macrobond.

### Forventning om lempelig pengepolitik i lang tid

Siden efteråret er der sket et fald i euroområdet rentekurve, der viser renten for forskellige løbetider. Faldet er sket både for korte og lange løbetider, jf. figur I.43. Faldet i rentekurven indikerer, at markedsaktørerne i betydelig grad har nedjusteret deres forventninger til niveauet for de pengepolitiske renter på længere sigt. Det kan i et vist omfang tilskrives vigende inflationsforventninger hos markedsdeltagerne.

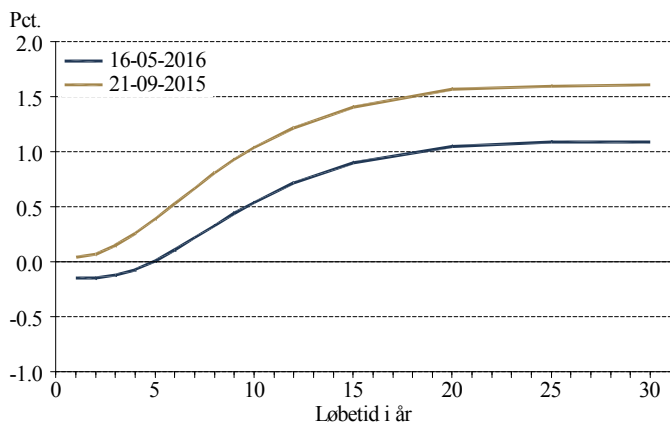
Figur I.42 Inflationsforventninger



Anm.: Inflationsforventningerne er fra ECB's *Survey of Professional Forecasters*. Langsigtet dækker over en periode på fem år. Seneste observation er 1. kvartal 2016.

Kilde: Macrobond.

Figur I.43 Rentekurve



Anm.: Rentekurven viser den faste rente i en renteswap for løbetider mellem 1 og 30 år, hvor den variable rente er euroområdet pengemarkedsrente (EURIBOR) med en løbetid på seks måneder. Swap-renten er en indikator for markedsaktørernes forventninger til den gennemsnitlige pengemarkedsrente i renteswap'ens løbetid. Pengemarkedsrenten følger normalt de pengepolitiske renter tæt.

Kilde: Macrobond.

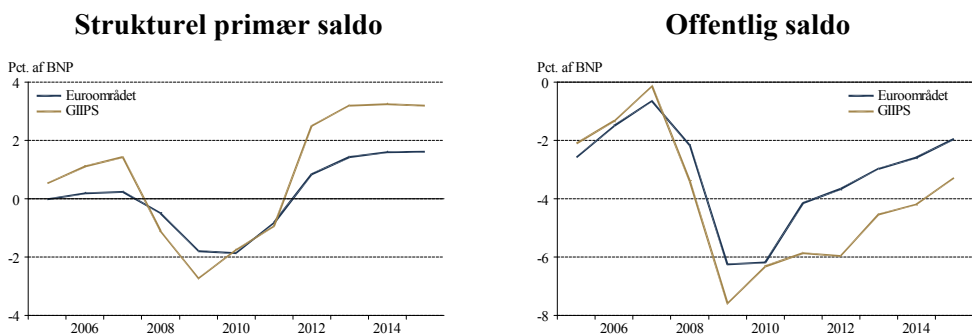
## Lempelse af pengepolitikken i euroområdet

På baggrund af den fortsat lave inflation i euroområdet har Den Europæiske Centralbank (ECB) lempet pengepolitikken siden efteråret. Centralbanken har sænket de pengepolitiske renter samt forlænget og udvidet sit ekstraordinære opkøbsprogram (*Asset Purchase Programme, APP*). Opkøbsprogrammet forventes nu at løbe frem til marts 2017, og det månedlige opkøb er øget fra 60 til 80 mia. euro. ECB har også annonceret en ny serie af fireårige likviditetstiladelinger og, som et nyt pengepolitisk instrument, opkøb af virksomhedsobligationer. Dermed fokuseres pengepolitikken nu mere direkte på at stimulere kreditgivningen til den private sektor. De nye tiltag indebærer samlet set en betydelig lempelse af pengepolitikken, jf. boks I.9.

## Kraftige finanspolitiske opstramninger i euroområdet

Finanspolitikken i euroområdet er blevet opstrammet kraftigt de senere år. For det samlede euroområde er den strukturelle primære saldo forbedret fra -1,9 pct. af strukturelt BNP i 2010 til 1,6 pct. i 2015. Opstramningen har været særlig kraftig i GIIPS-landene (Grækenland, Irland, Italien, Portugal og Spanien), jf. figur I.44. Opstramningerne har bidraget til, at underskuddet på den offentlige saldo nu er under 3 pct. af BNP i euroområdet under ét. I GIIPS-landene er underskuddet kraftigt reduceret, men er fortsat større end 3 pct. af BNP.

Figur I.44 Offentlig saldo i euroområdet



Anm.: Figuren viser den strukturelle primære saldo for euroområdet og GIIPS-landene (Grækenland, Irland, Italien, Portugal og Spanien). Ændringen i den strukturelle primære saldo kan anvendes som en indikator for ændringer i den diskretionære finanspolitik.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 98*.

### *Boks I.9 Pengepolitisk lempelse i euroområdet*

Den Europæiske Centralbank (ECB) lempede pengepolitikken i december 2015 og igen i marts 2016. Lempelserne vedrører de pengepolitiske renter, opkøbsprogrammet og de længerevarende likviditetstildelinger til bankerne i euroområdet.

#### *De pengepolitiske renter*

Siden november 2015 er den primære pengepolitiske rente (udlånsrenten ved de løbende likviditetstildelinger, *main refinancing operations*) reduceret fra 0,05 pct. til 0 pct. Indlånsrenten er reduceret fra -0,20 pct. til -0,40 pct., og renten på den marginale udlånsfacilitet er reduceret fra 0,30 til 0,25 pct. ECB har meddelt, at de pengepolitiske renter vil blive fastholdt på de nuværende niveauer eller lavere, så længe banken foretager nettoopkøb under opkøbsprogrammet og muligvis endnu længere.

