

KAPITEL I

KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

I.1 Indledning

Fremgang i dansk økonomi, ...

Dansk økonomi er inde i en stærk udvikling, hvor der siden udgangen af 2015 har været en gennemsnitlig kvartalsvis BNP-vækst på ca. 0,7 pct. I år og næste år ventes BNP at vokse med godt 2¼ pct., og vækstraterne forventes at være på godt 2 pct. frem mod 2025.

... og Danmark vurderes at være ude af krisen

BNP vurderes i 2017 at være omtrent på det konjunkturneutrale niveau, og i de kommende år ventes efterspørgslen at presse produktionen op over det konjunkturneutrale niveau. Der forventes et positivt output gap i både 2018 og 2019 på godt ½ pct. af BNP, og Danmark vurderes dermed omsider at være kommet over krisen efter næsten 10 år med negativt output gap. I de kommende år vil økonomiens kapacitetsgrænser blive testet, hvilket stiller ændrede krav til fokus i den økonomiske politik.

Væksten er bredt funderet, ...

Efterspørgslen ventes de kommende år at være bredt funderet i både eksport, investeringer og det private forbrug. Eksportvæksten skal ses i lyset af gode udsigter på de danske eksportmarkeder som følge af en forbedring af den globale konjunktursituation. Væksten i det private forbrug og investeringerne kan blandt andet tilskrives en forventning om, at renterne fortsat vil være lave, hvilket understøtter investerings- og forbrugsmulighederne i virksomheder og husholdninger. Ligeledes understøttes væksten af en betydelig formue, der er opsparet gennem de seneste års tilbageholdenhed med forbrug og investeringer.

... men finanspolitikken ventes at dæmpe aktiviteten

Omvendt forventes finanspolitikken at dæmpe aktivitetsfremgangen de kommende år og reducere BNP-væksten

Kapitlet er færdigredigeret den 25. september 2017.

med ca. 0,3 pct. af BNP i 2017 og ca. 0,4 pct. af BNP i 2018. Det skal ses i lyset af en beskeden vækst i det offentlige forbrug, hvilket blandt andet indebærer, at den offentlige beskæftigelse ventes at falde som andel af den samlede beskæftigelse.

De offentlige finanser er grundlæggende sunde, ...

Normaliseringen af konjunktursituationen de seneste år har medført en forbedring af de offentlige finanser. Der er skabt solid afstand til grænsen for den faktiske offentlige saldo på 3 pct. af BNP. De kommende år ventes en yderligere forbedring, som blandt andet skyldes en forventet stigning i arbejdsstyrken.

... men det strukturelle underskud er for stort i 2018

Med budgetloven er der indført en underskudsgrænse for den strukturelle saldo på $\frac{1}{2}$ pct. af BNP. Formandskabet vurderer, at det strukturelle underskud vil blive 0,6 pct. af BNP i 2018, og at budgetlovens grænse derfor overskrides. På den baggrund vil det ikke være muligt at lempe finanspolitikken i 2018 i forhold til forudsætningerne for finanslovsforslaget for 2018.

Øget pres på arbejdsmarkedet

Konjunktursituationen og den meget lempelige pengepolitik taler også for, at finanspolitikken ikke lempes yderligere. Beskæftigelsen vurderes de kommende år at være over det konjunkturneutrale niveau. Det er en følge af, at efterspørgslen overstiger den strukturelle produktionskapacitet. Dette vurderes at øge kapacitetspresset på det danske arbejdsmarked. I flere brancher er stigningen i mangel på arbejdskraft øget de seneste måneder, og antallet af ledige stillinger har været støt stigende. Hvis manglen på arbejdskraft i virksomhederne bliver for stor, er der risiko for, at det kan føre til en kraftig svækkelse af konkurrenceevnen. Det kan enten være som følge af kraftigt stigende lønninger eller faldende produktivitet, sådan som det var tilfældet op imod begyndelsen på den finansielle krise.

Flere risikofaktorer diskuteres i kapitlet

I kapitlet diskuteres en række usikkerhedsfaktorer til fremskrivningen. Det kan vise sig, at renterne forbliver lave i en længere periode, og der er risiko for, at boligpriserne kommer til at vokse hurtigere, end de fundamentale forhold tilsiger. Presset på arbejdsmarkedet risikerer også at blive større end ventet, for eksempel hvis finanspolitikken bliver

for lempelig. Yderligere kan arbejdsstyrken vokse mindre end forventet, hvilket vil øge manglen på arbejdskraft og svække de offentlige finanser.

Kapitlets indhold

I afsnit I.2 beskrives den forventede udvikling i dansk økonomi frem mod 2025. Herefter præsenteres prognosen for den internationale økonomi og finansielle forhold i afsnit I.3. Afsnit I.4 diskuterer den historiske og fremadrettede udvikling i de danske og internationale renter. I afsnit I.5 afrapporteres vurderingen af de offentlige finanser, mens regeringens reformudspil fra august 2017 diskuteres i afsnit I.6. Kapitlet afsluttes med en diskussion af aktuel økonomisk politik i afsnit I.7. Dette kapitel suppleres af to baggrundsnotater – et om konjunkturudviklingen og den mellemfristede fremskrivning og et om de offentlige finanser.

I.2 Dansk økonomi frem til 2025

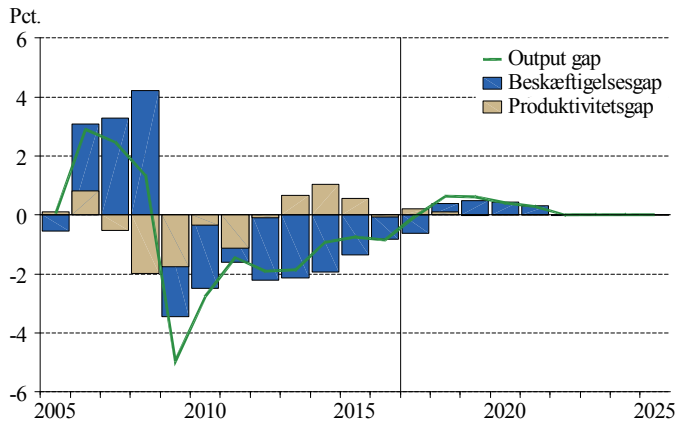
Opsving godt i gang

Dansk økonomi er kommet op i gear. Efter mange år med ledige ressourcer er der nu udsigt til, at efterspørgslen øges i en sådan grad, at økonomiens kapacitetsgrænser bliver testet. BNP-væksten i 1. halvår 2017 er foreløbigt opgjort til 2,7 pct. i forhold til 1. halvår 2016, og beskæftigelsen steg med ca. 47.000 personer i samme periode.

Konjunktursituation omtrent neutral

Økonomien vurderes at befinde sig i en omtrent neutral konjunktursituation, og produktionen vurderes dermed at være tilbage på det konjunkturneutrale niveau, jf. figur I.1. Det betyder, at de seneste næsten ti års lavkonjunktur er overstået, men også at den ledige kapacitet i økonomien efterhånden er begrænset. Dette dækker over, at ledighed og arbejdsstyrke ligger omtrent på deres konjunkturneutrale niveau, mens den gennemsnitlige arbejdstid for de beskæftigede vurderes at være lavere end det strukturelle niveau. Det forventes, at væksten i BNP vil blive godt 2¼ pct. i 2017.

Figur I.1 Output gap



Anm.: Den lodrette streg angiver overgangen til prognose. Beskæftigelsesgap angiver timebeskæftigelsen. Produktivitetsgap er vist for de private byerhverv, mens beskæftigelsesgap og output gap er for hele økonomien. Produktivitetsgap og beskæftigelsesgap summerer omtrent til output gap.

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

Opjustering af BNP-væksten i 2017-18

Dansk økonomi overraskede positivt i 1. halvår 2017, da Danmarks Statistiks opgørelse af nationalregnskabet viste en vækst på 2,7 pct. i forhold til 1. halvår 2016. Danmarks Statistik har derudover oprevideret BNP-væksten for 2016, og begge disse forhold har været medvirkende til, at skønnene for BNP-væksten i 2017-18 er opjusterede i denne prognose i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2017*. I 2017 sker opjusteringen primært som en konsekvens af et højere BNP-niveau ved indgangen til 2017, da væksten igennem 2017 skønnes omtrent uændret. I 2018 er opjusteringen sket både på nettoeksporten og den indenlandske efterspørgsel, herunder investeringerne.

Uddybning af prognosen

Prognosens hovedtal er præsenteret i tabel I.1, mens de centrale forudsætninger er fremlagt i boks I.1. Prognosen for både dansk og international økonomi er uddybet i *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, efterår 2017*, der findes på De Økonomiske Råds hjemmeside.

Tabel I.1 Hovedtal i konjunkturvurderingen

	2016	2017	2018	2019	2025 ^{a)}
	Mia. kr.	-----	Realvækst, pct.	-----	
Privat forbrug	981	2,3	2,4	2,4	2,5
Offentligt forbrug	526	0,8	0,9	1,2	0,9
Offentlige investeringer	73	0,7	-1,7	3,5	2,1
Boliginvesteringer	92	5,0	3,8	3,9	1,8
Erhvervsinvesteringer	249	2,1	7,0	5,4	5,2
Lagerændringer	6	0,1	0,1	0,1	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.926	2,0	2,6	2,7	2,4
Eksport	1.102	4,3	3,5	3,4	4,6
Import	963	4,0	4,3	5,0	5,3
Bruttonationalprodukt	2.065	2,3	2,3	2,0	2,1
BVT i private byerhverv	1.202	2,8	3,1	2,5	2,4
	-----	Ændring i 1.000 pers.			-----
Strukturel arbejdsstyrke	25	25	21	23	13
Arbejdsstyrke	32	43	34	22	10
Privat beskæftigelse	51	44	37	22	5
Offentlig beskæftigelse	-9	-1	2	2	5
	-----	1.000 pers.			-----
Nettoledighed	92	91	86	83	87
	-----	Pct.			-----
Forbrugerpriser	0,5	1,0	2,0	1,6	1,7
Timelønsomkostninger	2,2	2,1	2,9	3,2	3,4
Kontantpris på enfamiliehuse	3,9	3,4	3,2	2,5	2,1
Timeproduktivitet i private byerhverv	-0,1	1,2	1,0	1,0	2,0
Output gap	-0,7	0,0	0,6	0,6	0,0
	-----	Pct. af BNP			-----
Betalingsbalance	7,9	9,1	8,2	6,9	4,6
Offentlig saldo	-0,6	-0,9	-0,1	0,0	0,8

a) 2025-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækst fra 2019 til 2025. For nettoledighed, output gap, betalingsbalance og offentlig saldo er dog angivet niveauet i 2025.

Anm.: Lagerændringer angiver vækstbidraget til BNP. Output gap angiver den procentvise afvigelse fra det strukturelle niveau. Forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug.

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

Boks I.1 Centrale forudsætninger for prognosen

Prognosen bygger på en række forudsætninger om udviklingen i udlandet, renterne og finanspolitikken. De væsentligste forudsætninger præsenteres i denne boks. Disse er uddybet i *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, efterår 2017*, der findes på De Økonomiske Råds hjemmeside. Prognosen bygger på offentliggørelsen af de foreløbige nationalregnskabstal for 2. kvartal 2017.

Udland og finansielle forhold

Der forventes fremgang på de danske eksportmarkeder på ca. 2½ pct. i 2017 faldende til knap 2¼ pct. i 2018 og 2019, jf. afsnit I.3.

Det forudsættes, at Den Europæiske Centralbank udfaser deres obligationsopkøbsprogram i 2018, men ikke ændrer udlånsrenten før 1. kvartal 2019. De danske statsobligationsrenter ventes at nå et årgennemsnit på godt ½ pct. i 2017, stigende til godt ¾ pct. i 2018 og ca. 3½ pct. i 2025, jf. afsnit I.3. Valutakurser forudsættes konstante fra niveauet i august 2017. Olieprisen forventes at få et årsniveau på 50 dollar pr. tønde i 2017. I de følgende år forudsættes olieprisen at stige jævnt mod et niveau på ca. 109 dollar pr. tønde i 2025.

Finanspolitiske forudsætninger

Prognosen lægger den vedtagne finanspolitik til grund. Det forudsættes, at de offentlige udgifter følger udgiftslofterne frem til 2021. Efter 2021 antages det reale offentlige forbrug at følge demografi- og velstandsudviklingen. Derudover er konsekvenser af finanslovsforslaget for 2018 indarbejdet, men aftalen *Omlægning af bilafgifterne* fra september er ikke nået indarbejdet. De finanspolitiske forudsætninger er nærmere beskrevet i afsnit I.5. Den forudsatte udvikling medfører en svagt kontraktiv finanspolitik i 2017-21, hvorefter finanspolitikken ventes at være omtrent neutral for BNP-væksten. Det indebærer et negativt vækstbidrag på godt ¼ pct.point i 2017, knap ½ pct.point i 2018 og knap ¼ pct.point i 2019.

Strukturelle niveauer

De strukturelle niveauer er omtrent uændrede i forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2017*. Det indebærer, at strukturelt BNP ventes at stige med godt 2 pct. årligt i perioden 2017-25, hvilket er ca. ½ pct.point højere end i perioden 1990-2016. Dette skyldes blandt andet, at væksten i den strukturelle timeproduktivitet ventes at blive godt 1¼ pct. årligt i perioden 2017-25. Væksten i den strukturelle beskæftigelse ventes at blive ca. 17.000 personer om året, hvilket primært skyldes tilbagetrækningsreformerne.

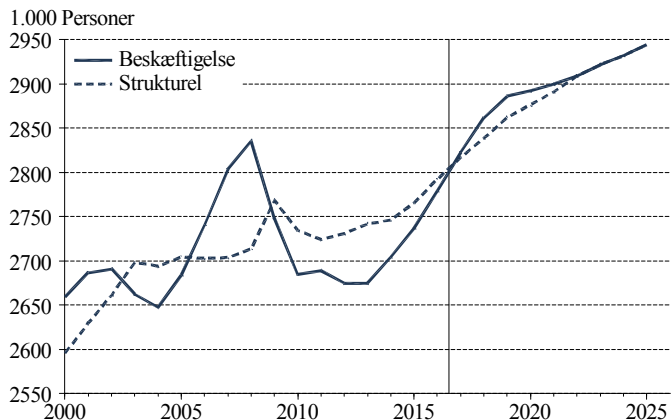
BNP-vækst højere end strukturel vækst

De kommende år ventes pres på økonomien, idet BNP-væksten skønnes højere end den vurderede strukturelle vækst, og der er dermed udsigt til, at output gap bliver positivt. I 2018 ventes omtrent samme BNP-vækst som i 2017, mens væksten i 2019 ventes at blive lidt svagere på godt 2 pct., hvilket hovedsageligt skyldes aftagende vækst på Danmarks eksportmarkeder.

Beskæftigelse over strukturelt niveau

Det positive output gap medfører, at beskæftigelsen ventes at stige hurtigere end den strukturelle beskæftigelse, jf. figur I.2. De kommende års stigninger i beskæftigelsen afhænger i høj grad af, om personer, der får ændret deres efterløns- eller folkepensionsalder, vælger at blive i beskæftigelse. Dette diskuteres senere i afsnittet.

Figur I.2 Beskæftigelse



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

Pres på arbejdsmarkedet er ikke overophedning

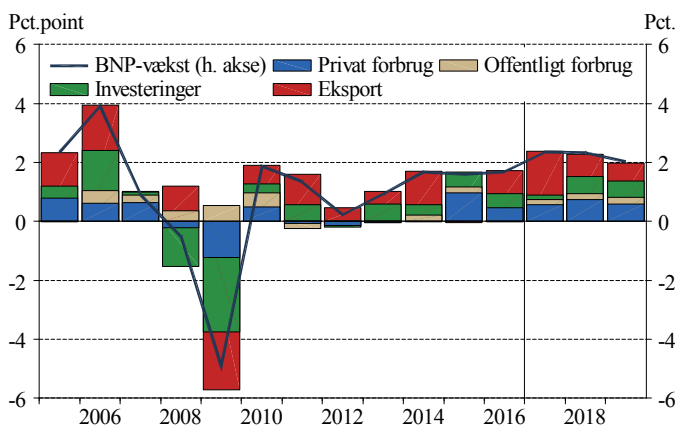
Den markante fremgang i beskæftigelsen betyder, at der de kommende år kan forventes et stigende pres på arbejdsmarkedet. Dette vil naturligt føre til et øget lønpres, der vil forværre konkurrenceevnen og dermed dæmpe efterspørgslen fra udlandet. Dermed mindskes presset på arbejdsmarkedet gennem økonomiens normale ligevægtsmekanismer uden overophedning. Såfremt efterspørgselsvæksten ikke afdæmpes som forventet, vil økonomiens kapacitetsgrænser

blive udfordret yderligere. Det kan eksempelvis ske, fordi finanspolitikken bliver mere ekspansiv, eller renten forbliver lav, jf. afsnit I.4.

Vækstbidrag fra både eksport og det private forbrug

Den høje vækst i dansk økonomi de kommende år skyldes både høj vækst i den indenlandske efterspørgsel og positive vækstudsigter for den internationale økonomi, jf. afsnit I.3. Den fortsatte bedring i verdensøkonomien, herunder hos Danmarks væsentligste samhandelspartnere, forventes at øge den danske eksport, der dermed ventes at give det største vækstbidrag til BNP i 2017, jf. figur I.3. Også den indenlandske efterspørgsel ventes at vokse hurtigt de kommende år, og fra 2018 forventes den private indenlandske efterspørgsel at give det største bidrag til væksten i den samlede efterspørgsel.¹

Figur I.3 Importrensede vækstbidrag



Anm.: Figuren viser vækstbidrag til BNP fra de importrensede efterspørgselskomponenter. Søjlerne summerer ikke præcis til BNP-væksten grundet forskellige deflatorer.

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

1) Det bemærkes, at der ikke er antaget en forbrugseffekt af udbetalingerne af skattefrie efterlønsbidrag for personer, der melder sig ud af ordningen, i 2018 eller for udbetalingerne af for meget betalt ejendomsskat i 2019.

Negativt bidrag fra finanspolitikken

Det offentlige forbrug antages at vokse med omkring 1 pct. årligt i perioden 2017-19, og det offentlige forbrug bidrager dermed positivt til væksten i BNP, jf. figur I.3. Enhver vækst i en efterspørgselskomponent vil bidrage positivt til væksten i BNP. Når finanspolitikkenes aktivitetspåvirkning vurderes, regnes bidraget imidlertid i forhold til, om det offentlige forbrug vokser mere eller mindre end resten af økonomien. Det betyder, at eksempelvis væksten i den offentlige beskæftigelse skal være højere end væksten i den strukturelle beskæftigelse, for at finanspolitikken bidrager positivt til BNP, jf. afsnit I.5. Konkret vurderes finanspolitikken at trække godt ¼ pct. ud af BNP-væksten i 2017 og knap ½ pct. i 2018 i forhold til en neutral finanspolitik.

Højere vækst end regeringen på kort sigt ...

Nærværende vurdering af konjunkturerne de kommende år adskiller sig fra regeringens seneste vurdering i *Økonomisk Redegørelse, august 2017*. Regeringen forventer, at væksten bliver lavere i såvel 2017 som 2018, og vurderer på den baggrund, at aktivitetsniveauet i dansk økonomi i 2018 og 2019 svarer til det konjunkturneutrale niveau. I nærværende prognose ventes efterspørgslen at medføre en stigning i produktionen, der bringer aktivitetsniveauet op over det konjunkturneutrale niveau. Væksten i produktionen antages i nærværende prognose at føre til større stigninger i beskæftigelsen og lavere vækst i timeproduktiviteten, end regeringen venter. Den større efterspørgsel i nærværende prognose skyldes både flere investeringer, større nettoeksport og større offentligt forbrug, jf. afsnit I.5.

... og mod 2025

Frem mod 2025 ventes væksten ifølge nærværende prognose at være væsentligt højere end vurderet af regeringen, jf. *Dansk Økonomi, forår 2017*. Dette skyldes en forudsætning om højere produktivitetsvækst. Væksten i beskæftigelsen er omtrent den samme i de to prognoser set over hele perioden frem til 2025. I nærværende prognose ventes beskæftigelsen dog at stige mere på kort sigt og dermed lidt mindre på længere sigt, hvilket skal ses i lyset af, at aktiviteten ventes at komme over det konjunkturneutrale niveau.

Afsnittets indhold

I resten af afsnittet stilles indledningsvist skarpt på risikoen for, at aktivitetsniveauet i dansk økonomi stiger hurtigere end ventet med kraftigt stigende lønninger og priser til følge.

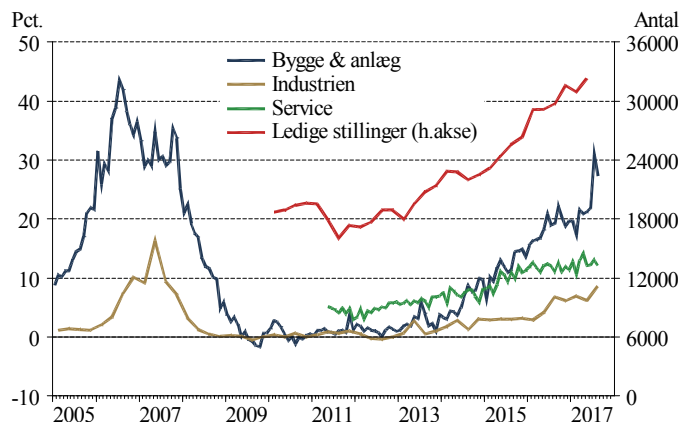
Derefter diskuteres en række forhold i dansk økonomi, der ikke er i ligevægt trods den omtrent neutrale konjunktursituation. Slutteligt i afsnittet behandles de forventede stigninger i arbejdsstyrken med fokus på de forventede effekter af øget folkepensionsalder.

Pres på økonomiens kapacitetsgrænser

**Tiltagende
pres på
arbejdsmarkedet
...**

Efterhånden, som beskæftigelsen er steget, er presset på arbejdsmarkedet øget. Antallet af ledige stillinger er steget i et jævnt tempo, og indikatorer for manglen på arbejdskraft er steget tilsvarende, endda med en acceleration i nogle erhverv de seneste måneder, jf. figur I.4. Manglen vurderes dog fortsat at være noget under niveauet fra seneste højkonjunktur, ligesom manglen i serviceerhvervene fortsat er begrænset.

Figur I.4 Mangel på arbejdskraft og ledige stillinger



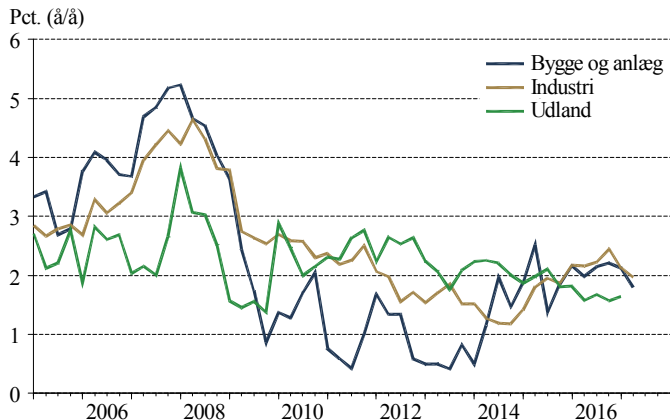
Anm.: Mangel på arbejdskraft angiver andelen af adspurgte virksomheder, der i Danmarks Statistiks konjunkturbarometer svarer, at de har produktionsbegrænsninger i form af mangel på arbejdskraft. Egen sæsonkorrektion af bygge og anlæg samt industri. Seneste observation er 2. kvartal 2017 for ledige stillinger, 3. kvartal 2017 for mangel på arbejdskraft i industri og august 2017 for mangel på arbejdskraft i bygge og anlæg samt service.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

... men stadig moderate lønstigninger

I og med lønningerne i både industrien og bygge- og anlægssektoren steg mindre end 2 pct. i 2. kvartal 2017 i forhold til året før, er lønstigningerne dog fortsat moderate, jf. figur I.5. Den aktuelt lave ledighed og stigende mangel på arbejdskraft trækker i retning af større lønstigninger de kommende år. Normalt vil lønningerne reagere med en vis forsinkelse på en situation med mangel på arbejdskraft, hvorfor det er vigtigt at være opmærksom på faresignaler andre steder i økonomien. I fremskrivningen lægges det til grund, at lønstigningerne i industrien stiger fra ca. 2¼ pct. i 2016 til ca. 3¼ pct. i 2019.

Figur I.5 Lønstigninger



Anm.: Udland dækker over et vægtet gennemsnit af lønstignings-takterne i fremstillingssektoren i Danmarks ti vigtigste samhandelslande. Seneste observation er 1. kvartal 2017 for udlandet og 2. kvartal 2017 for industrien og bygge og anlæg.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, DA's internationale lønstatistik og egne beregninger.

Halvdelen af beskæftigelsesstigning sket blandt udenlandske statsborgere

Udenlandsk arbejdskraft mindsker presset på arbejdsmarkedet. Effekterne af en øget tilstrømning af udenlandsk arbejdskraft blev analyseret i *Dansk Økonomi, forår 2017*. Siden 2. kvartal 2013 er lønmodtagerbeskæftigelsen steget med ca. 150.000 personer. I samme periode er antallet af beskæftigede udenlandske statsborgere steget med knap 75.000 personer. Stigningen er langt overvejende sket i

form af personer med bopæl i Danmark og ikke blandt personer, som arbejder i Danmark, men har bopæl i andre lande – de såkaldte grænsearbejdere.

Udenlandsk arbejdskraft primært i den private sektor

Langt størstedelen af stigningen i beskæftigelsen for udenlandske statsborgere er sket i den private sektor, hvilket skal ses i lyset af, at den offentlige beskæftigelse er faldet i perioden. Knap 40 pct. af stigningen er personer fra østeuropæiske lande, mens yderligere godt 35 pct. er personer fra lande udenfor Europa. Denne andel dækker blandt andet over en mærkbar stigning i antallet af personer med flygtningestatus. Beskæftigelsesstigningen blandt udenlandske statsborgere er fortrinsvist sket i brancher med relativt mange ufaglærte, herunder rengøring mv., industri samt hoteller og restauranter. I industrien svarer stigningen på godt 10.000 udenlandske beskæftigede til knap 70 pct. af beskæftigelsesfremgangen, mens det for hoteller og restauranter svarer til knap 50 pct.

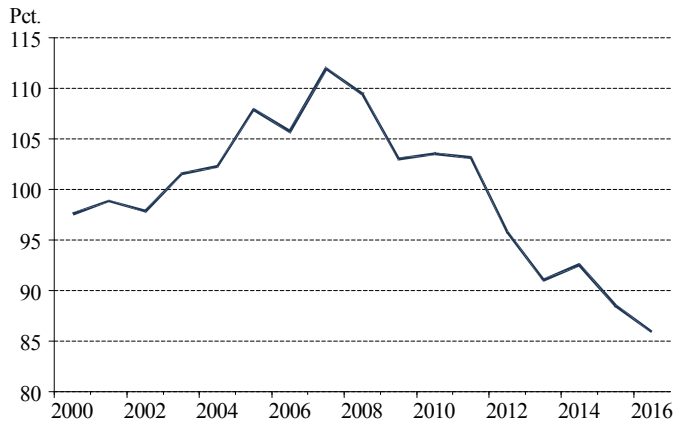
Mangel på arbejdskraft kan føre til svækket konkurrenceevne

Mangel på arbejdskraft må forventes at føre til stigende lønninger eller – i stil med situationen i perioden 2005-07 – dårligere match mellem arbejdsgiver og arbejdstager, hvilket kan medføre en svag udvikling i produktiviteten. Begge udfald vil øge enhedslønomkostningerne og svække konkurrenceevnen, hvilket vil bidrage til at dæmpe efterspørgslen især i de konkurrenceudsatte erhverv.

De seneste år er lønkonkurrenceevnen forbedret i industrien

De seneste år er industriens lønkonkurrenceevne dog forbedret betydeligt, når der ses på lønnens andel af værdiskabelsen i Danmark relativt til øvrige lande – den såkaldte relative lønkvote, jf. figur I.6. Lønkvoten tager højde for, at stigninger i værdiskabelsen kan ske både gennem højere produktivitet og via bytteforholdsgevinster. Den relative lønkvote er faldet godt 25 pct. siden 2007. Det afspejler, at danske virksomheder bruger relativt færre lønkroner på at skabe værdi, end deres udenlandske konkurrenter gør. De relative enhedslønomkostninger, som er et andet mål for konkurrenceevnen, har vist omtrent samme udvikling som den relative lønkvote. I 2016 adskiller udviklingen sig dog, idet de relative enhedslønomkostninger steg grundet en styrkelse af den effektive kronekurs.

Figur I.6 Relativ lønkvote i industrien



Anm.: Den relative lønkvote måler lønkvoten i industrien i Danmark i procent af en sammenvæjning af lønkvoten i Danmarks ti vigtigste konkurrentlande. Sammenvejningen er foretaget med Nationalbankens kronekursvægte. Der er endnu ikke data for 2016 for Belgien, Norge, Japan og USA. Det er antaget, at lønkvoten i disse lande var konstant fra 2015 til 2016.

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

Højkonjunktur i omkringliggende lande

I en række af Danmarks aftagerlande er der nu højkonjunktur, jf. afsnit I.3. Dette kan ramme kapacitetspresset i dansk økonomi dobbelt, hvis højkonjunkturerne i de omkringliggende lande bliver endnu kraftigere. For det første vil landene ønske at importere mere, hvilket vil øge efterspørgslen efter danske varer. Dette kan få eksporten til at stige hurtigt med deraf følgende pres på produktionsapparat, lønninger og beskæftigelse. For det andet vil højkonjunkturer i landene omkring os betyde, at der i mindre grad vil komme arbejdskraft til Danmark, da de har forbedrede muligheder for beskæftigelse i deres hjemland. Dette kan betyde, at presset på det danske arbejdsmarked ikke i samme grad som tidligere dæmpes af udenlandsk arbejdskraft.

Tiltagende pres på boligmarkedet

Ligesom presset på arbejdsmarkedet kan resultere i kraftigt stigende lønninger, så er der risiko for, at den stigende efterspørgsel på boligmarkedet vil resultere i priser, der er højere end, hvad underliggende forhold som rente og indkomst

ville tilsige. De seneste år er boligpriserne steget, og særligt priserne på lejligheder er steget markant. Prisstigningerne skal blandt andet ses i sammenhæng med det lave renteniveau og indkomstfremgangen de seneste år.

**Stigende
boligpriser i
forhold til
indkomst**

De seneste 25 år er boligpriserne steget hurtigere end indkomsten, jf. figur I.7. Priseniveauet målt i forhold til indkomsten ligger i de fleste dele af landet aktuelt under niveauet lige før finanskrisen, men dog på et højt niveau set i forhold til det gennemsnitlige niveau siden begyndelsen af 1990'erne. Det er dog vanskeligt at sige noget om det naturlige niveau for boligprisen i forhold til indkomsten, da dette forhold har udvist tendens til at stige over tid.

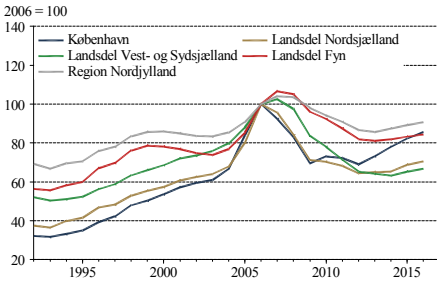
**Stigende
forhold mellem
boligpris og
nyopførelsespris**

Ser man derimod på forholdet mellem boligprisen og nyopførelsesprisen, er forholdet tæt på den historiske top, jf. figur I.8. Nyopførelsesprisen afhænger af prisen på en grund, der er notorisk svær at fastslå – særligt i de store byer. Det er derfor sandsynligt, at nyopførelsesprisen er undervurderet, men det er usikkert i hvilken grad. Niveauet ligger dog meget højt, hvilket indikerer, at der er relativ høj profit at tjene ved at bygge nye huse. Det vurderes derfor, at der er et betydeligt pres på visse geografiske dele af boligmarkedet, hvilket dog blandt andet skal ses i sammenhæng med den meget lave rente, der reducerer ydelsen på boliglån og muliggør, at højere boligpriser kan finansieres til den samme ydelse.

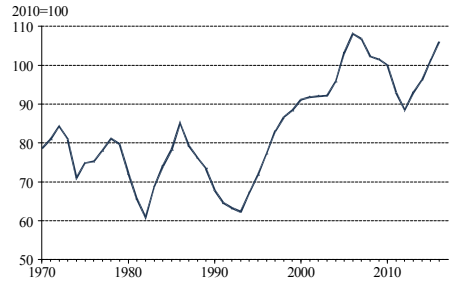
**Begrænsning af
adgang til
risikable lån**

I lyset af de markante prisstigninger på især ejerlejligheder i København og Aarhus henstillede Det Systemiske Risikoråd i marts til at reducere udstedelse af fleks- og afdragsfrilån i København og Aarhus. Som opfølgning herpå må udstedelsen af fleks- og afdragsfrie realkreditlån i København og Aarhus til personer med en bruttogældskvotepå 400 pct. af indkomsten før skat fra oktober højst udgøre 15 pct. af de samlede nye udlån i disse områder. I 2015 var andelen af nye udlån med en bruttogældskvotepå over 400 pct. godt 25 pct. Målet med tiltaget er at begrænse udstedelsen af risikable lån til familier med høj gæld, hvilket kan bidrage til at dæmpe på boligprisudviklingen i de berørte geografiske områder.

Figur I.7 Boligpriser i forhold til indkomst



Figur I.8 Boligpriser i forhold til nyopførelsespris



Anm.: I venstre figur er indkomsten den disponible bruttoindkomst fra de regionalt fordelte nationalregnskaber, mens de benyttede boligpriser er for enfamiliehuse. Højre figur viser boligpriserne for enfamiliehuse delt med et vægtet gennemsnit af investeringsprisen for boliger og grundprisen for ubebyggede grunde. Det bemærkes, at begge figurer er indekserede, hvorfor der ikke kan tolkes på niveauet.

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

Risiko for yderligere pres på boligmarkedet

De kommende år ventes væksten i de reale boligpriser at aftage, efterhånden som udbuddet af boliger øges gennem nybyggeri, og renterne stiger. Ligesom på arbejdsmarkedet er der dog en risiko for, at efterspørgslen bliver for stor, hvilket kan føre til uholdbare prisstigninger. Ligeledes er det muligt, at den lange periode med lave renter og deraf følgende høje boligprisstigninger har givet forbrugerne en forventning om, at priserne vil fortsætte væksten i samme tempo. Dette kan føre til selvopfyldende forventninger i en periode – en såkaldt boligprisboble. Det er dog ikke vurderingen, at presset på boligmarkedet vil resultere i en boligboble, ligesom Nationalbanken vurderer, at aftalen om boligbeskatningen vil hjælpe med at stabilisere prisudviklingen.

Er konjunktursituationen omtrent neutral?

Dele af økonomien er ikke i ligevægt ...

Produktion og beskæftigelse vurderes at være tæt på det konjunktur-neutrale niveau efter mange års lavkonjunktur. En forventning kunne derfor være, at økonomien er tilbage i ligevægt, og at alle dele af økonomien derfor fremover vil vokse med mere eller mindre konstante trendmæssige vækstrater. Dette ventes imidlertid ikke at være tilfældet, blandt andet fordi krisen har bevirket, at der er en række

områder, hvor de faktiske størrelser er kommet relativt langt væk fra deres trendmæssige ligevægtsniveauer. Sådanne afvigelser indebærer, at der i en periode for at genskabe ligevægten kan være behov for vækst på disse områder, der er enten højere eller lavere end den trendmæssige.

... eksempelvis kapitalapparatet, det private forbrug og lønkvoten

Nogle af de områder, som fortsat er langt fra deres trendmæssige niveauer, trods den neutrale konjunktursituation når man ser på produktion og beskæftigelse, er forholdet mellem kapital og arbejdskraft (K/L-forholdet), forbrugskvoten og lønkvoten. I det følgende kommenteres på udviklingen for de tre nævnte forhold, og der startes med konsekvensen af afvigelserne – det store betalingsbalanceoverskud de seneste år. Udover disse er renten i disse år også usædvanligt lav. Dette kan skyldes den store opsparing, den manglende forbrugs- og investeringslyst har resulteret i. Det lave renteniveau behandles i afsnit I.4.

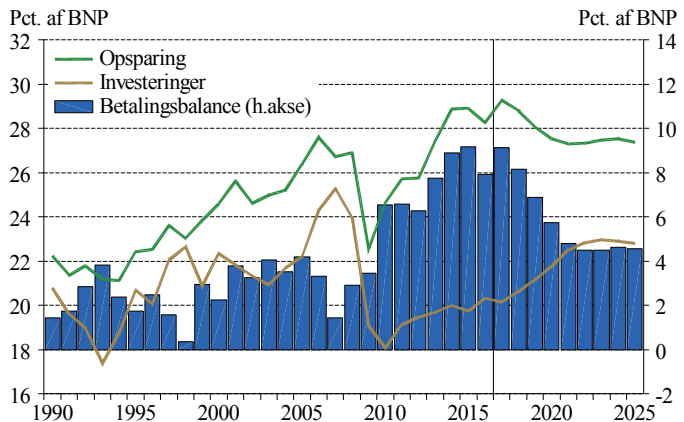
Stadig stort overskud på betalingsbalancen

Både forbrugskvoten og K/L-forhold er lavere, end neutrale forhold tilsiger, hvilket har medført et stort betalingsbalanceoverskud. Overskuddet på betalingsbalancen er udtryk for, at opsparingen er større end de indenlandske investeringer. Dette indebærer, at virksomheder og forbrugere i stadig større grad vælger at placere deres opsparing i udlandet – enten i form af finansielle aktiver eller direkte investeringer. Det kan blandt andet være udtryk for et behov for konsolidering, som har medført lavere forbrugs- og investeringsvækst i en årrække. Når konsolideringen er tilendebragt, vil der så være et pres for, at forbrug eller investeringer vil stige mere end den generelle vækst i økonomien. Den store opsparing har slået ud i, at overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er historisk højt, jf. figur I.9.

Historisk fald i K/L-forholdet, ...

Historisk set har K/L-forholdet i lavkonjunkturer ligget over trenden. Dette skyldes, at overflødig arbejdskraft forholdsvis hurtigt kan afskediges, mens det tager lang tid at nedslide overflødig kapital. Denne lavkonjunktur har dog været anderledes, hvilket skal ses i lyset af, at lavkonjunkturerne har været ganske langtrukne. K/L-forholdet har været faldende siden 2012, jf. figur I.10., hvilket skyldes en kombination af en markant stigning i beskæftigelsen og et relativt lavt niveau for investeringerne i de senere år.

Figur I.9 Betalingsbalance



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

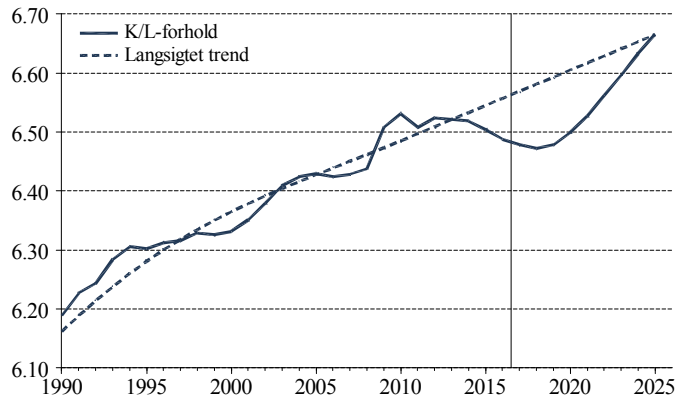
... som ventes at fortsætte i 2017 og 2018

Ligesom det tager tid at nedslide kapitalapparatet, tager det også tid at opbygge det. Det betyder, at når beskæftigelsen stiger så meget, som den har gjort de seneste år, så skal investeringerne ligge på et relativt højt niveau for at holde K/L-forholdet konstant. I 2017 og 2018 ventes også høje stigninger i beskæftigelsen. Dette medfører, at K/L-forholdet forventes at falde yderligere, trods en stigning i erhvervsinvesteringerne som andel af BNP fra 12 til 13 pct.

Flere investeringer frem mod 2025

Frem mod 2025 antages investeringerne at stige i takt med, at virksomhedernes kapacitetsudnyttelse øges. De forudsættes at stige i et tempo, der medfører, at K/L-forholdet når tilbage til den historiske trend omkring 2025. Dette forudsættes at ske samtidig med, at renteniveauet øges. I fald renteutviklingen bliver anderledes end forudsat, vil dette påvirke investeringsudviklingen både på kort og mellemfristet sigt, jf. afsnit I.4. Hvis tilpasningen af kapitalapparatet sker langsommere end forudsat, eller hvis trendens niveau er overvurderet, vil produktivitetsvæksten blive lavere, hvilket indebærer et lavere niveau for BNP i 2025. Eksempelvis vil en reduktion af investeringsvæksten på 1 pct.point årligt i perioden 2017-25, svarende til en sænkning af K/L-forholdet med knap 5 pct., medføre, at den årlige BNP-vækst mindskes med ca. 0,1 pct.point, jf. *Dansk Økonomi, forår 2017*.