#### *Opkøbsprogrammer*

ECB's samlede opkøbsprogram APP (*Asset Purchase Programme*) består af en række opkøbsprogrammer for kapitalmarkedsaktiver, herunder statsobligationer, dækkede obligationer (så som realkreditobligationer) og ABS'er (*Asset-Backed Securities*). I december forlængede ECB den forventede frist for opkøbenes ophør fra september 2016 til marts 2017. ECB har annonceret, at opkøbene under alle omstændigheder vil fortsætte, indtil centralbanken ser en vedvarende ændring i inflationsudviklingen, som svarer til den pengepolitiske målsætning om en inflation på knap 2 pct. på mellemlang sigt. ECB har også besluttet at geninvestere afdragene på de opkøbte aktiver. I marts blev opkøbsprogrammet udvidet, så den fremadrettede opkøbsindsats øges fra 60 til 80 mia. euro månedligt. Ved samme lejlighed besluttede banken at inkludere virksomhedsobligationer i opkøbsprogrammet (et såkaldt *Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP).

#### *Længerevarende likviditetstildelinger*

I marts annoncerede ECB en ny serie af kvartalsvise længerevarende målrettede likviditetstildelinger (*Targeted longer-term refinancing Operation II*, TLTRO II) begyndende i juni. Likviditetstildelingerne har hver en løbetid på fire år og har en fast rente, der er den samme som den primære pengepolitiske rente ved tildelings-tidspunktet. Bankerne har mulighed for at optage lån svarende til op mod 30 pct. af deres udlånsportefølje til husholdninger og virksomheder. Likviditetstildelingerne giver dermed bankerne mulighed for at opnå længerevarende, billig finansiering af udlån til den private sektor.

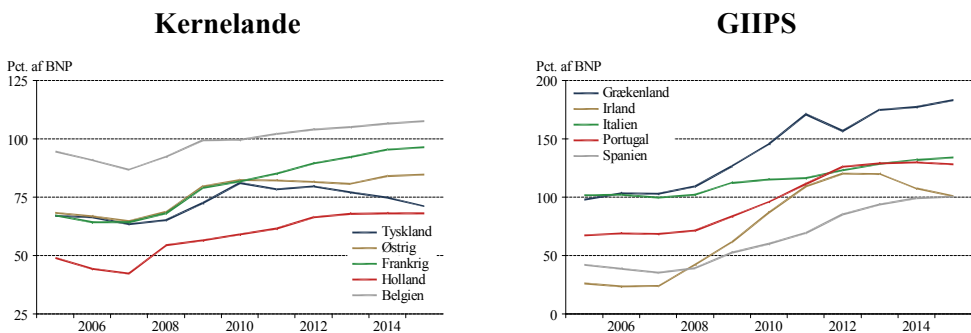
### Gældskvoterne stiger fortsat, men i svagere tempo

På trods af bestræbelserne på at stramme finanspolitikken er den offentlige gældskvote steget i mange eurolande. Tyskland og Irland er eneste markante undtagelser herfra, jf. figur I.45. Den stigende gæld afspejler dels, at de offentlige underskud stadig er forholdsvis store i mange lande, og dels at de finanspolitiske opstramninger har hæmmet væksten i BNP. Særligt for lande med høj gæld kan en finanspolitisk opstramning, der hæmmer væksten på kort sigt, midlertidigt føre til en stigende gældskvote.

### Stabile eller faldende gældskvoter de kommende år

Af eurolandenes stabilitetsprogrammer fremgår det, at flere af landene forventer at forbedre den strukturelle saldo de kommende år, jf. tabel I.7. For den faktiske offentlige saldo er det kun Frankrig og Spanien, der forventer at overskride 3 pct.-grænsen betydeligt i år. Kombinationen af forbedringerne af de strukturelle saldi og konjunkturudviklingen forventes at føre til stabile eller faldende gældskvoter. I Tyskland, Italien, Portugal og Irland forventes endda betydelige reduktioner af de offentlige gældskvoter.

Figur I.45 Offentlig gæld i euroområdet



Anm.: Figuren viser den offentlige bruttogæld i pct. af BNP.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 98*.

Tabel I.7 Offentlig gæld og saldo i udvalgte eurolande

	2015	2016	2017	2018
	----- Pct. af BNP -----			
<b>Tyskland</b>				
Gæld	71,2	68,1	65,8	63,5
Faktisk offentlig saldo	0,7	-0,1	0,0	-0,1
Strukturel saldo	0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Frankrig</b>				
Gæld	96,3	97,0	96,9	95,5
Faktisk offentlig saldo	-3,8	-3,3	-2,7	-1,9
Strukturel saldo	-1,6	-1,3	-0,8	-0,3
<b>Holland</b>				
Gæld	65,1	65,4	64,1	61,6
Faktisk offentlig saldo	-1,8	-1,7	-1,2	-0,4
Strukturel saldo	-1,0	-1,6	-1,2	-0,6
<b>Finland</b>				
Gæld	63,1	65,0	66,7	-
Faktisk offentlig saldo	-2,5	-2,3	-1,4	-1,4
Strukturel saldo	-1,3	-1,5	-1,4	-1,4
<b>Spanien</b>				
Gæld	99,2	99,1	99,0	97,9
Faktisk offentlig saldo	-5,1	-3,6	-2,9	-2,2
Strukturel saldo	-1,8	-1,8	-1,7	-1,9
<b>Italien</b>				
Gæld	129,1	129,0	127,5	124,7
Faktisk offentlig saldo	-2,6	-2,3	-1,8	-0,9
Strukturel saldo	-0,6	-1,2	-1,1	-0,8
<b>Portugal</b>				
Gæld	129,0	124,8	122,3	118,7
Faktisk offentlig saldo	-4,4	-2,2	-1,4	-0,9
Strukturel saldo	-2,0	-1,7	-1,3	-0,8
<b>Irland</b>				
Gæld	93,8	88,2	85,5	81,3
Faktisk offentlig saldo	-2,3	-1,1	-0,4	0,4
Strukturel saldo	-2,4	-2,0	-0,8	0,1
<b>Grækenland</b>				
Gæld	176,9	182,8	178,8	-
Faktisk offentlig saldo	-7,2	-3,1	-1,8	-
Strukturel saldo	0,5	0,0	-0,6	-

Anm.: Tallene er fra de enkelte landes stabilitetsprogrammer med undtagelse af Grækenland, Portugal og Finland, hvor tallene helt eller delvist er fra EU-Kommissionens *European Economic Forecast Spring 2016*. Strukturel saldo er i pct. af strukturelt BNP. “-” angiver, at data ikke er tilgængelig.

Kilde: Landenes stabilitetsprogrammer.

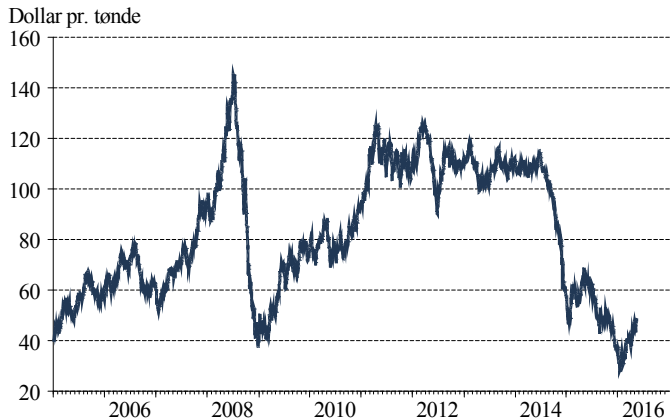


## Effekter af olieprisfaldet

### Kraftigt prisfald siden efteråret 2014

Fra efteråret 2014 til begyndelsen af 2016 faldt olieprisen fra ca. 105 dollar pr. tønde til knap 30 dollar. Siden er olieprisen steget, og den befandt sig medio maj på ca. 45 dollar. Dermed ligger olieprisen fortsat på et markant lavere niveau end i 2011-13, jf. figur I.46.

Figur I.46 Oliepris



Anm.: Seneste observation er medio maj 2016.

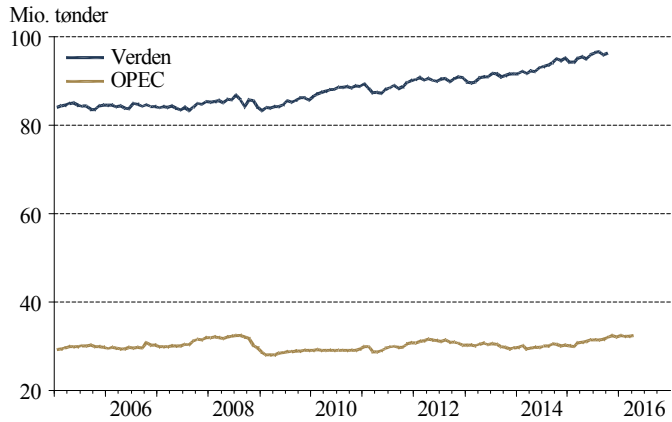
Kilde: Macrobond.

### Høj produktion også fra OPEC-lande

Olieproduktionen er vokset støt siden 2012, jf. figur I.47. Den stigende olieproduktion afspejler blandt andet fremkomsten af skifergasindustrien i Nordamerika og et relativt stort udbud fra OPEC-landene. OPEC har tidligere reageret på faldende oliepriser ved at begrænse produktionen, men har siden november 2014 forsøgt at fastholde deres markedsandel fremfor at begrænse prisfaldet, jf. Verdensbanken (2015).<sup>6</sup> OPEC's olieproduktion er derfor relativ høj og over den annoncerede kvote.

6) Verdensbanken (2015): *Understanding the Plunge in Oil Prices: Sources and Implications*.

Figur I.47 Olieproduktion



Anm.: Seneste observationer er oktober 2015 for olieproduktionen i verden og april 2016 for OPEC.

Kilde: Macrobond.

### Kontrafaktisk forløb med oliepris på 100-110 dollar i 2014-18

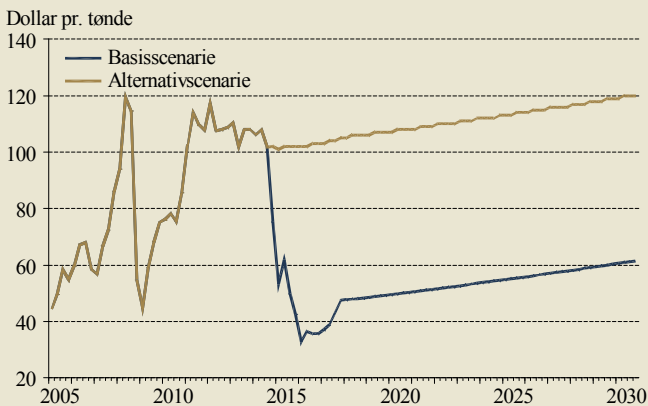
Effekten af olieprisfaldet er her kvantificeret med en beregning på den globale makroøkonometriske model NiGEM. I modellen regnes på et scenarie, hvor olieprisen antages at befinde sig på omkring 100-110 dollar pr. tønde i årene 2014-18, hvorefter den stiger behersket til ca. 120 dollar pr. tønde i 2030, jf. boks I.10. Dette kan fortolkes som om, at oliemarkedet rammes af et permanent, positivt udbudsstød i basisscenariet, mens dette ikke er tilfældet i alternativscenariet. Dermed kan beregningen opfattes som en kvantificering af, hvordan økonomien ville have udviklet sig i fravær af olieprisfaldet.