Figur I.10 K/L-forhold



Anm.: Figuren viser forholdet mellem kapital og arbejdskraft i de private byerhverv.

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

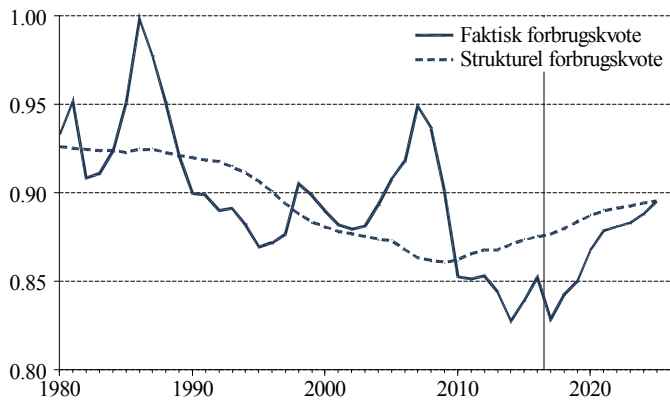
Forbrugskvoten unormalt lav

Et andet forhold, der aktuelt ligger noget under det trendmæssige niveau, er forbrugskvoten, der måles som den private forbrugs andel af den disponible indkomst, jf. figur I.11. Generelt falder forbrugskvoten i lavkonjunkturer, da forbrugerne grundet øget usikkerhed og eventuelt fald i formue ønsker at konsolidere privatøkonomien. Forbrugskvoten er dog denne gang faldet mere end under tidligere lavkonjunkturer, hvilket sandsynligvis er delvist forårsaget af den kraftige nedtur på boligmarkedet. Dette har mindsket boligformuen, der forventes at påvirke forbruget.

Kraftig indkomstfremgang omsættes langsomt til forbrug

Forskellen mellem den faktiske og den strukturelle forbrugskvote er ikke i samme grad som tidligere indsnævret i takt med normaliseringen af konjunkturerne. Dette kan skyldes, at forbrugerne har haft et ekstraordinært behov for at konsolidere sig grundet det store fald i boligformuen. Ligeledes er forbrugselasticiteten på kort sigt lavere end på længere sigt. Dette vurderes blandt andet at slå ud i 2017, hvor den disponible indkomst skønnes til at stige med knap 6½ pct., mens forbruget i løbende priser blot ventes at stige med knap 3½ pct., hvilket udvider forskellen mellem faktisk og strukturel forbrugskvote.

Figur I.11 Forbrugskvote



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

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

Stigende forbrugskvote frem mod 2025

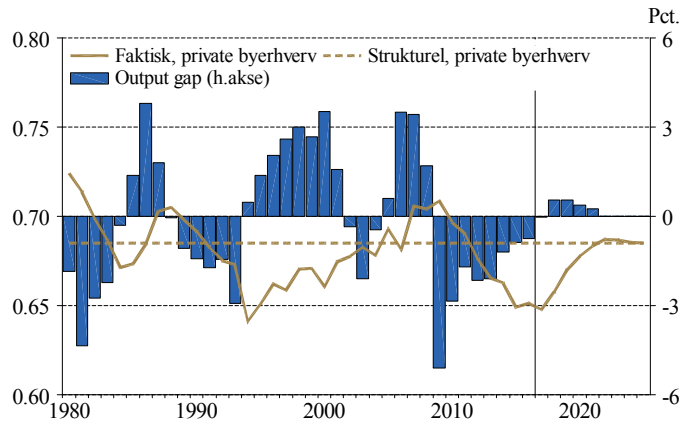
I fremskrivningen forudsættes forbrugerne at vende tilbage til den historiske forbrugsadfærd, hvilket indebærer, at forbrugskvoten stiger fra omkring 85 pct. i 2016 til ca. 89½ pct. i 2025. Den stigende forbrugskvote indebærer vækstrater i det private forbrug på ca. 2½ pct. årligt i perioden 2019-25, som ventes at blive understøttet af beskæftigelsesfremgang og stigende boligpriser. En langsommere vækst i forbruget vil som udgangspunkt ikke påvirke niveauet for BNP på længere sigt, da BNP antages at være bestemt fra udbudssiden af økonomien på længere sigt, jf. også *Dansk Økonomi, forår 2017*. En lavere forbrugskvote vil dermed primært sætte sig i et endnu større betalingsbalanceoverskud. Samtidig vil der opstå en lille forværring af den offentlige saldo, da afgiftsindholdet på forbrug er højere end på andre efterspørgselskomponenter.

Faldende lønkvote gennem lavkonjunktur

Ligesom forbrugskvoten er lønkvoten i private byerhverv også på et lavt niveau, jf. figur I.12. Dette ligger rimeligt i tråd med, hvordan lønkvoten normalt udvikler sig over en konjunkturykel. Lønkvoten falder typisk omkring starten af en lavkonjunktur, i takt med at virksomhederne får afske-

diget medarbejdere og genoprettet produktiviteten. Dermed vokser reallønnen mindre end produktiviteten. Dette har også været mønstret i den seneste lavkonjunktur. Lønkvoten begynder normalt at stige igen omkring tidspunktet, hvor konjunkturerne vender fra negative til positive.

Figur I.12 Lønkvote i private byerhverv og output gap



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

Faldende lønkvote trods stigende beskæftigelse

Denne lavkonjunktur har dog været atypisk i forhold til udviklingen i beskæftigelsen. Normalt følger output gap og ændringen i beskæftigelsen hinanden, hvilket i mindre grad har været tilfældet siden 2010. Dette har skabt det specielle forhold, at lønkvoten er faldet, selvom beskæftigelsen er steget forholdsvis meget.

Lav lønkvote ikke kun dansk fænomen

Afkoblingen mellem beskæftigelsen og lønkvoten skal blandt ses i sammenhæng med relativt lave lønstigninger kombineret med en relativ høj vækst i produktiviteten. Den lave lønkvote er ikke kun et dansk fænomen. Der har været en global tendens til faldende lønkvoter igennem mange år. En af grundene til dette vurderes at være, at arbejdsmarkedet i højere grad er blevet globaliseret. Tidligere var det sådan, at når der blev for få ledige hænder, så ville lønnen stige. I dag er det dog muligt at hente flere ledige hænder fra udlandet, hvormed lønstigningerne begrænses. I en

dansk kontekst har det særligt været tilfældet siden udvidelsen af EU med de østeuropæiske lande. En faktor, der har fået den danske lønkvote til at falde yderligere i forhold til udlandet, er den mærkbare stigning i værdiskabelsen, der er sket uden for Danmarks grænser, f.eks. køb og videresalg af varer i udlandet – det såkaldte merchanting. Dermed stiger den danske bruttoværditilvækst uden brug af særlig meget dansk arbejdskraft, hvorfor lønsummen ikke stiger i samme grad, som hvis produktionen var udført i Danmark.

Lavere lønkvote medfører færre skatteindtægter

I det omfang at en øget del af værdiskabelsen sker ved merchanting eller lignende, vil lønkvoten fremover være lavere. I fremskrivningen antages det, at lønkvoten vil returnere til det vurderede strukturelle niveau på mellemfristet sigt.² Dette indebærer forholdsvis høje reallønstigninger på ca. 1½ pct. årligt frem mod 2025. Hvis lønkvoten ikke øges til det forudsatte niveau, da vil det primært have betydning for de offentlige finanser, idet skatteindtægterne mindskes.

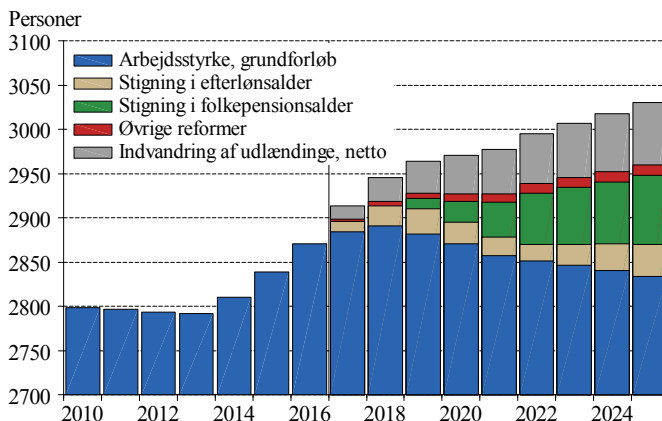
Usikkerhed om størrelsen af arbejdsstyrken

Stigning i arbejdsstyrke og arbejdstid mod 2025

Det vurderes, at den strukturelle arbejdsstyrke frem mod 2025 stiger med godt 150.000 personer, jf. figur I.13. Det ventes, at stigningen i den strukturelle arbejdsstyrke vil medføre en stigning i den strukturelle beskæftigelse i omtrent samme størrelsesorden. Samtidig med den stigende arbejdsstyrke forudsættes en stigning i den gennemsnitlige strukturelle arbejdstid på 11 timer fra 2016 til 2025 svarende til godt 20.000 fuldtidsbeskæftigede. Forudsætningerne om udviklingen i arbejdsstyrken og arbejdstiden frem til 2025 er meget centrale for udviklingen i BNP, den fremadrettede vurdering af kapacitetspres og ikke mindst vurderingen af de offentlige finanser. Det er derfor væsentligt at have fokus på usikkerhederne omkring disse forudsætninger.

2) Det strukturelle niveau er dannet som et historisk gennemsnit over perioden 1980-2013.

Figur I.13 Strukturel arbejdsstyrke frem mod 2025



Anm.: Figuren viser udviklingen i den strukturelle arbejdsstyrke. Fra 2017 og frem er denne dekomponeret i reformeffekter og nettoindvandring samt et grundforløb fraregnet disse. Reformbidrag er opgjort i forhold til den strukturelle arbejdsstyrke i 2016. "Øvrige reformer" indeholder blandt andet reformer af SU, kontanthjælp, dagpenge og førtidspension. "Indvandring af udlændinge, netto" indeholder nettoindvandring af udenlandske statsborgere, der ventes at kunne indgå i arbejdsstyrken.

Kilde: DREAM's socioøkonomiske fremskrivning.

Udvikling afhænger af tilbagetrækningsalder, indvandring og demografi

Der er tre centrale faktorer, som har betydning for udviklingen i den strukturelle arbejdsstyrke frem mod 2025. For det første er der gennemført en række reformer, herunder at efterløns- og folkepensionsalderen gradvist hæves. Fra 2016 til 2025 skønnes stigningerne i efterløns- og pensionsalderen at øge den strukturelle arbejdsstyrke med knap 115.000 personer. For det andet ventes en positiv nettoindvandring af udenlandske statsborgere i perioden, hvilket øger arbejdsstyrken med godt 70.000 personer i 2025. For det tredje reduceres den strukturelle arbejdsstyrke isoleret set med knap 40.000 personer i perioden som følge af demografiske forhold, herunder at antallet af ældre, der forlader arbejdsmarkedet, er højere end antallet af yngre, der træder ind. Det skal blandt andet ses i lyset af en lav erhvervsfrekvens blandt unge. Disse faktorer gennemgås nærmere i det følgende.

*Stigninger i efterløns- og folkepensionsalderen***Stigning i
efterlønsalder
fra 60 til 64 år ...**

Efterlønsalderen blev i perioden 2014-16 hævet fra 60 til 61½ år, og i de kommende år hæves den yderligere, så den i 2023 vil være 64 år, jf. tabel I.2. Stigninger i efterlønsalderen forventes at bidrage til stigningen i arbejdsstyrken i 2025 med godt 35.000 personer.

Tabel I.2 Tilbagetrækningsaldrer frem mod 2023

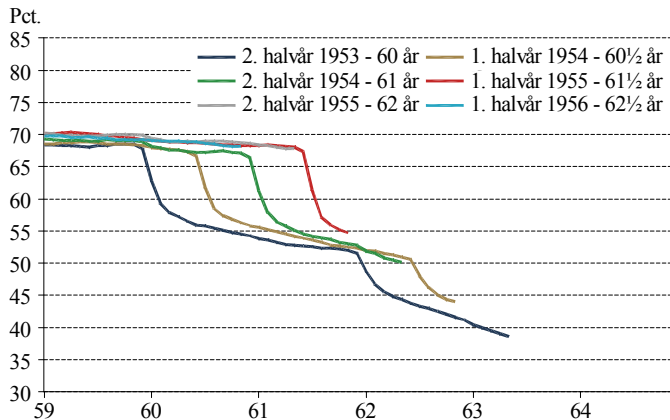
År	Efterløns- alder	Pensions- alder
2016	61½	65
2017	62	65
2018	62½	65
2019	63	65½
2020	63	66
2021	63	66½
2022	63½	67
2023	64	67

Anm.: Tabellen viser alle år indtil 2023, hvor der ifølge fremskrivningen vil ske ændringer i enten efterløns- eller folkepensionsalderen. Der er ikke vedtaget yderligere stigninger mellem 2023 og 2025.

**... udvider
arbejdsstyrken**

De hidtidige erfaringer med stigningen i efterlønsalderen fra 60 til 61½ år tyder på, at beskæftigelsesfrekvensen øges i takt med efterlønsalderen, jf. figur I.14. De årgange, der ikke længere kan gå på efterløn som 60-årige, fortsætter i det store og hele på arbejdsmarkedet frem til den nye efterlønsalder. I 2017 skønnes stigningen i efterlønsalderen til 62 år at bidrage med yderligere godt 10.000 personer til arbejdsstyrken, og stigningerne i efterlønsalderen mod 2025 ventes at øge arbejdsstyrken med godt 35.000 personer.

Figur I.14 Beskæftigelsesfrekvenser



Anm.: Figuren angiver andelen af personer, der er født i et givent halvår, der er i lønmodtagerbeskæftigelse ved en given alder. De forskellige årgange har forskellige tilladte efterlønsaldrer, der er angivet i tabel I.2. Seneste observation er december 2016.

Kilde: DREAM, Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering og egne beregninger.

Stigning i pensionsalder fra 2019 bygger på en række antagelser, ...

Fra 2019 vil der også være gradvise stigninger i folkepensionsalderen. Stigningerne i folkepensionsalderen antages at øge arbejdsstyrken med knap 80.000 personer i 2025. Fremskrivningen bygger på, at beskæftigelsesfrekvenserne er uændrede, når pensionsalderen udskydes. Det forudsættes dermed, at der ikke er en stigning i andelen af folk, der trækker sig tilbage for egne midler. Når folkepensionsalderen er 66, ventes en 65-årig dermed at have samme beskæftigelsesfrekvens, som en 64-årig har i dag. Der korrigeres dog for, at andelen af en årgang på førtidspension stiger med alderen, hvilket trækker i retning af en lavere beskæftigelsesfrekvens for personer lige før pensionsalderen. Yderligere tages højde for befolkningens sammensætning fordelt på køn, uddannelse og etnicitet, samt hvor mange der er medlem af efterlønsordningen.³

3) Fremskrivningen er yderligere beskrevet i DREAM's *Fremskrivning af befolkningens arbejdsmarkedstilknytning, Socioøkonomisk fremskrivning 2016*.

... som er usikre

Der er på den baggrund usikkerhed om, hvordan stigningen i folkepensionsalderen vil påvirke beskæftigelsesfrekvenserne, herunder andelen på førtidspension og graden af selvpen- sionering. Graden af selvpen- sionering kan vise sig at være højere end ved stigningen i efterlønsalderen. Det skyldes, at det økonomiske incitament til at øge tilbagetrækningsalderen er væsentligt større for en efterlønsmodtager end for en folke- pensionist. Det skal blandt andet ses i sammenhæng med, at efterlønnen typisk er større end folkepensionen, og at der er krav om beskæftigelse frem mod overgang til efterløn. Det indebærer, at der er betydelig usikkerhed om, hvordan forhøjelse af folkepensionsalderen vil påvirke tilbagetræknings- og beskæftigelsesmønstrene for de berørte årgange.

Nettoindvandring

**Nettoindvandring
øger
arbejdsstyrken**

Det forudsættes, at nettoindvandringen af udlændinge øger arbejdsstyrken med godt 70.000 personer frem til 2025. Dette skøn afhænger af antallet af asylansøgere, den erhvervs- og studierettede indvandring, udvandring samt erhvervs- frekvensen for disse, der alt sammen er vanskeligt at skønne over. Fremskrivningen af nettoindvandringen har derfor i overvejende grad beregningsteknisk karakter, men er ikke desto mindre central for udviklingen i arbejdsstyrken. Netto- indvandringen er opdelt på personer af vestlig og ikke- vestlig herkomst, og erhvervsfrekvensen for disse er beregnet på baggrund af historiske erfaringer baseret på alder, køn og uddannelsesniveau.

**Usikkerhed
om fortsat
tilstrømning
udefra**

Den samlede nettoindvandring af udenlandske statsborgere er i sig selv en væsentlig usikkerhedsfaktor for udviklingen i arbejdsstyrken. Dertil kommer, at også sammensætningen af nettoindvandringen er af afgørende betydning, da der er væsentlige forskelle i arbejdsmarkedstilknytningen, alt efter hvilket opholdsgrundlag udlændinge er kommet hertil på. Personer, der kommer til Danmark som flygtninge eller som familiesammenførte til flygtninge, har væsentlig lavere beskæftigelsesfrekvens end personer, der kommer hertil på erhvervsrettede ordninger, som beskrevet i *Dansk Økonomi, forår 2017*. Viser det sig, at flygtninge fremover udgør en større del af nettoindvandringen, end det historisk har været tilfældet, kan det reducere indvandreres erhvervsfrekvens

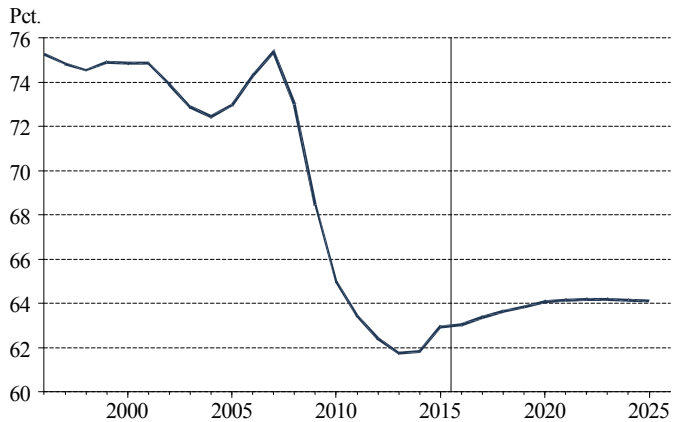
og dermed stigningen i arbejdsstyrken. Nettoindvandring på godt 70.000 personer mod 2025 bidrager derfor med en betragtelig usikkerhed til fremskrivningen af arbejdsstyrken.

Lavere erhvervsfrekvens blandt unge

Færre unge i arbejdsstyrken

Et tredje usikkerhedselement i fremskrivningen af arbejdsstyrken er de unges erhvervsfrekvens. Modsat personer omkring efterlønsalderen samt udenlandske statsborgere er erhvervsfrekvensen for de unge faldet markant de senere år, jf. figur I.15. Dette afspejler, at de unge studerer i stedet for at være i beskæftigelse eller ledige – og kun i begrænset omfang har et job ved siden af studierne. Der er dermed sket et markant skift i de unges erhvervsfrekvens, som i fremskrivningen antages at være permanent. Det nuværende niveau er dog lavt og skyldes blandt andet, at mange unge er søgt ind i uddannelsessystemet i forbindelse med krisen. Skulle erhvervsfrekvensen for de 17-29 årige komme tilbage på det gennemsnitlige niveau i perioden 2000-05, så vil arbejdsstyrken stige med godt 100.000 personer. Det bemærkes dog, at unge under 30 år har en lavere arbejdstid end den gennemsnitlige beskæftigede, da det ofte drejer sig om unge, der har beskæftigelse ved siden af studierne. Tages der højde for dette, så svarer stigningen til ca. 65.000 fuldtidsbeskæftigede.

Figur I.15 Erhvervsfrekvens 17-29-årige



Anm.: Før 2016 vises den faktiske erhvervsfrekvens for de 17-29 årige, og fra 2016 vises den strukturelle erhvervsfrekvens baseret på DREAM's socioøkonomiske fremskrivning. Den lodrette streg angiver overgangen mellem disse.