## Boks I.10 Alternativt olieprisscenarie

Effekterne af olieprisfaldet siden efteråret 2014 er kvantificeret med en beregning på den globale økonometriske model NiGEM (*National Institute Global Econometric Model*). Modellen indeholder et stort antal økonomier, som er forbundet via handelskanaler. Olie indgår sammen med anden energi som et produktionsinput i de enkelte økonomier.

Konkret er regnet på et scenarie, hvor olieprisen i stedet for at falde i efteråret 2014 antages at forblive på en bane, hvor den stiger fra ca. 100 dollar pr. tønde i 2014 til 120 dollar i 2030. For årene efter 2017 svarer det til en parallelforskydning opad af modellens grundforløb med ca. 60 dollar, jf. figur A. Beregningen foretages under modellens standardantagelser om aktørernes adfærd, herunder forventningsdannelse og finans- og pengepolitiske reaktionsmønstre.

Figur A Olieprisscenarie



Anm.: Figuren viser modellens grundforløb og det alternative scenarie.

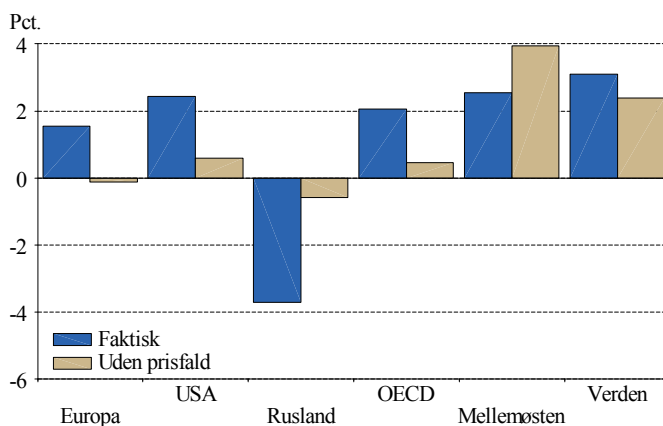
Kilde: Egne beregninger med NiGEM.

### Store effekter af olieprisfald

Ifølge modelberegningen ville væksten i global økonomi have været 0,7 pct.point lavere i 2015, hvis olieprisen ikke var faldet. For OECD-landene ville væksten have været 1,6 pct.point lavere i 2015, så disse lande har i stort omfang nydt godt af olieprisfaldet ifølge beregningen. En række af de olieeksporterende økonomier er blevet stillet ringere af olieprisfaldet. I Rusland og Mellemøsten ville væksten

således have været henholdsvis 3,1 og 1,4 pct.point højere i fravær af prisfaldet, jf. figur I.48.

Figur I.48 BNP-vækst i 2015 med og uden olieprisfald



Anm.: Figuren viser den faktiske vækst i BNP i 2015 og den beregnede BNP-vækst i fravær af olieprisfaldet.

Kilde: Egne beregninger med NiGEM.

**De positive effekter har formentlig været mindre end beregnet**

Da BNP-væksten var behersket i 2015, implicerer de store beregnede effekter af olieprisfaldet, at væksten i Europa ville have været svagt negativ i 2015, hvis olieprisen ikke var faldet. I både USA og i det samlede OECD-område ville væksten have været ca. 0,5 pct. Det er meget lave vækstrater, og det indikerer, at det store olieprisfald ikke har haft så store positive effekter på disse økonomier, som beregningen viser.

**Prisfald formentlig drevet af både udbud og efterspørgsel**

Det kan ikke afgøres med sikkerhed, om udviklingen på oliemarkedet primært er påvirket af forhold på udbuds- eller efterspørgselssiden. Hvis olieprisfaldet skyldes en svag efterspørgsel afledt af den globale vækstafdæmpning, vil olieprisfaldet blot afbøde afdæmpningen fremfor at øge væksten i global økonomi. Misforholdet mellem det store olieprisfald og det tilsyneladende fravær af en signifikant vækstimpuls til verdensøkonomien tyder umiddelbart på, at dette er tilfældet. Der er dog en række forhold, herunder fremkomsten af skifergasindustrien i Nordamerika, det

store udbud fra OPEC-landene og Irans genindtræden på oliemarkedet, som taler for, at gunstige forhold på udbudssiden også spiller en væsentlig rolle for prisfaldet. Udbudsforholdenes betydning betones også af blandt andre Verdensbanken (2015) og Obstfeld mfl. (2016).<sup>7</sup>

**Forøget usikkerhed kan have dæmpet vækstimpuls ...**

Den tilsyneladende beskedne effekt af de gunstige forhold på udbudssiden kan skyldes flere forhold. Olieprisfaldet reducerer virksomhedernes produktionsomkostninger, men det vil først omsætte sig i stigende produktion, når den generelle efterspørgsel stiger. Det er sandsynligt, at den forøgede usikkerhed om udviklingen på oliemarkedet og i verdensøkonomien generelt har fået husholdninger og virksomheder til at være tilbageholdende med at øge forbruget og investeringerne.

**... og den økonomiske politik har ikke bidraget til at øge efterspørgslen yderligere**

Generelt kan den økonomiske politik ikke siges at have stimuleret efterspørgslen yderligere i forbindelse med olieprisfaldet. Pengepolitikken er generelt meget lempelig i OECD-landene, men i mange lande har centralbankerne ikke lempet yderligere i forbindelse med olieprisfaldet – blandt andet fordi renterne i forvejen befinder sig tæt ved 0 pct. og dermed ikke kan sænkes meget mere. Derfor har olieprisfaldet bidraget til at øge realrenten via den negative effekt på inflationen, jf. Obstfeld mfl. (2016). Samtidig er finanspolitikken blevet strammet de senere år i både USA og Europa. Dermed har hverken finans- eller pengepolitikken i nævneværdigt omfang bidraget til at skabe den forøgede af den samlede efterspørgsel, som er nødvendig for, at de positive effekter af olieprisfaldet materialiserer sig.

## I.5 Aktuel økonomisk politik

**Konjunkturerne ventes at blive normaliseret de kommende år**

Efter et første halvår med økonomisk fremgang, indebar andet halvår 2015, og i særdeleshed tredje kvartal, en svag udvikling i efterspørgsel og produktion. Som følge af udviklingen i andet halvår 2015, forventes væksten i BNP i år kun

7) Verdensbanken (2015): *Understanding the plunge in oil prices: Sources and implications* og Obstfeld, Maurice, Arezki, Rabah, og Milesi-Feretti, Gian Maria (2016): *Oil prices and the global economy: It's complicated*.

at blive omkring 1 pct. Den økonomiske fremgang forventes imidlertid at tage til igennem 2016, og fra og med 2017 forventes væksten i BNP at være omkring 2 pct. Det private forbrug ventes, ligesom i år, at yde et betydeligt bidrag til aktivitetsfremgangen de kommende år. Den samlede aktivitetsfremgang ventes at føre til, at konjunktursituationen gradvist vil blive normaliseret.

**Risiko for lavere global vækst**

Der er imidlertid en risiko for, at konjunkturnormaliseringen bliver langsommere end lagt til grund for prognosen, eksempelvis i tilfælde af at den internationale økonomi udvikler sig svagere end forventet. I løbet af foråret er forøget usikkerhed blandt andet kommet til udtryk ved betydelige aktiekursfald, særligt i Kina. De internationale vækstsikkerhed for 2016 er desuden nedjusteret den seneste tid. En mærkbar, yderligere opbremsning af den globale økonomi vil ramme Danmark via lavere eksport og muligvis også via lavere indenlandsk efterspørgsel som følge af mindre tillid til den økonomiske situation.

**Finanspolitikken strammes de kommende år**

Med den økonomiske politik regeringen har lagt op til, herunder fastlæggelsen af udgiftslofterne frem til 2019, vil finanspolitikken bidrage negativt til den økonomiske aktivitet de kommende år. Ifølge vurderingen i nærværende prognose indebærer finanspolitikken isoleret set en reduktion i den årlige BNP-vækst med mellem ca.  $\frac{1}{4}$  og  $\frac{1}{2}$  pct.point i perioden 2016-19. Det skyldes i særdeleshed en afdæmpet udvikling i det offentlige forbrug.

**Ny vurdering af strukturel arbejdsstyrke**

Med nærværende prognose lægger formandskabet en ny vurdering af den ledige produktionskapacitet i dansk økonomi til grund som følge af ændrede antagelser bag beregningen og et opdateret datagrundlag. Med den nye vurdering er det strukturelle niveau reduceret med ca. 40.000 personer i forhold til *Konjunkturvurdering og Offentlige finanser, februar 2016*. Dette har bidraget til, at vurderingen af output gap i 2015 er justeret fra -3,4 pct. til -2,1 pct. Med den nye vurdering af strukturel arbejdsstyrke skønnes arbejdsstyrken at være omkring 30.000 personer lavere end det strukturelle niveau.

**Ikke tydelige tegn på kapacitetspres på arbejdsmarkedet**

Selvom økonomien som helhed har ledig produktionskapacitet, kan der godt opstå mangel på arbejdskraft og lønpres på dele af arbejdsmarkedet. Der er imidlertid ikke tydelige tegn på dette aktuelt. Selvom indikatorerne for mangel på arbejdskraft har udvist en stigende tendens i enkelte erhverv, er de fortsat på lave niveauer. Og på trods af at ledigheden er faldet markant det seneste års tid, har dette ikke givet sig udslag i betydeligt højere lønstigningstakter.

**Budgetlovens metode overvurderer kortsigtet effekt på strukturel saldo**

Nedjusteringen af det strukturelle niveau for arbejdsstyrken har isoleret set forværret den strukturelle saldo, beregnet efter budgetlovens anvisninger, med 0,9 pct. af BNP på kort sigt. Formandskabets egen vurdering af effekten på de offentlige finanser af at nedjustere det strukturelle niveau for arbejdsstyrken er imidlertid kun en forværring på ca. 0,4 pct. af BNP, altså mindre end halvt så stort som den justering budgetlovens metode lægger op til, jf. kapitel II. Dette illustrerer, at budgetlovens metode til at opgøre strukturel saldo bygger på en række forsimplende antagelser, blandt andet om en fast sammenhæng mellem ændringer i beskæftigelses- og output gap og den offentlige saldo.

**Forbedring af de offentlige finanser de kommende år**

Blandt andet som konsekvens af nedjusteringen af strukturel arbejdsstyrke indebærer nærværende prognose, at der i 2016 vil være et underskud på den strukturelle offentlige saldo på 0,7 pct. af BNP vurderet ud fra budgetlovens anvisninger. Stramningen af finanspolitikken de kommende år bidrager til, at den strukturelle saldo forventes at blive gradvist forbedret, og i 2017 forventes et underskud på 0,3 pct. af BNP vurderet ud fra budgetlovens metode. Den faktiske offentlige saldo ventes i 2016 at udvise et underskud på godt 2 pct. Såvel stramningen af finanspolitikken som normaliseringen af konjunktursituationen forventes at føre til en forbedring af den faktiske offentlige saldo. I 2020 forventes således et overskud på 0,1 pct. af BNP på den faktiske offentlige saldo, og i 2025 forventes et overskud på 0,4 pct. af BNP.

**Stramning af finanspolitikken nødvendig**

Den finanspolitiske stramning, der er lagt op til, vurderes at være passende afstemt med den forventede konjunkturudvikling. Hvis finanspolitikken alternativt havde været neutral for væksten frem mod 2019, ville output gap blive lukket hurtigere, hvorved der vil være større risiko for kapa-

citetspres på arbejdsmarkedet og accelererende lønninger. Med den aktuelle vurdering af konjunktursituationen og de offentlige finanser er den planlagte stramning desuden nødvendig for, at budgetlovens underskudsgrænse på 0,5 pct. af BNP for den strukturelle saldo ikke overskrides de kommende år. Den senere tids forøgede usikkerhed i international økonomi og risikoen for lavere global vækst taler imidlertid for, at de finanspolitiske stramninger ikke forceres.