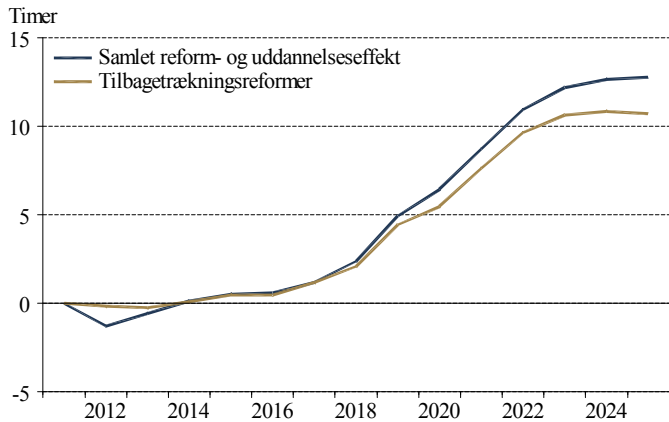
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og DREAM's socioøkonomiske fremskrivning.

Stigning i gennemsnitlig arbejdstid

Større gennemsnitlig arbejdstid ved flere ældre

Den strukturelle gennemsnitlige arbejdstid forudsættes som nævnt gradvist at stige med 11 timer frem mod 2025, hvilket svarer til godt 20.000 fuldtidsbeskæftigede. Stigningen i arbejdstiden afspejler hovedsageligt en ældre arbejdsstyrke som følge af tilbagetrækningsreformer. Det skyldes, at personer tæt på efterløns- og pensionsalderen historisk har haft en højere gennemsnitlig arbejdstid end den gennemsnitlige beskæftigede, og det forudsættes derfor, at tilbagetrækningsreformerne øger den gennemsnitlige arbejdstid. Samlet set bidrager tilbagetrækningsreformerne med en stigning i den gennemsnitlige arbejdstid på ti timer frem mod 2025, jf. figur I.16. Derudover ventes der også mindre bidrag fra en stigende uddannelsestilbøjelighed samt en række øvrige strukturelle reformer. Samlet vurderes reform- og uddannelseseffekter at øge den gennemsnitlige arbejdstid med 12 timer frem mod 2025, og i fravær af disse ville der således være et lille fald i den strukturelle gennemsnitlige arbejdstid.

Figur I.16 Reformeffekt på gennemsnitlig arbejdstid



Anm.: Forskellen mellem de samlede reform- og uddannelseseffekter udgøres blandt andet af effekter af stigende uddannelsesniveau og skattereformer.

Kilde: DREAM.

Normalisering af konjunkturer giver også stigning i arbejdstiden

De kommende år ventes også den forbedrede konjunktursituation at bidrage til en stigning i den gennemsnitlige arbejdstid. De seneste år har den faktiske gennemsnitlige arbejdstid været faldende, og aktuelt vurderes det, at den gennemsnitlige arbejdstid ligger ca. 12 timer lavere end det strukturelle niveau, svarende til godt 20.000 fuldtidspersoner. Det skyldes blandt andet, at en relativt stor andel af de seneste års beskæftigelsesstigning har været udgjort af stigende deltidsbeskæftigelse. Vurderingen af strukturel gennemsnitlig arbejdstid er behæftet med stor usikkerhed, og skulle de seneste års fald i gennemsnitlige arbejdstid vise sig at være af mere strukturel karakter, vil det også have implikationer for udviklingen i BNP, kapacitetspres på arbejdsmarkedet og de offentlige finanser.

I.3 International økonomi og finansielle forhold

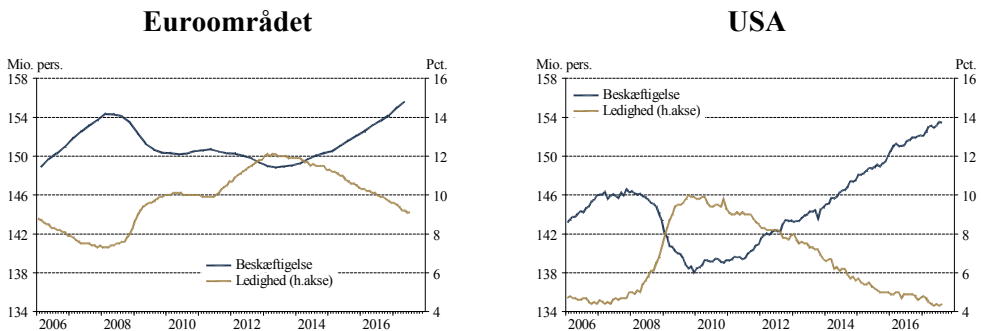
Der forventes pæn vækst på de danske eksportmarkeder

De europæiske økonomier er generelt kommet godt igennem 1. halvår 2017 med højere vækst end ventet i starten af året. Væksten i USA er også taget til i 2. kvartal, og samlet set forventes den sammenvejede vækst i Danmarks vigtigste samhandelslande at blive ca. 2½ pct. i 2017 og godt 2 pct. i 2018. I forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2017* ventes nu en lidt højere vækst i 2017, hvilket i høj grad skyldes en opjustering i en række europæiske lande. Forventningen til væksten i 2018 er omtrent uændret.

Bedring på det europæiske arbejdsmarked ...

Ledigheden i euroområdet er siden 2013 faldet ca. 3 pct.point til 9,1 pct. i juli 2017, og beskæftigelsen er i samme periode steget med ca. 6,6 mio. personer, jf. figur I.17. Bedringen på det europæiske arbejdsmarked har også betydet, at den faktiske ledighed i 2016 kun var ca. 1 pct.point højere end OECD's beregnede strukturelle niveau for eurolandene set under ét. Der er dog store forskelle på de forskellige landes arbejdsmarkeder, og således er der i flere europæiske lande allerede nu tegn på pressede arbejdsmarkeder med en ledighed under det strukturelle niveau.

Figur I.17 Beskæftigelse og ledighed



Anm.: Ledigheden er opgjort i procent af arbejdsstyrken. For euroområdet er seneste observation for ledigheden og beskæftigelsen hhv. juli 2017 og 2. kvartal 2017. Seneste observation for ledighed og beskæftigelse i USA er august 2017.

Kilde: Macrobond.

... og det amerikanske

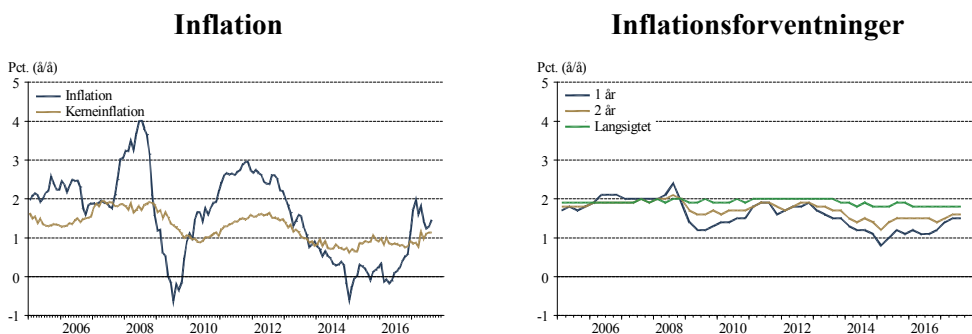
I USA er ledigheden siden starten af 2013 også faldet markant fra 8 pct. til 4,4 pct. i august 2017. Faldet i ledigheden skyldes blandt andet en stigning i beskæftigelsen på ca. 10 mio. personer. Udviklingen indebærer, at der er ved at være pres på det amerikanske arbejdsmarked. Således har den faktiske ledighed været lavere end OECD's beregnede strukturelle ledighed siden 2. kvartal 2016.

Fortsat moderat inflation i euroområdet ...

Inflationen i euroområdet steg markant i 2. halvår af 2016 og starten af 2017, hvilket især var trukket af stigende olie- og råvarepriser. De seneste måneder er inflationen faldet lidt tilbage og var i august 2017 knap 1,5 pct., jf. figur I.18. Kerneinflationen har efter en mindre stigning i starten af 2017 ligget relativt stabilt på godt 1 pct. Ifølge ECB's kvartalsvise spørgeskemaundersøgelse blandt finansielle og institutionelle aktører har de kortsigtede inflationsforventninger været svagt stigende siden slutningen af 2016 og ligger aktuelt omkring 1,5 pct. De langsigtede inflationsforventninger har ligget stabilt på 1,8 pct. på linje med ECB's målsætning om en inflation under, men tæt på 2 pct. Både inflationen og de kortsigtede inflationsforventninger ligger således et stykke under ECB's målsætning, og dette er en medvirkende årsag til, at det ventes, at ECB's pengepolitiske rente fastholdes på nul procent igennem 2018.

... og en forventning om, at det fortsætter

Figur I.18 Inflation og inflationsforventninger i euroområdet



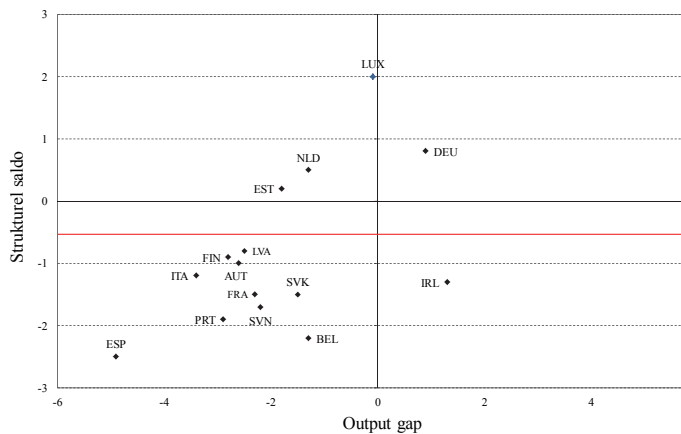
Anm.: Kerneinflation er inflationen ekskl. bidrag fra energi og uforarbejdede fødevarer. Inflationsforventningerne er fra ECB's *Survey of Professional Forecasters*, hvor "1 år" angiver forventningen til den gennemsnitlige inflation et år ud i fremtiden osv. Seneste observation for inflation og kerneinflation er august 2017. Seneste observation for inflationsforventninger er 3. kvartal 2017.

Kilde: Macrobond.

Behov for forskellig finanspolitik i Europa

Selvom konjunktursituationen for eurolandene under ét nærmer sig et neutralt niveau, så befinder de enkelte eurolande sig i meget forskellige konjunktursituationer målt ved deres output gap, jf. figur I.19. Forskelle i konjunktursituationen kunne isoleret set tale for, at nogle lande fører en ekspansiv finanspolitik, mens andre fører en neutral eller kontraktiv finanspolitik. Dette gælder særligt i euroområdet, da det ikke er muligt at differentiere den pengepolitiske rente på tværs af eurolandene. Således kan der ud fra stabiliseringspolitiske overvejelser argumenteres for, at der er behov for en ekspansiv finanspolitik i flere sydeuropæiske lande, der stadig har negative output gap, hvorimod en række af landene omkring Danmark nærmer sig en højkonjunktur.

Figur I.19 Output gap og strukturel saldo i 2016 for udvalgte eurolande



Anm.: For Tyskland, Frankrig, Holland, Spanien, Italien, Portugal og Irland er tallene for strukturel saldo fra de enkelte landes stabilitetsprogrammer. For Belgien, Estland, Letland, Finland, Østrig, Slovakiet, Slovenien og Luxembourg er tallene fra EU-Kommissionens *European Economic Forecast Spring 2017*. Tal for output gap er fra OECD. Den røde linje ved -0,5 pct. angiver Danmarks grænse for den strukturelle saldo.

Kilde: Landenes stabilitetsprogrammer, EU-Kommissionens *European Economic Forecast Spring 2017* og OECD.

Men dem, der har behovet for ekspansiv finanspolitik, har ikke muligheden

Udover at tage hensyn til konjunktursituationen er de europæiske lande dog også nødt til at tage højde for EU's budgetregler, når finanspolitikken tilrettelægges. Eurolandene har på linje med Danmark fastsat en grænse for det strukturelle underskud, der som udgangspunkt er -0,5 pct. af BNP. Landene kan dog under visse forudsætninger afvige lidt fra dette udgangspunkt. En udfordring i forhold til at understøtte økonomierne er, at mange lande med store negative output gap i 2016 samtidig havde markante underskud på den strukturelle saldo. Derfor har de lande, der kunne have behov for en ekspansiv finanspolitik, ikke mulighed for at føre den. Omvendt vil det for flere lande, der faktisk har muligheden for at føre ekspansiv finanspolitik, være u hensigtsmæssigt i forhold til deres konjunktursituation.

Flere usikkerheder omkring den globale vækst

Der er forskellige usikkerheder i verdensøkonomien, der kan påvirke dansk økonomi. Dette gælder f.eks. Storbritanniens forestående udmeldelse af EU. Særligt kan det svække den danske eksport til Storbritannien, hvis ikke EU og Storbritannien når til enighed om en aftale, der sikrer fri bevægelighed for varer og tjenester. Ligeledes kan protektionistiske tiltag fra vores samhandelspartnere påvirke dansk eksport. Derudover har der i Kina været en kraftig kreditvækst de senere år, hvilket vurderes at have forøget risikoen for en finansiel krise eller en periode med lav vækst i den kinesiske økonomi. Risikoen i forhold til den kinesiske kreditvækst uddybes kort i *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, efterår 2017*, der findes på De Økonomiske Råds hjemmeside.

Fortsat lempelig pengepolitik ...

ECB's lempelige pengepolitik fortsætter med at afspejle sig i de europæiske renter, der fortsat er meget lave. Det lægges til grund for prognosen, at ECB fastholder sin udlånsrente på nul pct. i perioden 2017-18. Herefter forudsættes gradvise rentestigninger i takt med, at den normaliserede konjunktursituation giver et opadgående pres på inflationen. I USA, der er lidt længere fremme i konjunkturcyklen, forventes centralbanken (FED) gradvist at hæve renten de kommende år.

... og meget lave renter

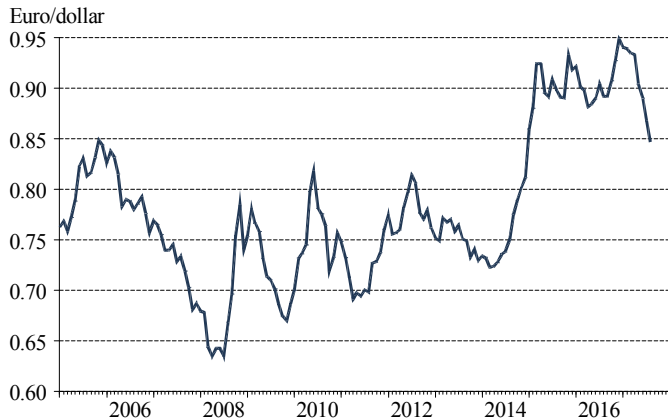
På kort sigt ventes renterne på de danske og tyske statsobligationer lidt lavere end i *Dansk Økonomi, forår 2017*, og årsgennemsnittet for de 10-årige statsobligationer ventes

nu at være henholdsvis godt $\frac{1}{2}$ pct. og knap $\frac{1}{2}$ pct. i 2017. Dette afspejler, at det nu vurderes, at den første rentestigning fra ECB ikke kommer i 2018, men først i starten af 2019. Den forventede rente på 30-årige danske realkreditobligationer er ligeledes nedjusteret en smule til godt $2\frac{1}{4}$ pct. i 2017 og ca. $2\frac{1}{2}$ pct. i 2018. I 2025 er renterne på stats- og realkreditobligationer såvel som ECB's pengepolitiske rente nedjusteret med 0,5 pct.point. Forudsætningerne bag de forventede fremtidige rentestigninger diskuteres i afsnit I.4, herunder risiciene for at renterne udvikler sig anderledes end forudsat i fremskrivningen.

Styrket euro i 2017

En af årsagerne til at ECB først forventes at hæve renten i starten af 2019 er, at euroen siden starten af året er styrket godt 12 pct. overfor dollaren, jf. figur I.20. Dette medfører isoleret set, at europæiske varer bliver relativt dyrere på verdensmarkedet. Dette kan ECB modvirke ved at signalere en langsommere stigning i de pengepolitiske renter. En uddybning af den internationale prognose og renteprognosen findes i *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, efterår 2017*. Prognoserne er kort gennemgået i boks I.2.

Figur I.20 Valutakurs mellem euro og dollar



Anm.: Figuren angiver prisen på en amerikansk dollar opgjort i euro. Derved vil en faldende kurs betyde, at der skal færre euro til at købe én dollar, og tilsvarende skal der flere dollar til at købe én euro. Seneste observation er august 2017.

Kilde: Macrobond.

Boks I.2 Prognosen for international økonomi og finansielle forhold

Prognosen for international økonomi tager udgangspunkt i IMF's World Economic Outlook fra juli 2017, men vækstkønnen er justeret i det omfang, nye oplysninger har givet anledning hertil. I årene efter 2018 tilpasses væksten, så BNP rammer OECD's skøn for det strukturelle niveau senest i 2025. Af tabel A fremgår væksten for udvalgte økonomier.

Tabel A Vækstkøn

	2016	2017	2018	2019	2025 ^{a)}
	----- Pct. -----				
Euroområdet	1,7	2,0	1,7	1,8	2,0
USA	1,5	2,1	2,1	2,6	2,4
Sverige	3,0	3,2	2,4	2,4	2,4
Kina	6,5	6,5	6,2	6,0	4,4

a) "2025"-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2019 til 2025.

Kilde: IMF *World Economic Outlook*, juli 2017, OECD *Economic Outlook*, Vol. 2014/1 og egne beregninger.

For olieprisen ventes et gennemsnitligt årsniveau på hhv. 50, 57 og 66 dollar pr. tønde i 2017-19. Herefter fremskrives olieprisen mod niveauerne i IEA's New Policy scenarie fra 2016, så der nås en forventet oliepris på 109 dollar i 2025.

Renteprognosen tager udgangspunkt i den forventede udvikling i de pengepolitiske renter fra ECB og FED, som blandt andet baseres på udmeldinger fra rentemøderne. Markedsrenterne fremskrives ud fra spænd til de pengepolitiske renter, og frem mod 2025 forudsættes gradvise rentestigninger. Hovedtrækkene af renteprognosen er angivet i tabel B.

Tabel B Renteskøn

	2016	2017	2018	2019	2025
	----- Pct. -----				
ECB	0,0	0,0	0,0	0,3	2,5
Dansk statsobligation	0,3	0,6	0,8	1,3	3,5
Tysk statsobligation	0,1	0,4	0,7	1,0	3,3
Dansk realkreditobligation	2,6	2,3	2,4	2,7	4,8

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

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

Risiko for overophedning i vores nabolande

Danmark er økonomisk integreret med nabolande

En stor del af den danske eksport går til landene tættest på Danmark. Således udgjorde vareeksporten til Tyskland, Sverige og Polen knap en tredjedel af den samlede danske vareeksport i 2016. Derudover udgør den erhvervsrettede indvandring fra disse tre lande ca. 30 pct. af den samlede erhvervsrettede indvandring i perioden 1997-2016, hvis der ses på de personer, der i 2016 fortsat arbejder i Danmark. Heraf stod indvandringen fra Polen for over 16 pct. og er således klart det land, der har bidraget mest til den erhvervsrettede indvandring. Den økonomiske udvikling i disse lande er derfor af stor betydning både for de danske eksportmuligheder og for størrelsen af den danske arbejdsstyrke og derved virksomhedernes muligheder for at tiltrække den fornødne arbejdskraft, jf. afsnit I.2.

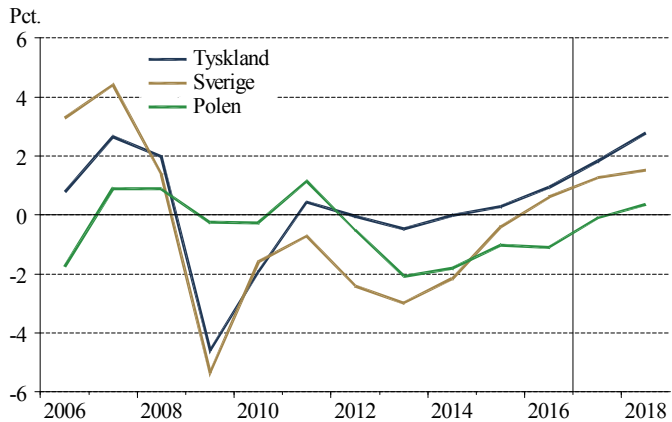
Økonomisk opsving i nabolande

Det økonomiske opsving er stærkt i Sverige og Polen, hvor den gennemsnitlige BNP-vækst var henholdsvis ca. 3,2 pct. og 3,3 pct. i perioden 2014-16, mens den i Tyskland var ca. 1,6 pct. Den relative høje vækst forventes ifølge OECD at fortsætte i perioden 2017-18, om end i et lidt lavere tempo for Sverige, og dermed vurderes udsigterne for den danske eksport til disse lande fortsat positive.