**Vanskeligt at styre den kortsigtede økonomiske politik efter strukturel saldo**

Den betydelige nedjustering af strukturel saldo illustrerer usikkerheden omkring opgørelsen af denne. Med budgetloven er den strukturelle saldo blevet et centralt måltal, som en indikator for de offentlige finansers aktuelle, underliggende sundhedstilstand. Det er som udgangspunkt hensigtsmæssigt, at den økonomiske politik baseres på en vurdering af, hvor sunde de offentlige finanser underliggende er. Med den betydelige usikkerhed, der er forbundet med at opgøre strukturel saldo, er der imidlertid også vanskeligheder forbundet med at styre den kortsigtede økonomiske politik efter denne. Det er uundgåeligt, at opgørelsen af strukturel saldo ændres, i takt med at der offentliggøres ny statistik og metoderne til at opgøre strukturelle niveauer løbende forbedres.

**Trepartsforhandlinger har fokuseret på integration på arbejdsmarkedet**

Siden 2014 har der været en betydelig stigning i tilgangen af asylansøgere. Det er ligeledes sandsynligt, at der i 2016, og muligvis også de kommende år, vil komme relativt mange ikke-vestlige flygtninge til Danmark. I lyset af den lave erhvervsdeltagelse blandt personer fra ikke-vestlige lande og de udfordringer dette kan medføre de kommende år, er det positivt, at regeringen og arbejdsmarkedets parter har gjort integration af flygtninge til en del af forårets trepartsdrøftelser.

**Mulighed for lavere løn og uddannelsesforløb**

I forbindelse med drøftelserne er der indgået aftale om, at virksomheder i en periode på op til to år kan ansætte flygtninge mellem 18 og 40 år i et uddannelsesforløb med en timeløn på ned til 49 kr. Dette er under halvdelen af de normale overenskomstfastsatte mindstelønninger. Virksomheder, der ansætter flygtninge eller familiesammenførte, vil desuden modtage en bonus, hvis størrelse afhænger af, hvor længe ansættelsen varer. Til gengæld forpligtes virksom-



hederne til at give den enkelte flygtning 20 ugers integrationsuddannelse i løbet af de to år.

**Hensigtsmæssigt supplement til reduktion i overførselsniveauet**

Ydelserne for nytilkomne indvandrere og flygtninge blev reduceret i efteråret med indførelsen af integrationsydelsen. Med forårets trepartsdrøftelser flyttes fokus fra udbuddet af arbejdskraft til efterspørgslen efter arbejdskraft for denne gruppe. Generelt vil en ydelsesreduktion mindske indkomstgrundlaget og dermed gøre det mere attraktivt at komme i beskæftigelse, hvilket vil få nogle af de berørte i beskæftigelse. Det er imidlertid problematisk, hvis de berørte grupper har kvalifikationer, der ikke modsvarer de mindstelønninger, arbejdsmarkedets parter har forhandlet sig frem til. I så fald hindres disse grupper i at reagere på ydelsesnedsættelsen og dermed i at deltage på arbejdsmarkedet. Det vurderes derfor at være hensigtsmæssigt, at en reduktion i ydelsesniveauet ledsages af muligheden for lavere mindstelønninger.

**Mulighed for påvirkning af andre dele af arbejdsmarkedet**

Muligheden for, at en særlig gruppe kan arbejde til en løn, der ligger under de normale mindstelønninger, kan dog potentielt have konsekvenser for andre dele af arbejdsmarkedet. På kort sigt er der mulighed for, at tiltaget vil reducere beskæftigelsen blandt andre grupper med relativt begrænsede indtjeningsevner, som ikke er omfattet af muligheden for at blive lønnet under de almindelige mindstelønninger. På længere sigt forventes en eventuel beskæftigelsesnedgang dog at forsvinde via løntilpasning. Det er desuden muligt, at tiltaget på længere sigt vil reducere lønniveauet for mere produktiv arbejdskraft, som udfører lignende eller nært beslægtede arbejdsfunktioner. Størrelsen af gennemslaget til den øvrige del af arbejdsmarkedet er vanskeligt at vurdere præcist, og man bør derfor løbende overvåge udviklingen.

**Regeringen lægger op til skattereform til efteråret**

Regeringen har lagt op til forhandlinger om en skattereform til efteråret og annonceret, at der i den forbindelse vil blive fremlagt en 2025-plan, der vil klargøre råderummet i forbindelse med skattereformen. Man bør være forsigtig med at vedtage ufinansierede skattelettelser i den nuværende situation, hvor der er betydelig usikkerhed om udviklingen i de offentlige finanser de kommende år. Dette bør imidlertid

ikke hindre effektivitetsfremmende skatteomlægninger, der er fuldt finansierede. Hvad enten skattelettelser finansieres ved at forøge andre skatter eller afgifter, via strukturreformer eller ved reduktioner af offentlige udgifter, bør disse finansieringstiltag blive konkret specificerede i forbindelse med reformen.

**Fokus på effektiviteten i det videregående uddannelses-system**

De seneste år har der været fokus på effektiviteten i det videregående uddannelsessystem, blandt andet i form af fremdriftsreformen og nedsættelsen af en arbejdsgruppe, der skal vurdere det såkaldte taxametersystem, som styrer tildeelingen af midler til universiteterne. Der har derimod været mindre fokus på at ændre systemet i retning af at skærpe de studerendes tilskyndelse til at vælge uddannelser med et højt samfundsøkonomisk afkast.