OECD forventer højkonjunktur i Tyskland og Sverige

I 2016 var produktionen i Tyskland og Sverige ifølge OECD over det konjunkturneutrale niveau med positive output gap til følge, mens Polen fortsat havde et negativt output gap, jf. figur I.21. OECD vurderer, at de positive output gap for Tyskland og Sverige vil vokse i perioden 2017-18, og for Tyskland ventes et output gap på knap 3 pct. i 2018. Samtidig vurderes det, at også Polens output gap i 2018 bliver positivt. De voksende og relativt store positive output gap tyder på et voksende kapacitetspres i disse økonomier de kommende år.

Figur I.21 Output gap i udvalgte lande



Anm.: Output gap er forskellen mellem den faktiske produktion og OECD's beregnede strukturelle niveau opgjort i procent af BNP.

Kilde: OECD.

Negative ledighedsgap ...

I takt med det økonomiske opsving er ledigheden faldet i de tre økonomier, og arbejdsløsheden var i 2016 under OECD's vurderede konjunkturneutrale niveau, jf. figur I.22. Ifølge OECD vil de beregnede ledighedsgap for Tyskland, Sverige og særligt Polen udvides yderligere i 2017 og 2018.

... med mulig afsmitning på det danske arbejdsmarked

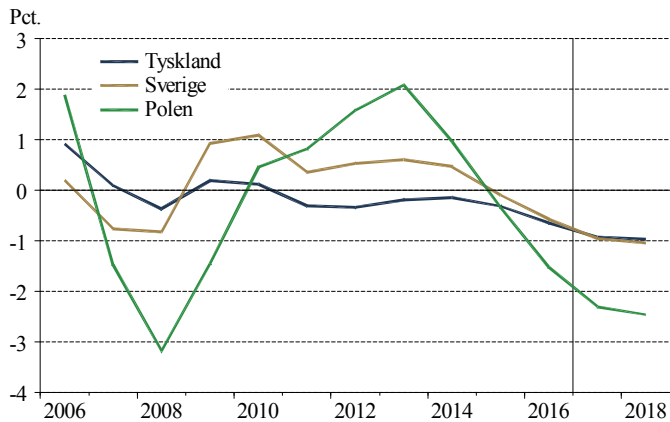
Kapacitetspresset på det danske arbejdsmarked de kommende år afhænger i høj grad af, hvor mange udlændinge med de rette kompetencer som vil arbejde i Danmark, jf. afsnit I.2. Gode jobmuligheder i landene omkring os vil alt andet lige gøre det mindre attraktivt at søge arbejde i Danmark. Såfremt den erhvervsrettede indvandring aftager i takt med, at ledigheden falder i disse tre lande, kan det forværre danske virksomheders mulighed for at skaffe den nødvendige arbejdskraft fremadrettet.

Andre lande kan trække i modsat retning

Udviklingen i disse tre landes økonomi og arbejdsmarked er naturligvis ikke de eneste, der har betydning for den danske eksport og det danske arbejdsmarked, og der er som nævnt stadig europæiske økonomier, der befinder sig i en lavkonjunktur. Dertil kommer, at såfremt Storbritanniens udmeldelse af EU medfører, at en del af arbejdsstyrken, der

ikke er britiske statsborgere, skal søge beskæftigelse andre steder end i Storbritannien, kan dette trække i modsat retning i forhold til virksomhedernes muligheder for at tiltrække arbejdskraft. Samlet set vurderes de europæiske økonomier dog at bevæge sig i retning af mindre ledig kapacitet i de kommende år.

Figur I.22 Ledighedsgap i udvalgte lande



Anm.: Ledighedsgap er forskellen mellem den faktiske ledighed og OECD's beregnede NAIRU ledighed i pct. af arbejdsstyrken.

Kilde: OECD.

Stigende bidragssatser – mangler der konkurrence?

Bidragssatser er betaling til realkreditinstitutter

Realkreditinstitutter finansierer udlån med udstedelse af obligationer. I den danske realkreditmodel er der i høj grad overensstemmelse mellem ydelserne på realkreditlånene og instituttets ydelser til obligationsinvestorerne. Dette er det såkaldte balanceprincip. Således sender realkreditinstituttet den ydelse, låntager betaler, videre til køberen af de obligationer, realkreditinstituttet har udstedt for at kunne bevillige lånet. Bidragssatsen er derimod låntagers betaling til realkreditinstituttet for at formidle lånet. Bidragssatsen skal både dække realkreditinstituttets driftsomkostninger til administration, tab på forfaldne lån samt være med til at forrente egenkapitalen. Udover bidragssatser har realkreditinstitutterne indtægter fra gebyrer, f.eks. kurssikring, i forbindelse

med optagelse og omlægning af realkreditlån samt et afkast på placeringen af egenkapitalen.

Kraftigt stigende bidragssatser

Realkreditinstitutternes bidragssatser er steget markant de senere år for både husholdninger og erhverv, jf. figur I.23. De gennemsnitlige bidragssatser for husholdningerne er tæt på fordoblet siden 2011 til godt 0,9 pct. i juli 2017. En stigning i bidragssatsen på 0,4 pct.point betyder en ekstra udgift for husholdningerne pr. lånt million på 4.000 kroner årligt.⁴ Stigningen i bidragssatserne har været størst på variabelt forrentede lån, jf. figur I.24. Bidragssatserne for erhverv er fordoblet fra 0,4 pct. i 2009 til 0,8 pct. i 2017.

Kan skyldes øgede krav fra myndighedernes side, ...

En årsag til de stigende bidragssatser kan være, at der siden finanskrisen er kommet ny finansiel regulering fra myndighedernes side. Særligt er der blandt andet som følge af Basel III anbefalingerne indført nye kapital- og likviditetskrav. Et realkreditinstitut skal delvist være finansieret af egenkapital, og størrelsen på denne egenkapital afhænger blandt andet af mængden af udlån. Siden finanskrisen er kravene til både størrelsen samt kvaliteten af egenkapitalen skærpet.⁵ Derudover har myndighederne iværksat tiltag som f.eks. tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter med det formål at begrænse udlån, der er baseret på obligationer med kort løbetid, hvis relativt store udbredelse ses som en potentiel risiko for den finansielle stabilitet. Desuden kommer der formodentlig nye Basel IV regler i løbet af de kommende år, og disse vil muligvis betyde skærpede krav til finansielle institutioner.

... der øger indtjeningskravet

De ændrede kapital- og likviditetskrav kan gøre det sværere for realkreditinstitutterne at opnå afkast på placeringen af egenkapitalen, der er tilstrækkelig stort til at kunne tiltrække ny kapital. Da bidragssatser og gebyrer udgør realkreditinstitutternes mulighed for at øge afkastet af egenkapitalen, kan ændrede kapital- og likviditetskrav derved muligvis føre til øgede bidragssatser. Omvendt kan der argumenteres

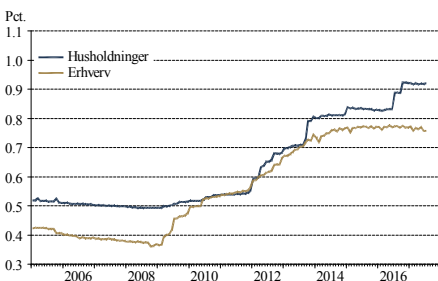
- 4) Inden værdien af rentefradrag.
- 5) De skærpede regulatoriske krav går reelt på basiskapitalen, men i praksis vil skærpede krav til basiskapitalen have betydning for egenkapitalen.

for, at øgede kapital- og likviditetskrav mindsker risikoen på den indskudte kapital, hvilket isoleret set burde mindske det krævede afkast på egenkapitalen. Derudover har indførelsen af interne metoder til at opgøre risikoen ved aktiverne, de såkaldte IRB-modeller, medført et markant teknisk løft i institutternes solvensprocent, hvilket isoleret set har mindsket mængden af kapital, institutterne skal holde.

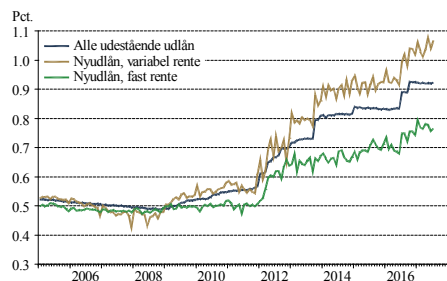
Begrænset konkurrence i realkreditsektoren

En supplerende forklaring på de stigende bidragssatser kan være mangel på konkurrence. Konkurrencerådet peger i rapporten *Konkurrencen på realkreditmarkedet* fra august 2017 på, at konkurrencesituationen på det danske realkreditmarked er begrænset. Ifølge rapporten skyldes den begrænsede konkurrence både forhold på udbuds- og på efterspørgselssiden, jf. boks I.3. Særligt peger rapporten på, at der er få aktører på markedet, og at der er forhold i den særlige danske realkreditmodel, der kan være en barriere for udenlandske aktører. Derudover peger Konkurrencerådet på, at der kan være indretninger i både EU- samt national lovgivning, f.eks. tilsynsdiamanten, der begrænser konkurrencen på realkreditmarkedet. Manglende konkurrence kan betyde, at realkreditinstitutterne har hævet bidragssatserne mere end, hvad de ændrede krav som følge af Basel III anbefalingerne og forventningen til de kommende Basel IV anbefalinger umiddelbart tilsiger.

Figur I.23 Bidragssatser



Figur I.24 Bidragssatser for husholdningerne



Anm.: For husholdningerne er bidragssatserne opdelt på alle 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 juli 2017.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Boks I.3 Konkurrencerådets rapport om konkurrencen på realkreditmarkedet

Konkurrencerådet peger i deres rapport *Konkurrencen på realkreditmarkedet* fra august 2017 på, at der er tydelige tegn på en mangelfuld konkurrencesituation på det danske realkreditmarked. Denne situation skyldes ifølge Konkurrencerådet både forhold på udbuds- og efterspørgselssiden.

I forhold til udbudssiden peger Konkurrencerådet særligt på, at der er få aktører på det danske realkreditmarked, samt at der er betydelige adgangsbarrierer for nye aktører, der vil ind på markedet. Der har siden 1998 været en række fusioner på det danske realkreditmarked, hvilket har reduceret antallet af realkreditinstitutter, der udbyder realkreditlån til husholdninger, fra syv til de nuværende fire. Herved er markedet blevet mere koncentreret, hvilket kan have mindsket konkurrencen.

Derudover er der ifølge rapporten markante barrierer for nye aktører, der ønsker at træde ind på markedet. For det første peges der på, at op mod 95 pct. af realkreditlåne bliver formidlet af en bank, som enten er koncernforbundet eller har en formidlingsaftale med et realkreditinstitut. Derved er det formentlig nødvendigt for en ny aktør enten at etablere egne banker i Danmark eller indgå en formidlingsaftale med eksisterende banker. For det andet er der betydelige stordriftsfordele forbundet med realkreditudlån. Således vil store obligationsserier være nemmere omsættelige og formentlig også blive opfattet som mere sikre, hvilket betyder højere kurser og derved mindre kurstab og lavere rente ved optagelse af et nyt lån. Denne effekt kan være forstærket af regulatoriske krav til den finansielle sektor, der øger efterspørgslen efter de mest likvide obligationsserier.

I forhold til efterspørgselssiden peger Konkurrencerådet på, at realkreditmarkedet har en meget lav kundemobilitet, selv når man sammenligner med andre komplekse markeder som bank og forsikring. De seneste ti år har der således årligt kun været op mod 2 pct. af låntagerne, der har skiftet realkreditinstitut. Når der fokuseres på de husholdninger, der omlægger lån, har det siden 2009 kun været godt en tiendedel, der samtidig skiftede institut. Det på trods af at der praktisk talt ikke er nogen direkte omkostning ved at skifte institut i forbindelse med en allerede planlagt låneomlægning. Dog kan der være meget store indirekte omkostninger forbundet herved, da kunden typisk vil opnå dårligere vilkår på sine bankforretninger, hvis realkreditlånet flyttes. Hvis forbrugerne derimod ønsker at skifte realkreditinstitut på et tidspunkt, hvor man ellers ikke ønsker at omlægge sit lån, er dette forbundet med betydelige omkostninger. Rapporten peger på disse høje omkostninger som en medvirkende årsag til den lave kundemobilitet. Derudover anser låntagerne realkreditmarkedet som et meget komplekst marked, hvilket ligeledes begrænser mobiliteten.

Boks I.3 Konkurrencerådets rapport om konkurrencen på realkreditmarkedet, fortsat

Samlet set vurderer Konkurrencerådet ikke, at de stigende bidragssatser kan forklare alene ved stigende driftsomkostninger eller stigende tab i kølvandet på finanskrisen. Ligeledes vurderer Konkurrencerådet ikke, at de stigende kapitalkrav kan forklare den fulde stigning i bidragssatserne siden 2007. Denne konklusion bygger blandt andet på Whitta-Jacobsen og Kreiner (2017), der med bidrag fra Konkurrencerådet har undersøgt de stigende kapitalkravs betydning for bidragssatserne.^a Konkurrencerådet påpeger i rapporten desuden, at realkreditinstitutternes indtjeningskrav ligger over, hvad man kan forvente i en branche med realkreditbranchens risikoprofil, hvilket kan ses som en indikation på manglende konkurrence. Da det er indtjeningen fra bidragssatser og gebyrer, der kan skabe en merforrentning for investorerne i forhold til det direkte afkast af den indskudte egenkapital, kan manglende konkurrence ikke afvises at have bidraget til stigende bidragssatser.

Konkurrencerådet anbefaler tiltag på både udbuds- og efterspørgselssiden. På udbudssiden foreslås det at mindske adgangs- og ekspansionsbarrierer særligt gennem fokus på, at regulatoriske krav, både fra EU's og fra national side, ikke svækker konkurrencen unødigt. Konkurrencerådet peger f.eks. på, at der er forhold i tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter, der svækker konkurrencen. På efterspørgselssiden anbefales det både at øge gennemsigtigheden på realkreditmarkedet for at øge kundemobiliteten samt at gøre det nemmere at få og sammenligne flere lånetilbud.

a) Whitta-Jacobsen, H.J. og Kreiner, C.T. (2017): *Kapitalkrav og bidragssats for realkreditinstitutter*, EPRU Analyse 2017/30.

I.4 Den fremtidige renteudvikling

Usikkerhed om centrale forudsætninger i fremskrivningen

Vurderingen af udviklingen i BNP og på de offentlige finanser frem mod 2025 er baseret på en lang række forudsætninger og skøn, som er forbundet med usikkerhed. Mange forhold vil givetvis udvikle sig anderledes, end det er forudsat i fremskrivningen. Det gælder særligt områder, hvor forudsætningerne bag fremskrivningen historisk har vist sig ikke at holde stik.

Forventninger til rentestigninger er udskudt gentagne gange

En af de usikre forudsætninger vedrører udviklingen i renterne, som blandt andet har betydning for udviklingen i boligpriser og investeringer. Renterne er usædvanligt lave i disse år, jf. afsnit I.3. Den kort- og langsigtede renteutvikling afhænger i høj grad af udviklingen i internationale forhold. En væsentlig årsag til de ekstraordinært lave renter er den meget lempelige pengepolitik, der har været og fortsat bliver ført i både Europa og USA. En normalisering af pengepolitikken vil uden tvivl føre til højere renter, men der hersker betydelig usikkerhed om, hvornår de pengepolitiske renter vil blive hævet. Forventningen til pengepolitiske stramninger er blevet udskudt gentagne gange.

Usikkerhed også om det langsigtede renteniveau

Usikkerheden om renten vedrører imidlertid ikke blot tilingen af de pengepolitiske stramninger, der må forventes. Der er også usikkerhed knyttet til det langsigtede renteniveau. Denne usikkerhed relaterer sig i højere grad til mulige ændringer i langsigtede faktorer, der bestemmer renteniveauet i det lange perspektiv.

Formålet med afsnittet

Formålet med dette afsnit er at diskutere de forudsætninger, som ligger bag rentestigningen i denne prognose. Dette er relevant, fordi renterne har betydning for den realøkonomiske udvikling, herunder BNP, det private forbrug, boligmarkedet og investeringer.

Afsnittets indhold

I det følgende præsenteres først en motivation for, hvorfor renterne formodes at påvirke økonomien. Herefter præsenteres en simpel teoretisk ramme for, hvilke faktorer der bestemmer det internationale renteniveau, og mulige faktorer bag det historiske fald i de reale statsobligationsrenter belyses. Slutteligt beskrives, hvorfor der i fremskrivningen forventes stigende renter, og hvilke usikkerheder der er forbundet med fremskrivningen.

Renterne påvirker realøkonomien

Renter påvirker centrale dele af økonomien

Renteudviklingen påvirker mange aspekter af økonomien. Derfor medfører usikkerheden omkring den fremtidige renteutvikling også en naturlig usikkerhed om den generelle udvikling i økonomien. Hvis renterne udvikler sig anderle-

des end forudsat i fremskrivningen, vil dette forventes at påvirke den økonomiske udvikling.

Effekter af lavere renter illustreres igennem modelberegninger

Effekterne af renteændringer kvantificeres igennem beregninger på den makroøkonometriske model SMEC. Her vises de modelberegneede økonomiske effekter af, at alle renter i modellen bliver 0,5 pct.point lavere, jf. boks I.4.

Kort sigt: højere investeringer og privat forbrug ...

Når man skal evaluere effekterne af renteændringer, så afhænger det af, hvilken tidshorisont man betragter. På kort sigt kan renteændringer have stor betydning. Dette skyldes, at renteændringer påvirker efterspørgslen blandt andet efter investeringer og privat forbrug, som på kort sigt påvirker BNP, beskæftigelse mv. En lavere rente vil isoleret set mindske virksomhedernes finansieringsomkostninger, hvilket vil trække i retning af højere investeringer. Samtidig vil en lavere rente trække i retning af højere privat forbrug, fordi det mindsker husholdningernes incitament til at spare op og øger den disponible indkomst.

... samt højere boligpriser og -investeringer

En lavere rente vil også øge boligpriserne, fordi efterspørgslen efter boliger stiger. Dette vil bidrage til at øge husholdningernes formue. De højere boligpriser vil trække i retning af stigende boliginvesteringer, fordi det bliver billigere at bygge nye boliger i forhold til at købe eksisterende.

Lang sigt: højere produktivitet

På lang sigt bestemmes BNP ud fra udbuddet af arbejdskraft og arbejdskraftens produktivitet, hvor renten påvirker produktiviteten igennem kapitalapparatets størrelse. Det specielle ved effekten af renteændringer er, at det tager forholdsvis lang tid for økonomien at tilpasse sig nye forhold, fordi det typisk tager lang tid at justere på kapitalapparatets størrelse. Det er derfor relevant at diskutere forudsætningerne bag det fremtidige renteforløb, fordi det formodes at påvirke den realøkonomiske udvikling.

Boks I.4 Effekter af en lavere rente

De Økonomiske Råds makroøkonomiske model, SMEC, kan bruges til at illustrere effekten af ændrede renteforudsætninger. Renten påvirker i SMEC erhvervenes investeringer og derigennem udviklingen i kapitalapparat og produktivitet. En anden vigtig kanal for renten er boligmarkedet, hvor ændringer i renten påvirker boligpriserne og derigennem boliginvesteringer og det private forbrug. Ændringer i renten påvirker naturligvis også direkte indtægter og udgifter i husholdninger og den offentlige sektor.

De modelberegnedede effekter af en permanent renteændring på -0,5 pct.point fremgår af nedenstående tabel A. En lavere rente øger efterspørgslen, herunder især investeringerne, hvilket bidrager til højere beskæftigelse og BNP på kort sigt. På længere sigt reduceres effekten på efterspørgslen, men BNP er også på ti års sigt højere, hvilket primært skyldes, at de højere investeringer har bidraget til et større kapitalapparat og dermed en lidt højere produktivitet.

Modelberegningen skal opfattes som illustrativ. I praksis er det relevant at forholde sig til årsagen til, at renten måtte blive lavere (skyldes det eksempelvis lavere vækst og inflation i euroområdet, eller er der tale om et isoleret dansk fænomen). Det er også relevant at forholde sig til, om renteændringen sker parallelt for alle renter, eller eksempelvis primært er en ændring i renter med korte løbetider, hvor centralbankerne kan styre renteniveauet. Beregningerne illustrerer imidlertid, at et lavere renteniveau – eksempelvis i form af en langsommere rentestigning end antaget – alt andet lige fører til større pres på arbejds- og boligmarkedet.

Tabel A Effekt af 0,5 pct.point lavere renteniveau

	År 1	År 2	År 3	År 5	År 10
Boligpriser, pct.	1,6	2,2	2,5	2,7	2,6
Boliginvesteringer, mia. 2010-kr.	1,3	1,9	2,3	2,6	3,2
Privat forbrug, mia. 2010-kr.	2,1	1,9	1,5	0,9	0,4
Erhvervsinvesteringer, mia. 2010-kr.	0,5	3,2	5,4	8,7	14,2
Timeprod. i priv. byerhverv, pct.	0,0	0,0	0,1	0,3	0,8
Beskæftigelse, 1.000 personer	1,7	3,4	3,7	2,2	0,0
BNP, pct.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,6

Anm: Tabellen viser effekterne af, at renterne nedsættes permanent med 0,5 pct.point fra år 1. Effekterne er målt som afvigelser i forhold til grundforløbet.

Kilde: Egne beregninger på SMEC.

Teoretisk bestemmelse af renter

Simpel teoretisk ramme

De finansielle markeder er meget komplekse både i forhold til internationale interaktioner og mængden af forskellige finansielle aktiver. Der skal derfor tages højde for mange faktorer i beskrivelsen af, hvad der bestemmer renterne på specifikke aktiver. Nedenfor opstilles nogle relativt simple teoretiske betragtninger omkring de primære drivkræfter bag udviklingen i de reale og nominelle renter.

Renten er prisen på et lån

Den nominelle rente er prisen på et lån, hvad enten det gives af en bank eller via en obligationsudstedelse. Der er betydelig forskel på renterne på forskellige finansielle aktiver, og det afspejler forskelle i risiko, likviditet og løbetid.

To typer af realrenter ...

Realrenten er den nominelle rente fratrukket inflation. Realrenten kan opgøres på to måder: *ex ante*-realrenten, som undertiden kaldes "den forventede realrente", hvor der korrigeres for de fremtidige inflationsforventninger, og *ex post*-realrenten, som undertiden kaldes "den faktiske realrente", hvor der benyttes den faktiske inflation.

... der har forskellig betydning

Den faktiske realrente udtrykker det faktiske reale afkast, en opsparer får ved at udlåne penge, og den reale omkostning, en låntager må betale for at låne dem. Denne rente er afgørende for, hvordan formueforholdene realt set udvikler sig. Den forventede realrente er imidlertid mere afgørende for den økonomiske adfærd, end den faktiske realrente er. Det skyldes, at virksomheder og forbrugere må formodes at tage deres investerings- og forbrugsbeslutninger på baggrund af, hvordan de forventer prisudviklingen vil være. I alt følgende foretages der dog ikke nogen skarp sondring mellem disse to måder at opgøre realrenten på.

På kort sigt påvirkes renter af centralbanker

På kort sigt er de nominelle renter på obligationsmarkedet i høj grad påvirket af centralbankerne. Igennem de pengepolitiske renter kan centralbanken påvirke de korte pengepolitiske renter og herigennem renterne på obligationer med kort løbetid. For så vidt centralbankens handlinger ændrer forventningen til de fremtidige pengepolitiske renter, vil dette også påvirke renterne på obligationer med lang løbetid. Dette skyldes, at den lange rente kan opgøres som et

gennemsnit af de forventede, fremtidige korte renter tillagt en risikopræmie. Kontrollen over de nominelle renter giver i praksis centralbanken mulighed for at påvirke realrenterne på kort sigt, fordi den faktiske og forventede inflation tilpasser sig trægt.

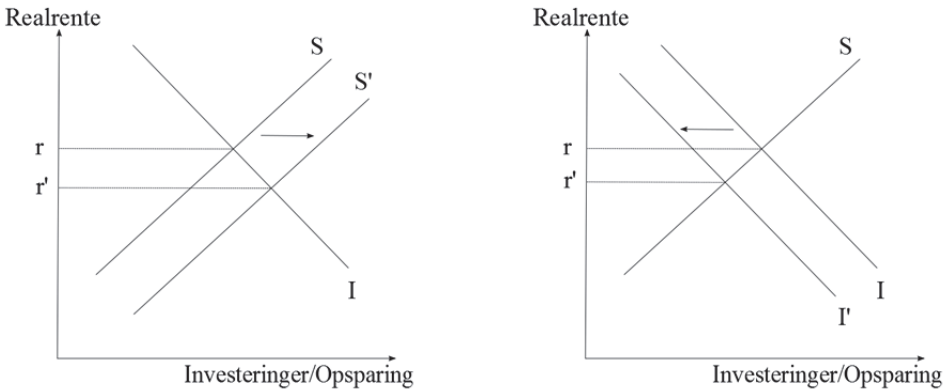
Centralbanken påvirker inflation og produktion

Mange centralbanker har som målsætning at holde en stabil inflation og at understøtte den realøkonomiske udvikling. Centralbankerne fastsætter dermed renterne for at påvirke inflationen og den økonomiske aktivitet. Realrenteniveauet påvirker efterspørgslen, fordi renten har betydning for virksomhedernes fysiske investeringer og husholdningernes forbrug og opsparing. Samtidig vil en ændring i efterspørgslen på kort sigt påvirke løn- og prisniveauerne og derigennem inflationen. Derfor vil centralbanken typisk påvirke renterne i nedadgående retning for at øge efterspørgslen under en lavkonjunktur, hvor både inflation og produktion er under det ønskede niveau.

På lang sigt bestemmes den globale rente af investeringer og opsparing

Centralbanken kan ikke permanent bestemme det reale renteniveau. Det skyldes, at den globale realrente på længere sigt vil blive bestemt ud fra en ligevægtsbetingelse mellem det ønskede investerings- og opsparingsniveau, jf. figur I.25. På lang sigt tilpasser realrenten sig, så det globale opsparings- og investeringsønske balancerer. En stigning i opsparingsniveauet vil dermed medføre et lavere renteniveau. Der kan dog være forskellige renteniveauer på tværs af lande, som kan tilskrives forskelle i blandt andet konkurs- og valutakursrisiko.

Figur I.25 Opsparing og investeringer fastsætter realrenten på lang sigt



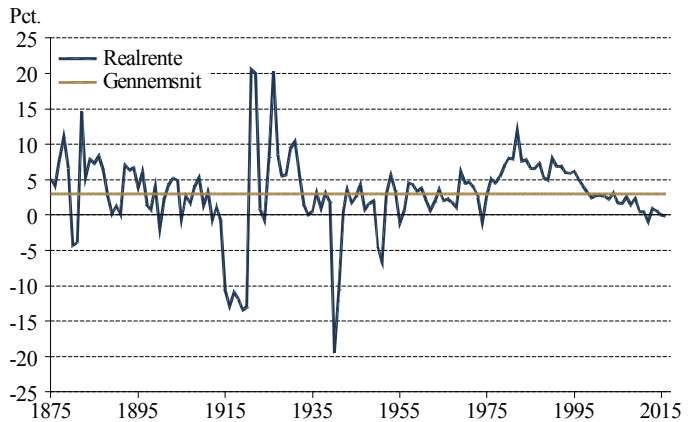
Anm.: "S" og "I" angiver henholdsvis opsparing og investeringer. Venstre figur viser, at en stigning i opsparingsudbuddet leder til en lavere realrente og en stigning i investeringer og opsparing. Højre figur viser, at et fald i investeringsefterspørgslen også medfører en lavere realrente, men et fald i investeringer og opsparing. Hvis begge stød sker samtidig, kan der forekomme ændringer i realrenten, uden at det rykker på mængden af investeringer og opsparing.

Mulige årsager bag rentefald på statsobligationer

Aktuelt meget lave renter i Danmark ...

De seneste 30 år er den reale rente på tiårige statsobligationer faldet betydeligt, og generelt er de nominelle og reale renter meget lave i disse år. I 2016 var realrenten på tiårige statsobligationer ligefrem negativ og lå godt 3 pct.point under det gennemsnitlige niveau for perioden 1875-2016, jf. figur I.26. I perioden siden 1875 har der været relativt få år, hvor realrenten på tiårige statsobligationer har været negativ, og disse tilfælde har som oftest været forbundet med unikke situationer, som har givet anledning til høj inflation, blandt andet i forbindelse med verdenskrigene.

Figur I.26 Realrente på danske tiårige statsobligationer



Anm.: Realrenten er beregnet som den nominelle rente på danske tiårige statsobligationer fratrukket inflationen i forbrugerprisindekset. Gennemsnittet for realrenten i perioden 1875-2016 er 2,95 pct.

Kilde: Abildgren (2005), Danmarks Statistik, ADAM's databank, Macrobond og egne beregninger.

... og globalt

Mange andre lande har også oplevet faldende realrenter på tiårige statsobligationer de seneste mange år, jf. figur I.27.⁶ Dette hænger sammen med, at det danske nominelle renteniveau i høj grad bestemmes af euroområdet, fordi pengepolitikken i Danmark benyttes til at holde kronen fast overfor euro. Samtidig er euroområdet finansielt integreret med resten af de udviklede økonomier, og derfor er de danske renter i høj grad påvirket af globale faktorer. Det lave renteniveau skal dermed i høj grad anskues som en global tendens.

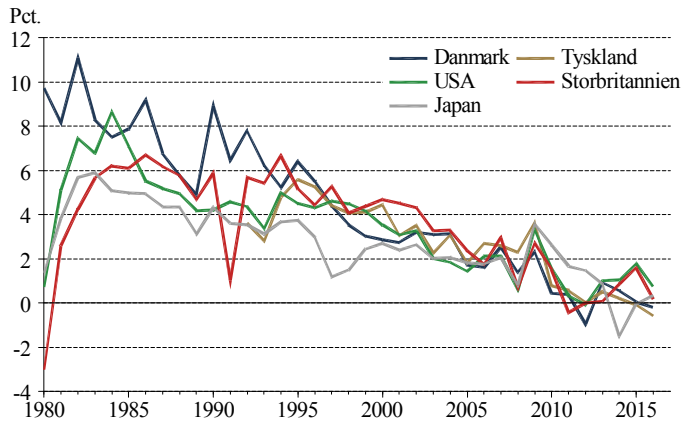
Mange faktorer bag rentefaldet

Forudsigelse af renteutviklingen kræver en forståelse af drivkræfterne bag rentefaldet. Der er mange mulige forklaringer bag rentefaldet de seneste 20-30 år. Fordi obliga-

6) De senere år har inflationen være meget lav, hvilket har begrænset faldet i realrenten, når det beregnes på baggrund af den faktiske inflation. Imidlertid er inflationsforventningerne ikke faldet i samme grad de seneste fem til ti år. Faldet i den forventede realrente har dermed været større end vist i figurerne.

tionsmarkederne i høj grad er internationalt forbundne, skal forklaringerne på udviklingen blandt andet findes i faktorer udenfor Danmarks grænser. I forklaringen er det vigtigt at skelne mellem konjunkturmæssige forhold, hvor pengepolitikken spiller en vigtig rolle, og faktorer, der langsigtet må formodes at have ændret på den samlede opsparring eller de samlede investeringer i den globale økonomi. Der er ikke konsensus i den økonomiske litteratur om de vigtigste drivkræfter bag faldet i statsobligationsrenterne, og der er dermed heller ikke enighed om den fremtidige renteudvikling.

Figur I.27 Realrenter på tiårige statsobligationer



Anm.: Realrenten er udregnet som den nominelle rente fratrukket den faktiske inflation i forbrugerprisindekset.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 101*.

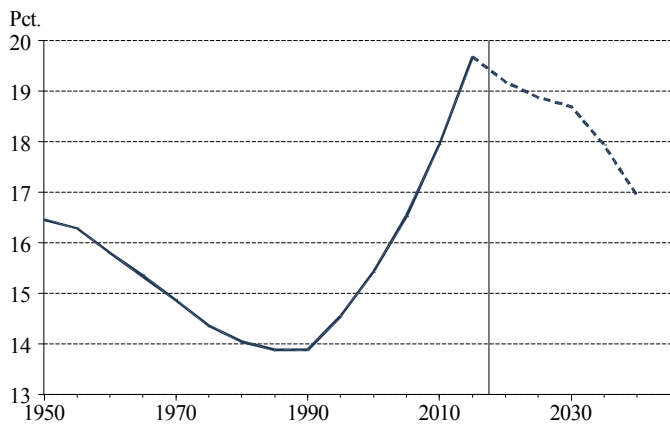
Langsigtede forklaringer på rentefald

Demografiske ændringer kan have øget opsparringen ...

Husholdningernes opsparingsadfærd påvirkes af demografiske forskydninger, hvor især to forhold vurderes at have trukket i retning af lavere langsigtede realrenter. For det første har der de seneste 30 år været en stigning på verdensplan i befolkningsandelen af 40-64 årige i forhold til befolkningsandelen af personer over 65 år, jf. figur I.28. De 40-64-årige vil typisk spare meget op, hvorimod de ældre vil mindske deres formue, og derfor kan denne udvikling have øget opsparringen og givet et nedadgående pres på

renterne. Denne tendens ventes dog at vende fremover. For det andet er den gennemsnitlige levealder i OECD-landene fra 1971 til 2010 steget betragteligt mere end den gennemsnitlige tilbagetrækningsalder, jf. OECD (2011).⁷ Dette kan yderligere have øget opsparingsbehovet i takt med, at folk skal spare op til det forøgede antal år på pension.

Figur I.28 Global aldersfordeling



Anm: Figuren viser den globale befolkningsandel i alderen 40-64 år fratrukket andelen i alderen over 65 år. Fremskrivningen er baseret på FN's *No change projection*.

Kilde: FN's befolkningsfremskrivning.

... og mindsket investeringerne

Den demografiske udvikling kan også have mindsket investeringsbehovet. Ifølge Bean mfl. (2015) har der globalt været en aftagende vækst i personer i den arbejdsdygtige alder de seneste 30 år – i særdeleshed i de udviklede økonomier.⁸ Dette vil medføre et fald i investeringerne, hvis kapitalapparatet skal udgøre en konstant andel af arbejdsstyrken. Omvendt kan den lavere vækst i udbuddet af ar-

7) OECD (2011): *Pensions at a glance 2011: Retirement income systems in OECD and G20 countries*, Paris: OECD Publishing.

8) Bean mfl. (2015): *Low for long? Causes and consequences of persistently low interest rates*. Geneva reports on the world economy 17. International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB).

bejdskraft betyde, at virksomhederne vil benytte mere kapital, fordi det bliver relativt billigere i forhold til arbejdskraft. Hvis demografien har bidraget til en lavere investeringsefterspørgsel, vil dette også have bidraget til et lavere langsigtet renteniveau.

Lavere renter som følge af øget ulighed ...

Den samlede opsparingsadfærd formodes også at have været påvirket af ændringer i indkomstfordelingen. Da rige har en tendens til at spare mere op i forhold til andre, må det formodes, at en forøget ulighed i et land vil øge opsparingen og dermed give et nedadgående pres på renterne. Historisk har der været en tendens til øget ulighed i mange udviklede økonomier, og Lukasz og Smith (2015) vurderer, at dette har bidraget til de historisk faldende realrenter.⁹

... og lavere produktivitetsvækst

Udviklingen i produktiviteten er en anden faktor, der har indflydelse på renteniveauet. Produktivitetsvæksten er faldet siden 1970'erne i en række udviklede økonomier. Det kan isoleret set have trukket i retning af mindre efterspørgsel efter investeringer, som lægger et nedadgående pres på renterne. Samtidig kan en forventning om lavere vækst i fremtiden have bidraget til, at virksomhederne de seneste år har været tilbageholdende med at foretage investeringer. Lukasz og Smith (2015) vurderer på denne baggrund, at faldende vækstudsigter kan forklare en del af det historiske rentefald.

Konjunkturmæssige forklaringer på rentefald

Fald i økonomisk aktivitet i kølvand på finanskrisen

I kølvandet på den finansielle krise i 2008 faldt den økonomiske aktivitet globalt. Dette blev efterfulgt af en stor usikkerhed om den globale økonomiske udvikling. Specielt var tilbageslaget stort i euroområdet, hvor de offentlige finanser i flere lande kom under pres på grund af stor offentlig gæld.

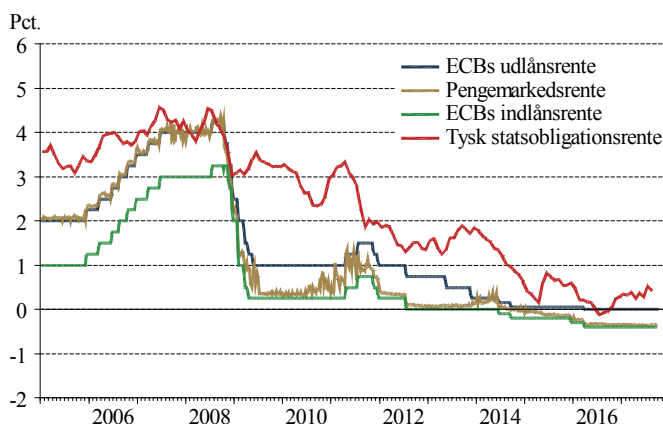
Meget lempelig pengepolitik i euroområdet ...

En umiddelbar effekt af finanskrisen var et kraftigt fald i inflationen og de kortsigtede inflationsforventninger i euroområdet, jf. afsnit I.3. Som reaktion herpå sænkede Den Europæiske Centralbank (ECB) de pengepolitiske renter for at understøtte den økonomiske udvikling og sin erklærede

9) Lukasz, R. og T.D. Smith (2015): *Secular drivers of the global real interest rate*, Staff working paper No. 571. Bank of England.

målsætning om prisstabilitet for euroområdet som helhed, hvor der sigtes efter en inflation under, men tæt på 2 pct. ECB's pengepolitiske renter har været meget lave siden 2009 og endda været negative de seneste år, jf. figur I.29. Herudover har ECB opkøbt store mængder af blandt andet statsobligationer igennem opkøbsprogrammer. Den lempe- lige pengepolitik formodes at have bidraget til, at blandt andet den tyske statsobligationsrente er faldet betydeligt siden krisen.

Figur I.29 Renter i euroområdet



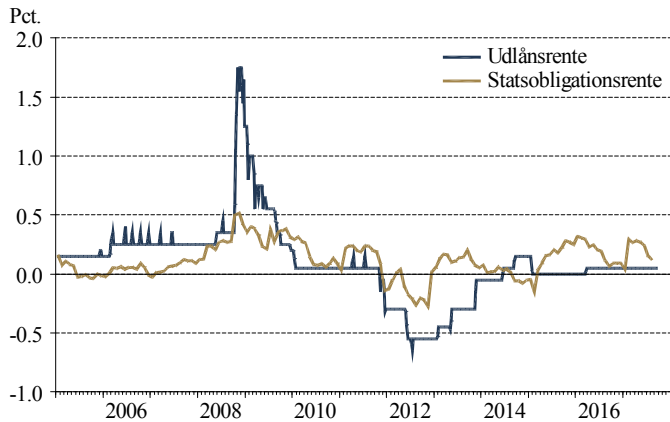
Anm.: ECB's udlånsrente er renten på de løbende likviditetstiladelinger (Main Refinancing Operations, MRO). Indlånsrenterne er renten på indskudsbeviser, mens pengemarkedsrente er dag-til-dag pengemarkedsrenten. Tysk statsobligationsrente er renten på tyske ti-årige statsobligationer. Seneste observation er medio september 2017.

Kilde: Macrobond.

... med nedadgående pres på markedsrenterne

Pengepolitikken i Danmark følger ECB's for at holde en stabil kurs på kroner overfor euro. Spændet mellem Nationalbankens og ECB's udlånsrenter har dermed de fleste år været relativt konstant og tæt på nul, jf. figur I.30. Dette gælder også for spændet mellem danske og tyske statsobligationer, og dermed har de faldende renter i euroområdet været modsvaret af et fald i de danske renter.

Figur I.30 Spænd mellem danske og europæiske renter



Anm.: Rentespændene er udregnet som de danske renter minus de europæiske. Udlånsrente er ECB's rente på de løbende likviditetstiladelinger (Main Refinancing Operations, MRO), mens den for Danmark er Nationalbankens udlånsrente. Statsobligationsrenterne er renterne på tyske og danske tiårige statsobligationer. Seneste observation er medio september 2017.

Kilde: Macrobond.