**Omlægning af SU-stipendier overvejes som led i skattereform ...**

Regeringen har tidligere meldt ud, at den ønsker en nedsættelse af topskatten som en del af skattereformen. En sådan topskattenedsættelse vil i overvejende grad komme kandidater, dvs. personer med en lang videregående uddannelse, til gode. I den anledning er det blevet foreslået, at en del af topskattereduktionen finansieres ved at omlægge SU-stipendiet til kandidatstuderende til SU-lån. Fordelingsmæssigt har SU-stipendiet til kandidatstuderende den særlige egenskab, at selvom det reducerer uligheden i årsindkomster, bidrager det til at øge uligheden i indkomsterne set over et livsforløb.<sup>8</sup> Samlet set vil skattereduktionen og en sådan SU-omlægning skærpe de studerendes tilskyndelse til at vælge uddannelser med et højt privat- og samfundsøkonomisk afkast.

**... men fagøkonomien giver ikke entydige anbefalinger herfor**

Set over et livsforløb vil en sådan reduktion af topskatten og en omlægning af SU-stipendiet øge den disponible indkomst blandt store grupper af kandidater, men der vil på den anden side også være store grupper af kandidater, der vil opnå en lavere livsindkomst som følge af tiltaget. Dette er især tilfældet for humanistisk uddannede kandidater, idet en betydelig del af denne gruppe ikke har udsigt til at betale ret

8) Dette er påpeget af Det Økonomiske Råds formandskab i *Dansk Økonomi, efterår 2001* og af Økonomi og Indenrigsministeriet i *Fordeling og incitamenter 2013*.

meget topskat i løbet af karrieren. De vil dermed ikke opnå en kompensation for SU-bortfaldet. Af samme årsag findes ikke en ren fagøkonomisk begrundelse for at foreslå omlægningen, som dermed til syvende og sidst er en politisk afvejning.

**Lav dansk  
BNP-vækst siden  
2009 relativt til  
andre lande ...**

Dansk økonomi har siden 2009 været præget af lavere økonomisk vækst end i en lang række andre lande. Dette kommer til udtryk ved en svag udvikling i beskæftigelsen, som igen kan henføres til en svag udvikling i den danske erhvervsfrekvens. Det er sandsynligt, at en stigende tilgang til uddannelsessystemet er en del af forklaringen på den svage udvikling i erhvervsfrekvensen og dermed i BNP. Hertil kommer, at forskydninger i aldersfordelingen ligeledes trækker i retning af en lavere vækst i Danmark end i mange andre lande, jf. kapitel III.

**... men mere  
positiv velstands-  
udvikling**

I perioden siden 2009 har Danmark imidlertid opnået bytteforholdsgevinster på eksportmarkederne og haft en høj nettoindkomst fra udlandet. Derfor har udviklingen i den samlede danske velstand været væsentlig mere positiv end udviklingen i BNP.

**Vigtigt at holde et  
fokus på  
beskæftigelse,  
produktivitet og  
bytteforhold**

Set over en længere periode har såvel udviklingen i produktiviteten som beskæftigelsen været svag i Danmark relativt til andre lande. Det er vigtigt, at der også fremover fokuseres på denne udvikling. Desuden er det vigtigt at få klargjort, hvad der ligger bag den gunstige udvikling i det danske bytteforhold, og om denne udvikling kan forventes at fortsætte fremover. Er dette ikke tilfældet, er det essentielt, at den danske produktivitetsvækst løftes, hvis Danmark ikke fremover skal opleve en relativ tilbagegang i velstanden.

**Debat om højere  
bidragssatser**

Nykredit har annonceret, at bidragssatserne i dets realkreditselskab Totalkredit hæves som et led i en kommende børsnotering. Tiltaget er en reaktion på forventede stramninger af kapitalkravene til udlån mod lav risiko. Udmeldingen om de forøgede bidragssatser har udløst en betydelig offentlig debat. Nykredit har selv påpeget, at den valgte model skal ses som et alternativ til at reducere dets omkostninger igennem lavere udlånsaktivitet.

**Højere låne-  
omkostninger  
kan afspejle øget  
finansiell  
regulering ...**

De generelle stramminger af kapitelkravene har i regi af Basel III-komiteen fundet sted siden 2010, hvor finanskrisen havde tydeliggjort behovet for en strammere regulering af den finansielle sektor. Øgede omkostninger for forbrugerne kan være en sideeffekt ved strammere finansiell regulering og skal derfor afvejes mod gevinsten i form af en mindre risikofyldt finansiell sektor.

**... men kan være  
problematiske,  
hvis der er  
mangelfuld  
konkurrence**

Det er positivt, at Nykredit og andre SIFI'er (systemisk vigtige finansielle institutter) har muligheden for at polstre sig, når det er nødvendigt. Forøgelsen af bidragsatserne er imidlertid problematisk, hvis der er barrierer, der hindrer kunderne i at skifte til et andet realkreditinstitut eller til et banklån. Omkostningerne herved kan for forbrugerne være betydelige, hvilket kan være en hindring for at skifte til en anden långiver. Som udgangspunkt bør den samlede pris for at skifte til en anden långiver afspejle de reelle omkostninger, der er forbundet herved, herunder omkostninger til tinglysning. Er prisen højere end det, udgør det et samfundsøkonomisk effektivitetsproblem. Det er derfor positivt, at Erhvervs- og Vækstministeriet har bedt Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen om at igangsætte en analyse af konkurrencesituationen på realkreditmarkedet, der blandt andet skal klargøre, hvordan konkurrencen kan forbedres.

**Boligbeskatning:  
Nominal-  
princippet bør  
ophæves**

Nominalprincippet, der har været en del af skattestoppet siden 2002, har bidraget til en reduktion af den effektive beskatning af ejerboliger, især i de områder af landet, hvor boligpriserne er steget mest. Dermed er det boligejerne i de områder af landet, hvor fremgangen har været størst, og hvor boligpriserne i udgangspunktet var højest, der har fået de største gevinster. Udhulingen af den effektive beskatning af ejerboliger har belastet de offentlige finanser og mindsket muligheden for at sænke andre mere skadelige skatter. Formandskabet anbefaler på baggrund af analyser præsenteret i kapitel IV, at nominalprincippet ophæves, så ejendomsværdiskatten opkræves på baggrund af de aktuelle ejendomsvurderinger.

**Ejendomsværdi-  
skat bør forøges**

For at sikre et mere hensigtsmæssigt skattesystem anbefaler formandskabet endvidere, at den eksisterende ejendomsværdiskat hæves. Provenuet fra en sådan forhøjelse kan

eksempelvis indgå som en del af finansieringen af den skattereform, der er lagt op til. De umiddelbart negative virkninger af en forøgelse af ejendomsværdiskatten kan delvis modvirkes gennem gradvis indfasning og overgangsordninger og en udvidelse af den nuværende mulighed for udvalgte persongrupper at indefryse ejendomsskatten. Hvis det vurderes, at det trods disse muligheder er uacceptabelt at hæve ejendomsværdiskatten, bør det alternativt overvejes at supplere den nuværende ejendomsværdiskat med en beskatning af kapitalgevinster på ejerboliger.

**Grundskylden bør bevares og på sigt hæves**

Endelig fraråder formandskabet en reduktion af den nuværende beskatning af jord (grundskylden). Mængden af jord er givet, og grundskylden er dermed nedvæltet fuldt ud i jordprisen. Det betyder, at grundskyld er en af de få skatter, der praktisk talt ikke forvrider samfundsøkonomien. Med et stigende pres på de øvrige skatteklender bør grundskylden derfor snarere udgøre en større andel af de samlede skatter i fremtiden. På grund af de potentielt kraftige kapitaliserings-effekter bør ændringer i grundskyldspromillen indføres gradvist.

**Støtte til udvinding i Nordsøen bør ikke forøges**

Den seneste tids fald i olieprisen har udløst en debat, om virksomhederne i Nordsøen bør opnå mere favorable vilkår i beskatningen af afkastet ved olie- og gasudvindingen. Formandskabet har tidligere, senest i *Dansk Økonomi, forår 2013*, argumenteret for, at beskatningen af den ekstraordinære indtjening i Nordsøen omvendt er for lav. Det skyldes, at staten har ejendomsretten til naturressourcerne og derfor også bør indtjene den altovervejende del af det overnormale afkast ved udvindingen. At blandt andet lavere oliepriser gør selve afkastet mindre og dermed naturligt fører til en lavere produktion, ændrer ikke herved. Det er ikke noget mål i sig selv at opretholde så stor en udvinding i Nordsøen som muligt, uanset om den er rentabel eller ej. Tværtimod er det u hensigtsmæssigt at give subsidier til at opretholde en produktion, der i udgangspunktet ikke er rentabel.

**Regeringen foreslår af PSO-afgiften omlægges**

Regeringen har for nyligt foreslået at omlægge PSO-afgiften, der i dag opkræves som et tillæg til elprisen og anvendes til at finansiere støtte til vedvarende energi (VE) via garanterede mindstepriser. Regeringen foreslår, at udgif-

terne til støtte af vedvarende energi i stedet kommer til at indgå på den årlige finanslov.

**PSO-afgiften kan ikke begrundes ud fra provenuhensyn ...**

Hvis begrundelsen for PSO-afgiften er, at den skal skabe et provenu til at finansiere støtte til VE, vil det, som formandskabet tidligere har anbefalet, være hensigtsmæssigt at omlægge afgiften til bundskatten. Dette vil flytte afgiften over på en bredere skattebase og eliminere de negative effekter på virksomhedernes sammensætning af produktionsinput og på husholdningernes forbrugssammensætning. Nylige beregninger udført i forbindelse med afgifts- og tilskudsanalysen på energiområdet bekræfter, at der kan være en betydelig samfundsøkonomisk gevinst ved at omlægge PSO-afgiften til personskatter. Samtidig kan man ved at lægge udgifterne til støtte til vedvarende energi over på finansloven bidrage til, at disse indgår i den løbende prioritering af de offentlige midler.

**... og heller ikke ud fra VE-målsætning**

Klimarådet har fremført det synspunkt, at den nuværende PSO-afgift bør fastholdes. Klimarådet vurderer således, at en særlig VE-målsætning for elsektoren er hensigtsmæssig, og at PSO-afgiften dermed afspejler de stigende VE-omkostninger, der følger af et øget elforbrug. Formandskabet deler ikke vurderingen af, at en særskilt VE-målsætning for elsektoren er hensigtsmæssig. Det er velbegrunderet at have en generel målsætning om at reducere udledningen af drivhusgasser, og det er hensigtsmæssigt at forfølge en sådan målsætning ved at pålægge alle drivhusgasudledninger en ensartet afgift. Dette sker i dag indenfor kvotesektoren, hvor EU's CO<sub>2</sub>-kvotesystem regulerer udledningen af drivhusgasudledninger, herunder i elsektoren. Forfølgelse af et mål om mindre udledning af drivhusgasser gennem kvotesystemet kan resultere i en højere VE-andel indenfor såvel el-sektoren som andre sektorer, der er omfattet af kvotesystemet. Det er imidlertid ikke hensigtsmæssigt at have selvstændige målsætninger for VE-andele for bestemte sektorer under kvotesystemet eller at forfølge sådanne målsætninger gennem særlige tilskudsordninger. I så fald risikeres det, at VE-investeringerne forvrides mellem de sektorer, der dækkes af kvotesystemet, og at omkostningerne ved at nå en given målsætning om drivhusgasudledninger forøges.

**VE-mål nås  
bedst gennem  
reduktion i  
antallet af kvoter  
på EU-niveau**

Formandskabet har tidligere frarådet en særlig dansk indsats indenfor kvotesektoren, fordi en sådan indsats er uden effekt på de samlede drivhusgasudledninger fra Europa. En reel reduktion af drivhusgasudledningerne inden for kvotesektoren forudsætter i stedet, at EU reducerer antallet af kvoter, der udbydes i det europæiske kvotemarked.