Lav investerings- efterspørgsel

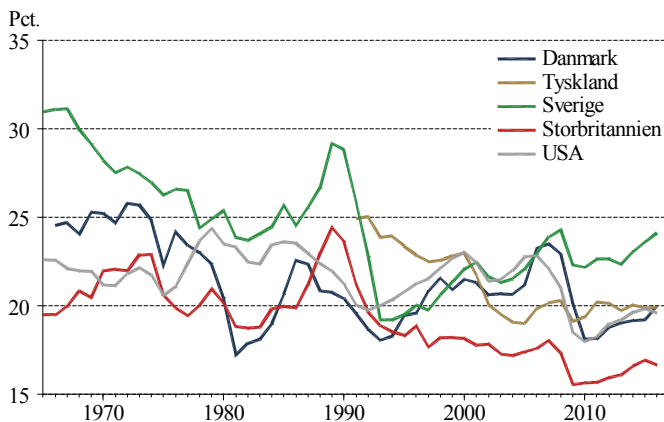
Udover et fald i BNP faldt investeringerne kraftigt som følge af finanskrisen. Det medførte et fald i investeringskvoterne for flere udviklede økonomier, jf. figur I.31. Dette kan blandt andet skyldes et behov for konsolidering og dermed høje opsparingsrater i både den private og offentlige sektor. Opbremsningen af økonomien gav endvidere anledning til en stigning i ledigheden og et fald i arbejdsstyrken, som kan have været medvirkende til, at virksomhederne var tilbageholdende med at foretage investeringer. Igennem ligevægten mellem investeringer og opsparing kan den lave investeringsefterspørgsel isoleret set også have bidraget til at presse realrenterne ned.

Lavere rente på aktiver med lav risiko ...

Faldet i realrenten på statsobligationer kan også skyldes en ændring i investorernes risikovillighed. En højere efterspørgsel efter finansielle aktiver med lav risiko, såsom statsobligationer, vil presse renterne på disse ned. Dette skyldes, at investorer vil kræve et mindre afkast på sikre investeringer relativt til aktiver med høj risiko. Bean mfl.

(2015) argumenterer for, at efterspørgslen efter finansielle aktiver med lav risiko er steget siden den finansielle krise blandt andet som følge af forøget økonomisk usikkerhed. De henviser endvidere til, at den øgede efterspørgsel efter sikre aktiver kan skyldes en stramning i den finansielle regulering, hvor der er blevet sat krav til banker om at holde en større mængde aktiver, der er likvide og har lav risiko.

Figur I.31 Nominelle bruttoinvesteringskvoter



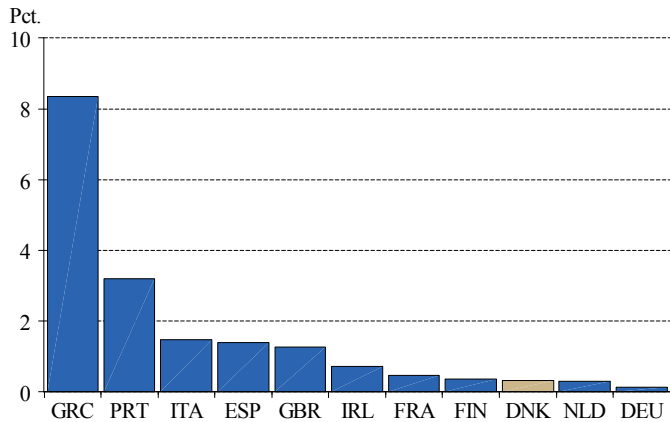
Anm.: Figuren viser den nominelle bruttoinvesteringskvote for hele økonomien.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 101*.

... kan også afspejle kreditværdighed

De lavere renter i Danmark, Tyskland og andre lande kan også afspejle, at investorer vurderer kreditværdigheden større i disse lande relativt til resten af verden. Den nominelle rente på danske statsobligationer er meget lav i øjeblikket relativt til mange andre europæiske lande, jf. figur I.32. Dette kan afspejle, at risikopræmien på danske statsobligationer er relativt lav, fordi Danmark anses som en "sikker havn", og det kan være endnu en forklaring på det lave renteniveau i Danmark.

Figur I.32 Renter på europæiske statsobligationer



Anm.: Figuren viser den årlige gennemsnitlige nominelle rente i 2016 på statsobligationer.

Kilde: Macrobond.

Rentestigninger forventes fremadrettet

Renterne forventes at stige mod 2025 ...

Faldet i realrenterne i kølvandet på finanskrisen er i høj grad påvirket af midlertidige forhold i form af konjunkturudviklingen og den førte pengepolitik. Formentlig er der også mere langsigtede forhold, der kan have haft betydning for det globale rentefald, der har kunnet konstateres de seneste 20-30 år. Fremadrettet forventes renterne at stige i takt med, at primært de konjunkturmæssige faktorer negative bidrag vendes til at blive positive.

... blandt andet som følge af strammere pengepolitik

I Europa har den økonomiske udvikling de seneste år været karakteriseret ved opsving i mange lande, jf. afsnit I.3. I takt med at den økonomiske situation i Danmark og euroområdet styrkes yderligere, forventes det, at lønningerne stiger, når virksomhederne efterspørger mere arbejdskraft. Det vil alt andet lige give et opadgående pres på produktionspriserne, som må forventes at blive omsat til højere inflation. Når inflationen og de kortsigtede inflationsforventninger begynder at nærme sig ECB's målsætning, ventes den lempelige pengepolitik gradvist at blive strammet, og dette vil medføre stigende renter både på korte og lange obligationer.

**Stigende
investeringsvækst
...**

Det vurderes, at de senere års relativt lave investeringsvækst i flere lande til en vis grad er et midlertidigt fænomen afledt af øget usikkerhed i forbindelse med den finansielle krise og et behov for konsolidering i virksomheder og husholdninger. Dermed forventes det, at investeringerne stiger fremadrettet i takt med, at usikkerheden omkring de økonomiske udsigter mindskes, og gælden nedbringes i den private sektor. Den højere investeringsefterspørgsel vil yderligere kunne bidrage til stigende renter.

**... og demografi
ventes at bidrage
til rentestigninger**

Samtidig tilsiger FN's befolkningsfremskrivning, at der vil blive flere pensionister relativt til andelen af 40-64 årige i verden frem mod 2030, jf. figur I.28. Dette forventes blandt andet af OECD at mindske opsparingsbehovet fremadrettet, hvilket formodes at øge det langsigtede renteniveau.¹⁰ Demografiske forskydninger sker dog typisk relativt langsomt, og rentestigninger som følge heraf må derfor formodes at være begrænsede på kort sigt. Yderligere er der ifølge Bean mfl. (2015) betydelig usikkerhed omkring, hvornår den demografiske udvikling vil bidrage til stigende renter. Her vil pensionsalderen fremover eksempelvis være af betydning. Denne afhænger af de enkelte landes regler om tilbagetrækningsalderen.

**Rentestigninger
forventes at
blive moderate**

Der er derfor grund til at tro, at renterne stiger fremadrettet. Dette skal blandt andet ses i lyset af mindre usikkerhed og mindre behov for konsolidering af virksomhederne og husholdningernes økonomi. Men der er også flere faktorer, der peger i retning af, at renterne fortsat vil være lave i en længere periode. Det er muligt, at faldet i investeringerne afspejler en mere permanent tendens afledt af en forventning om lavere produktivitetsvækst fremadrettet, hvilket vil pege i retning af, at rentestigningerne bliver mindre. Derudover vil fremtidige krav til den finansielle regulering have betydning. Der er for eksempel udsigt til, at Baselkomiteen yderligere strammer den finansielle regulering, og dette kan øge efterspørgslen efter aktiver med lav risiko. Slutteligt er der fortsat udsigt til lempelig pengepolitik i euroområdet i et godt stykke tid, hvilket også bidrager til en forventning om moderate rentestigninger de kommende år.

10) OECD (2014): *Economic Outlook, Vol. 2014/1*.

**Rentekurven
afspejler i nogen
grad markeds-
forventninger**

Markedsforventningerne til de fremtidige renter kan i nogen grad udledes af rentekurven. Det skyldes, at renterne på lange obligationer afspejler forventningen til de fremtidige korte renter samt en risikopræmie, der blandt andet afhænger af løbetiden på obligationen. Hvis markedet forventer, at de korte renter vil være konstante fremadrettet, vil hældningen på rentekurven dermed blot afspejle den risikopræmie, der tillægges obligationerne. Hvis der er forventninger om stigende korte renter i fremtiden, vil hældningen på rentekurven være stejlere.

**Rentekurven
er mere stejl i
euroområdet
end i USA, ...**

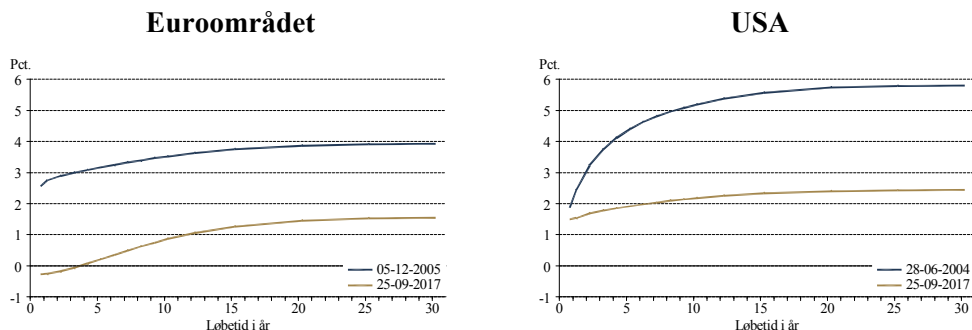
For euroområdet og USA sammenlignes de aktuelle rentekurver med tidspunktet lige inden, centralbankerne påbegyndte rentestigningerne i årene op mod finanskrisen, dvs. december 2005 for euroområdet og juni 2004 for USA. I USA er hældningen på rentekurven blevet mindre stejl sammenlignet med før finanskrisen, jf. figur I.33. I euroområdet er hældningen en smule mere stejl, end den var før finanskrisen, og noget mere stejl end den amerikanske.

**... hvilket kan
tilsige større
rentestigninger
i euroområdet**

Den mindre hældning på den amerikanske rentekurve kan afspejle, at markederne i dag forventer mindre rentestigninger fremadrettet, end det var tilfældet i 2004. Dette kan indikere, at markederne forventer en begrænset stramning af den amerikanske pengepolitik fremadrettet. Det understøttes også af, at medlemmerne af den pengepolitiske komite i den amerikanske centralbank har nedjusteret skønnet for den langsigtede pengepolitiske rente fra $4\frac{1}{4}$ pct. i januar 2012 til $2\frac{3}{4}$ pct. i september 2017.¹¹ Omvendt kan den lidt stejlere rentekurve i euroområdet indikere, at markederne forventer en større stramning af pengepolitikken, end det var tilfældet i 2005. Dette skal dog også ses i lyset af, at den pengepolitiske rente er ca. 2 pct.point lavere nu, end den var dengang. Forskellene i rentekurverne kan dog også afspejle en ændring i præmierne på obligationer med lang løbetid og dermed en ændring i spændet mellem korte og lange obligationer.

11) Skønnene er opgjort som medianen af medlemmernes vurdering af, hvad der på lang sigt vil være den rente, der bedst opfylder centralbankens målsætning.

Figur I.33 Rentekurver



Anm.: Kurverne viser den faste rente i en renteswap for løbetider mellem 1 og 30 år, hvor den variable rente er pengemarkedsrenten (EURIBOR for euroområdet og LIBOR for USA) med en løbetid på seks måneder. Swap-renten kan benyttes som en indikator for markedsaktørenes forventninger til den gennemsnitlige pengemarkedsrente i renteswapens løbetid. Pengemarkedsrenten kan forventes at følge de pengepolitiske renter tæt.

Kilde: Macrobond.

Renteskøn for danske og tyske statsobligationsrenter ...

Den nominelle rente på tyske tiårige statsobligationer forudsættes i fremskrivningen at være $3\frac{1}{4}$ pct. i 2025, svarende til en realrente på ca. $1\frac{1}{2}$ pct. Den danske tiårige statsobligationsrente ventes at være $3\frac{1}{2}$ pct. i 2025 og dermed have et positivt spænd på $\frac{1}{4}$ pct.point til den tyske. Dette er en nedjustering af begge renter på 0,5 pct.point i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2017*.

... er i tråd med andre prognosemagere

Skønnet ligger i tråd med, at andre prognosemagere også forventer relativt begrænsede rentestigninger frem mod 2025, jf. tabel I.3. Blandt andet viser Consensus-opgørelsen, som er et gennemsnit af skønnet fra en række finansielle institutioner, en forventning om, at den nominelle tyske statsobligationsrente vil være 2,6 pct. i årene 2023-27. Derimod vurderer OECD de nominelle renter på tiårige statsobligationer til at være 3,6 pct. i 2025 for både Danmark og Tyskland, og i regeringens konvergensprogram skønnes den nominelle rente på tyske statsobligationer at være 4,4 pct. i 2025.

Tabel I.3 Renteskøn på tyske tiårige statsobligationer

Institution	Skøn	År
DØR	3,3	2025
Consensus	2,6	2023-27
OECD	3,6	2025
Regeringen	4,4	2025

Anm.: Skønnet fra Consensus er målt som den gennemsnitlige rente i perioden 2023-27.

Kilde: Consensus Economics, april 2017, OECD: *Economic Outlook No 95 – Long-term baseline projections, Danmarks Konvergensprogram 2017* og egne beregninger.

Betydelig usikkerhed omkring renteudviklingen

Der er flere risikofaktorer, som kan gøre, at rentestigningerne vil blive anderledes, end der er lagt til grund i fremskrivningen. Det kan forekomme, at stigningen i inflationen i euroområdet vil være anderledes end forudsat, hvilket må forventes at føre til en anderledes udvikling i pengepolitikken. Samtidig er der betydelig usikkerhed omkring, hvordan de mere langsigtede faktorer vil påvirke investerings- og opsparingsadfærden. Her vil en vigtig faktor være, hvordan den økonomiske politik bliver tilrettelagt fremadrettet. Det vurderes derfor, at der er risiko for, at renterne kan blive enten højere eller lavere end forudsat i fremskrivningen.

I.5 Offentlige finanser frem mod 2025

Den faktiske offentlige saldo forbedres de kommende år

Efter mange år med lavkonjunktur vurderes konjunktursituationen nu at være omtrent neutral, jf. afsnit I.2. I årene med lavkonjunktur var underskuddene på den offentlige saldo tæt på Stabilitets- og Vækstpagtens grænse på 3 pct. af BNP. Med konjunkturnormaliseringen de seneste år er der gradvist kommet afstand til 3 pct.-grænsen, og der skønnes et underskud på 0,9 pct. af BNP i 2017. Det forventes, at de offentlige finanser forbedres de kommende år, og i 2025 ventes et overskud på 0,8 pct. af BNP. Forbedringen af saldoen fra 2017 til 2025 skal blandt andet ses i sammenhæng med forøgelsen af tilbagetrækningsalderen og stigningen i arbejdsstyrken.

Strukturelle underskud over ½ pct.-grænsen i 2018

I 2018 ventes et underskud på den strukturelle saldo på 0,6 pct. af BNP, hvilket er en overskridelse af grænsen for det maksimale underskud i budgetloven på ½ pct. af BNP. Underskuddet er forøget med 0,4 pct.point af BNP i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2017*. Vurderingen af de finanspolitiske mål fremgår af *Baggrundsnotat til offentlige finanser, Dansk Økonomi, efterår 2017*.

Svækkelsen af saldoen skyldes ikke nye finanspolitiske tiltag

Det større underskud skyldes ikke, at nye finanspolitiske tiltag har forværret den strukturelle saldo, men derimod nye skøn. De ændrede skøn afspejler flere forhold, som svækker den strukturelle saldo på kort sigt, men ikke har betydning for den langsigtede vurdering af de offentlige finanser. En af årsagerne til svækkelsen af den strukturelle saldo på kort sigt er, at opjusteringen af output gap i denne prognose skyldes en stærkere eksport, som giver færre indtægter fra moms og punktafgifter sammenlignet med en forbrugsdrevet fremgang. Ideelt set burde en kortvarig ændring i efterspørgslens sammensætning ikke have betydning for det strukturelle underskud, men i praksis fanger den anvendte konjunkturrensning ikke alle midlertidige udsving i sammensætningen af efterspørgslen.

Fortsat overskud i 2025

Overskridelsen af budgetlovens grænse i 2018 ændrer således ikke grundlæggende ved vurderingen af de offentlige finanser på længere sigt. Der er fortsat udsigt til en gradvis forbedring af den strukturelle saldo, og der ventes et overskud på 0,8 pct. af BNP i 2025.

Grundlag for vurdering

Fremskrivningen af de offentlige finanser bygger på den makroøkonomiske fremskrivning, der er præsenteret i afsnit I.2. Derudover tages der udgangspunkt i gældende lovgivning og indgåede politiske aftaler, herunder *Aftale om flere år på arbejdsmarkedet* fra juni 2017 samt konsekvenser af finanslovsforslaget for 2018, men aftalen *Omlægning af bilafgifterne* fra september er ikke nået indarbejdet. Øvrige konsekvenser af regeringens reformudspil fra august er heller ikke indarbejdet i grundforløbet, men konsekvenserne af disse udspil diskuteres i afsnit I.6. Forudsætningerne for fremskrivningen er nærmere beskrevet i *Baggrundsnotat til offentlige finanser, Dansk Økonomi, efterår 2017*, der findes på De Økonomiske Råds hjemmeside.

Den offentlige saldo frem mod 2025

Bred margin til 3 pct.-grænsen

Som nævnt ventes der i 2017 et underskud på den offentlige saldo på 0,9 pct. af BNP. Der er således en bred margin til 3 pct.-grænsen fra Stabilitets- og Vækstpacten. Fremadrettet forventes det, at saldoen bliver forbedret, og det vurderes, at der vil være omtrent balance i 2018 og 2019. Frem mod 2025 forbedres saldoen yderligere, idet der skønnes et overskud på 0,8 pct. af BNP i 2025. Forbedringen af saldoen frem mod 2025 drives primært af, at udgifterne ventes at udgøre en faldende del af BNP frem mod 2025, mens indtægterne ventes at udgøre stort set samme andel af BNP i 2017 og 2025.

Fremgang i lønsummen øger personskatter

På den korte bane stiger personskatterne fra 2017 som andel af BNP. Det skal blandt andet ses i lyset af let tiltagende lønstigninger, hvilket øger den samlede lønsum og dermed personskatterne, jf. tabel I.4. På længere sigt falder personskatterne frem mod 2025 relativt til BNP, hvilket blandt andet skal ses i lyset af stigende renter, der medfører et forøget rentefradrag.

Saldoen styrket i 2025

Overskuddet på den offentlige saldo i 2025 ventes at blive 0,8 pct. af BNP. Det er en opjustering fra 0,4 pct. af BNP ved vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2017*. Den lidt bedre saldo skyldes blandt andet, at der er indarbejdet et nyt udgiftsloft for 2021, der har sænket det offentlige forbrug som andel af BNP. Samtidigt vurderes renterne nu at stige mindre frem mod 2025, hvilket mindsker rentefradraget relativt til vurderingen i foråret.

Dæmpet udvikling i udgifterne

På udgiftssiden er det primært faldende udgifter til overførselsindkomster, der trækker de samlede udgifter som andel af BNP ned frem mod 2025. Udgifterne til overførselsindkomster falder blandt andet som følge af stigningen i tilbagetrækningsalderen og en mindre regulering af de fleste indkomstoverførsler frem til 2023. Fra 2019 begynder folkepensionsalderen at stige, hvilket er medvirkende til, at antallet af folkepensionister er næsten det samme i 2018 og 2025 trods en aldrende befolkning. Øvrige udgifter er forholdsvis høje i de førstkommande år, hvilket skyldes tilbagebetalingerne af efterlønsbidraget i 2018 og ejendomsværdiskatterne i 2019 og 2020.

Tabel I.4 Offentlige finanser

	2017	2018	2019	2020	2021	2025
	----- Pct. af BNP -----					
Personskatter ^{a)}	24,9	25,2	25,2	25,4	25,5	25,0
Selskabsskat ekskl. Nordsø	2,7	2,7	2,6	2,5	2,3	2,2
Pensionsafkastbeskatning	0,9	0,7	0,8	0,9	0,8	1,0
Nordsøindtægter	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,4
Afgifter ^{b)}	16,1	16,1	16,1	16,1	16,0	15,9
Øvrige indtægter	4,8	4,7	4,9	5,0	5,0	4,9
Indtægter i alt ^{c)}	49,4	49,6	49,7	50,0	49,8	49,4
Offentligt forbrug	25,0	24,8	24,8	24,8	24,7	24,7
Offentlige investeringer ^{d)}	3,5	3,4	3,4	3,5	3,5	3,4
Indkomstoverførsler	16,9	16,6	16,5	16,5	16,6	16,1
Øvrige udgifter	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	4,3
Udgifter i alt ^{e)}	50,0	49,6	49,5	49,3	49,0	48,5
Primær saldo	-0,6	0,0	0,2	0,7	0,9	0,9
Nettorenteindtægter	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Offentlig saldo	-0,9	-0,1	0,0	0,6	0,7	0,8
ØMU gæld ^{e)}	37,1	37,8	37,7	37,3	36,6	37,7
Netto gæld	-4,5	-4,4	-4,2	-3,5	-2,6	0,4

a) Personskatter omfatter kildeskatte, herunder ejendomsværdiskat, arbejdsmarkedsbidrag, husholdningernes vægtafgift og andre personlige indkomstskatte, som omfatter beskatning af kapitalpension.

b) Posten omfatter foruden moms og punktafgifter blandt andet grundskyld.

c) Indtægter og udgifter i alt er ekskl. renter.

d) Offentlige investeringer er inkl. udgifter til forskning og udvikling.

e) Der er i Finansloven budgetteret med en ny finansieringsform for almene boliger, hvor finansieringen ændres fra at bestå af realkreditlån til overvejende statslån. Det medfører en forøgelse af de offentlige passiver, der påvirker opgørelsen af ØMU gælden. Isoleret set giver det en stigning i ØMU gælden på omkring 7 pct.point i 2025. Stigningen i statens gæld modsvares dog af en tilsvarende stigning i aktiverne således, at den nye finansieringsform ikke påvirker størrelsen af nettogælden.

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

**Offentligt
forbrug udgør
lidt mindre andel
af BNP**

Frem mod 2021 antages væksten i det offentlige forbrug at følge udviklingen i udgiftslofterne. Det medfører, at det offentlige forbrugs andel af BNP ventes at falde fra 25,0 pct. af BNP i 2017 til 24,7 pct. af BNP i 2021. Fra 2022 antages det, at det offentlige forbrug følger et demografi- og velstandskorrigeret forløb, hvilket i denne fremskrivning medfører, at det offentlige forbrug udgør en stort set konstant andel af BNP fra 2021 til 2025. Den demografi- og velstandskorrigerede vækst indebærer en højere offentlig forbrugsvækst end den, der er forudsat frem til 2021, jf. tabel I.5.

Tabel I.5 Vækst i det offentlige forbrug

År	Dansk Økonomi efterår 2017	Demografi og velstandskorrigeret vækst ^{a)}
2017	0,8	1,0
2018	0,9	1,1
2019	1,2	1,1
2020	0,3	1,0
2021	0,2	1,2
2022	1,3	1,3
2023	1,2	1,2
2024	1,2	1,2
2025	1,2	1,2

a) Demografi- og velstandsreguleret vækst i det offentlige forbrug anvendes ofte som et pejlemærke for en neutral udvikling i det offentlige forbrug, fordi de offentlige udgifter pr. bruger i et sådant forløb følger lønudviklingen.

Anm.: I 2017 følger væksten i det offentlige forbrug regeringens skøn. For 2018 afspejler væksten i det offentlige forbrug forslaget til finanslov for 2018. Regeringen skønner en vækst på 0,5 pct. i 2018, hvor formandskabet skønner en vækst på 0,9 pct. Forskellen skyldes, at regeringen forudsætter, at 2 mia. kr. af udgifterne anvendes på andre udgifter end det offentlige forbrug, hvor forudsætningen i denne fremskrivning er, at udgifterne anvendes på offentlige forbrugsudgifter. Fra 2019 til 2021 tager væksten i det offentlige forbrug udgangspunkt i udgiftslofterne. Der korrigeres dog for, at andre poster under lofterne ventes at vokse hurtigere end det offentlige forbrug.

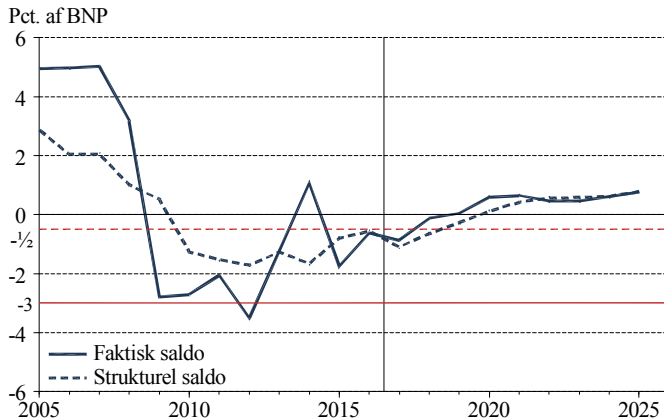
Kilde: Egne beregninger.

Den strukturelle saldo efter budgetlovens metode

Strukturel og faktisk saldo

Det faktiske underskud på den offentlige saldo blev stort i kølvandet på tilbageslaget i 2008, hvilket både skyldtes en lempelse af finanspolitikken og konjunkturbetingede fald i skatteindtægterne samt forøgede udgifter til ledige. De store konjunkturbetingede udsving på den faktiske saldo gør, at den ikke er velegnet til at vurdere den underliggende sundhedstilstand på de offentlige finanser. Her giver den strukturelle saldo et bedre indtryk af situationen, da der søges at rense for disse konjunkturbetingede udsving. Underskuddet på den strukturelle saldo under lavkonjunktoren var også mindre end underskuddet på den faktiske saldo, jf. figur I.34. De kommende år ændres konjunktursituationen, så der i stedet er udsigt til positive konjunkturbetingede bidrag til den faktiske saldo. Korrektionen for disse bidrag er medvirkende til, at den strukturelle saldo bliver svagere end den faktiske saldo i de kommende år.

Figur I.34 Den offentlige saldo



Anm.: Den strukturelle saldo er opgjort efter budgetlovens metode. Den røde stiplede linje angiver 0,5 pct.-grænsen i budgetloven, mens den fuldt optrukne røde linje angiver 3 pct.-grænsen i Stabilitets- og Vækstpagten. Overskuddet på den faktiske saldo i 2014 skyldes skatter knyttet til omlægningen af kapitalpensioner til alderspensioner.

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

**Konjunktur-
rensning af
saldoen**

Ved konjunkturrensningen af den faktiske saldo søges det at rense den faktiske saldo for de konjunkturbetingede udsving i de offentlige indtægter og de offentlige udgifter. Derimod renses den faktiske saldo ikke for diskretionære finanspolitiske tiltag. En finanspolitisk lempelse, der skyldes, at politikkerne reagerer på et økonomisk tilbageslag ved f.eks. at sænke skatterne eller øge de offentlige investeringer, betragtes således ikke som en konjunkturbetinget ændring af den faktiske saldo. I praksis sker konjunkturrensning ved, at det beregnes, hvor meget den faktiske saldo normalt påvirkes, når økonomien afviger fra det neutrale niveau. Sammenhængen mellem den offentlige saldo og afvigelsen fra det neutrale niveau betegnes som en budgetelasticitet, og der anvendes den samme budgetelasticitet i budgetlovens metode, uanset om en højkonjunktur er forbrugsdrevet eller eksportdrevet, jf. boks I.5. Den strukturelle saldo kan dog også beregnes med en anden metode, hvor der ikke anvendes denne faste budgetelasticitet.

**Underskud over
grænsen i
budgetloven**

Underskuddet på den strukturelle saldo i 2018 skønnes til 0,6 pct. af BNP, jf. tabel I.6. Det ventede underskud er større end underskudsgrænsen i budgetloven på 0,5 pct. af BNP, som skal overholdes ved fremlæggelsen af finanslovsforslaget. I det følgende beskrives hovedårsagerne til det større underskud i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2017*. Derefter præsenteres en sammenligning af forskellene til Finansministeriet. Yderligere dokumentation af skønnene for de offentlige finanser fremgår af *Baggrundsnotat til offentlige finanser, Dansk Økonomi, efterår 2017*.

Boks I.5 Usikkerhed forbundet med strukturel saldo på budgetlovens metode

Den strukturelle saldo er en beregnet, hypotetisk størrelse, som har til formål at vise den offentlige saldo, rensat for konjunkturernes påvirkning og andre midlertidige forhold. Efter budgetlovens metode beregnes den strukturelle saldo, B^* , ved at rense den faktiske saldo, B , for konjunktursituationen via et konjunkturgap, GAP , ganget en samlet budgetelasticitet, e . Konjunkturgap er en vægtning af output gap og beskæftigelsesgap. Derudover korrigeres for en række særlige poster, S , hvor der særskilt fastlægges et strukturelt niveau, S^* . Derudover korrigeres der for udvalgte engangsforhold.

$$B^* = B - e \cdot GAP - (S - S^*) - \text{engangsforhold}$$

Der bruges en konstant budgetelasticitet e på ca. $\frac{3}{4}$. Denne budgetelasticitet er beregnet ud fra to fulde simulerede konjunkturcykler, hvor det antages, at såvel privat forbrug, eksport som investeringer bliver skiftevis positivt og negativt påvirket. Efterspørgsels sammensætning har stor betydning for, hvor meget de offentlige finanser påvirkes af et konjunkturgap med en given størrelse. Hvis en højkonjunktur alene skyldes et forbrugs- og byggeboom i Danmark, vil det forbedre den offentlige saldo forholdsvis meget, da der betales moms og punktafgifter på den indenlandske efterspørgsel. Skyldes højkonjunkturen i stedet en eksportdrevet fremgang, forbedrer det kun i begrænset omfang de offentlige finanser, da der i udgangspunkt ikke betales moms og punktafgifter af eksport.

De særlige poster, S , er udgifter og indtægter, som kan svinge meget fra år til år, men hvor udsvingene ikke har en nær sammenhæng med konjunktursituationen. Derfor behandles de særligt. Det kan enten være ved, at der antages et givet strukturelt niveau for posten, hvilket f.eks. gælder selskabsskatter (fast andel af BNP) og pensionsafkastbeskatningen (baseret på et normalafkast på pensionsformuen), eller de kan indgå som et syvårs glidende gennemsnit, hvilket f.eks. gælder for nordsøindtægterne og en række kapitaloverførsler.

Endelig korrigeres for en række engangsforhold, der påvirker den offentlige saldo, men som ikke forventes at forekomme mere end en gang. Det gælder f.eks. skatter knyttet til omlægningen af kapitalpensionsordninger til alderspensionsordninger og tilbagebetalingen af efterlønsbidraget i 2012 og 2018.

En detaljeret gennemgang af beregningen af den strukturelle saldo efter budgetlovens metode kan findes i *Opdatering af metoden til beregning af strukturel saldo*, Finansministeriet 25. februar 2015, www.fm.dk.

Tabel I.6 Bidrag til ændringer i den strukturelle saldo siden foråret

	2017	2018	2019	2020	2021	2025
Dansk Økonomi, efterår 2017	-1,1	-0,6	-0,3	0,1	0,4	0,8
Dansk Økonomi, forår 2017	-0,6	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,4
Forskel	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	0,4	0,4
<i>Bidrag til forskel:</i>						
Strukturelle almindelige poster	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,5	0,5
- faktisk saldo ekskl. særlige poster	0,0	0,3	0,3	0,4	0,7	0,5
- konjunkturrensning	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	0,0
Strukturelle særlige poster	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
- heraf PAL-indtægter	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
- heraf Nordsøindtægter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1

Anm.: Den strukturelle saldo er opgjort efter budgetlovens metode.

Kilde: *Dansk Økonomi, forår 2017* og egne beregninger.

Hovedårsager til ændrede skøn

Forværring af saldo på kort sigt – forbedring på lang sigt

I forhold til skønnene i *Dansk Økonomi, forår 2017* er det strukturelle underskud forøget med 0,4 pct.point af BNP i 2018 og 0,3 pct.point af BNP i 2019, jf. tabel I.6. Fra 2021 er saldoen i denne opgørelse forbedret, og der ventes stigende overskud frem mod 2025.

Flere grunde til ændringen af den strukturelle saldo

Forværringen af den strukturelle saldo i perioden 2017-20 skyldes ikke, at der over sommeren er foretaget finanspolitiske tiltag, som forværrer saldoen, men derimod ændringer i en række skøn i den makroøkonomiske fremskrivning. Justeringen skal i høj grad ses i sammenhæng med, at ikke alle dele af økonomien endnu er tilbage i ligevægt, jf. afsnit I.2 og afsnit I.4. Tre væsentlige årsager til forværringen af den strukturelle saldo kan fremhæves. For det første er eksporten opjusteret som andel af BNP, hvilket giver forholdsvis få moms- og afgiftsindtægter. For det andet er løkvoten nedjusteret, hvilket reducerer personskatterne. For det tredje er renterne nedjusteret, hvilket mindsker de strukturelle indtægter fra pensionsbeskatningen.

Eksportdrevet opsving holder skatteindtægterne nede

Der forventes nu en højere vækst i 2018, og konjunkturgap er i denne opgørelse opjusteret med 0,8 pct.point sammenlignet med foråret. Hovedparten af den forøgede vækst frem mod 2018 stammer dog fra en større vækst i eksporten, jf. figur I.35. Sammenlignet med vurderingen i foråret ventes eksporten nu at udgøre en større andel af BNP, mens det private forbrug udgør en mindre andel af BNP. Når fremgangen drives af stigende eksport, så kommer der som nævnt væsentligt færre indtægter i form af moms og punktafgifter sammenlignet med en situation, hvor fremgangen var drevet af privat forbrug. Derved genererer den ventede konjunkturfremgang relativt få offentlige indtægter. Der er således kun sket en forbedring af den faktiske offentlige saldo med 0,3 pct.point. Den faste budgetelasticitet tager ikke højde for, at efterspørgslen er skiftet fra forbrug til eksport og overvurderer derfor konjunkturbidraget til den offentlige saldo. Konjunkturrensningen med den faste budgetelasticitet korrigerer således den offentlige saldo med 0,6 pct.point mere end i *Dansk Økonomi, forår 2017*, jf. tabel I.6.

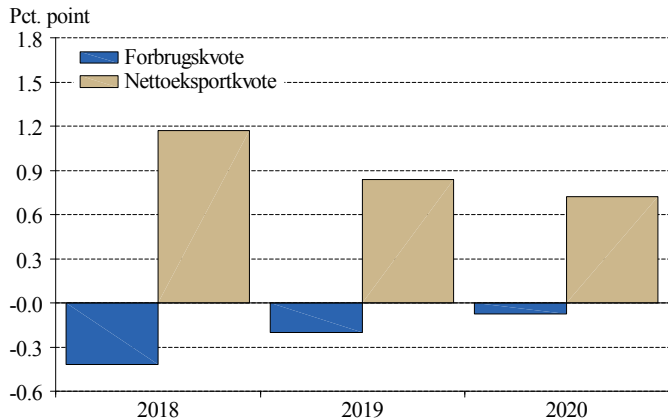
Lavere lønkvote trækker ned i personskatterne og den strukturelle saldo

Udover sammensætningen af efterspørgslen har også fordelingen af værdiskabelsen mellem løn og selskabernes bruttooverskud af produktion, dvs. lønkvoten, betydning for den strukturelle saldo. Det skyldes, at løn har en højere gennemsnitlig beskatning end selskabernes bruttooverskud. Det ventes nu, at lønkvoten de næste år vil være lavere end vurderet i foråret, hvilket medfører færre personskatter, der delvist opvejes af flere selskabsskatter. Det trækker i sig selv ned i den strukturelle saldo. Dertil kommer den konkrete håndtering af selskabsskatterne i beregningen af den strukturelle saldo, hvor selskabsskatterne udgør en fast andel af BNP uafhængigt af det faktiske provenu det enkelte år.

Lavere strukturel pensionsafkastskat

Afkastet af pensionsafkastskatten kan udvise store udsving fra år til år, men udsvingene er ikke nært knyttet til konjunkturudviklingen. Derfor antages det strukturelle provenu at følge et normalafkast. Renteniveauet i 2025 er nedjusteret med $\frac{1}{2}$ pct.point, jf. afsnit I.4. Den lavere rente har medført, at de strukturelle indtægter fra pensionsafkastbeskatningen er nedjusteret. Det slår igennem allerede i dag, og siden *Dansk Økonomi, forår 2017* er de strukturelle indtægter fra pensionsafkastskatten nedjusteret med ca. 0,1 pct. af BNP.

Figur I.35 Ændring i forbrugs- og nettoeksportkvoter



Anm.: Ændringerne er i forhold til det skønnede i *Dansk Økonomi, forår 2017* og er målt som pct.point af BNP.

Kilde: *Dansk Økonomi, forår 2017* og egne beregninger.

Den strukturelle saldo i 2025 er forbedret

På trods af at den strukturelle saldo er svækket på kort sigt, ventes der nu et større overskud i 2025, end det var tilfældet i foråret. Det skal særligt ses i lyset af, at det nye forslag til udgiftsloft for 2021 indebærer en vækst i det offentlige forbrug, der er lavere end det demografi- og velstandskorrigeret forløb, som var udgangspunktet for fremskrivningen i *Dansk Økonomi, forår 2017*. Det reducerer isoleret set det offentlige forbrug svarende til ca. $\frac{1}{4}$ pct.point af BNP og forbedrer den offentlige saldo tilsvarende frem til 2025.

Den strukturelle saldo sammenlignet med Finansministeriet

Større underskud end vurderet af Finansministeriet i 2017 og 2018

Det vurderes, at underskuddet på den strukturelle saldo i år og næste år er noget større end skønnet af Finansministeriet. I 2017 vurderes det strukturelle underskud at være 1,1 pct. af BNP, hvilket er 0,6 pct.point mere end vurderet af Finansministeriet. I 2018 vurderes det strukturelle underskud at blive 0,6 pct. af BNP, hvilket er 0,3 pct.point højere end Finansministeriets vurdering, jf. tabel I.7.

Tabel I.7 Strukturel saldo sammenlignet med Finansministeriet

	2017	2018	2019	2020	2021
Dansk Økonomi, efterår 2017	-1,1	-0,6	-0,3	0,1	0,4
Regeringen, august 2017	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
Forskel	-0,6	-0,3	0,0	0,2	0,4
<i>Bidrag til forskel:</i>					
Strukturelle almindelige poster	0,0	0,0	0,3	0,3	0,6
- faktisk saldo ekskl. særlige poster	0,1	0,5	0,8	0,7	0,9
- konjunkturrensning	-0,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,2
Strukturelle særlige poster	-0,5	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3
- heraf PAL-indtægter	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
- heraf Nordsøindtægter	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,0

Anm.: Den strukturelle saldo er opgjort efter Finansministeriets metode, som er den, der skal anvendes ifølge budgetloven. Som følge af afrundinger afviger tallene i tabellen fra totalerne.

Kilde: *Opdateret 2025-forløb, Finansministeriet august 2017* og egne beregninger.

Samme forløb for finanspolitik, ...

I beregningen af den strukturelle saldo efter budgetlovens metode anvender formandskabet Finansministeriets metode, men formandskabet har egne skøn for de offentlige finanser, output gap mv. Fremskrivningerne af de offentlige finanser fra såvel formandskabet som Finansministeriet tager udgangspunkt i vedtagen politik.

... større forskelle i skøn for realøkonomien

Forskellene i skøn for de to opgørelser af den strukturelle saldo skal primært ses i sammenhæng med vurderingen af konjunktursituationen. Hertil kommer andre afvigelser i realøkonomien fra neutrale niveauer, herunder skøn for strukturelle niveauer for nordsøindtægterne og arbejdsstyrken mv.

Konjunkturrensningen udligner forskel

På kort sigt vurderer formandskabet, at den faktiske saldo uden særlige poster vil være bedre end vurderet af Finansministeriet. Dette skal ses i sammenhæng med, at formandskabet vurderer, at produktionen som følge af konjunktursituationen i dansk økonomi er større end skønnet af Finansministeriet. Dette søges der korrigeret for med konjunkturrensningen af den faktiske saldo, og konjunkturrensningen

modsvares stort set den mere positive faktiske saldo, jf. tabel I.7.

Nordsøindtægter lidt lavere på kort sigt

En del af forklaringen på forskellene i den strukturelle saldo er Nordsøindtægterne. Formandskabet vurderer, at de strukturelle Nordsøindtægter i 2018 til at være knap 0,2 pct. af BNP, mens Finansministeriet vurderer de strukturelle nordsøindtægter til godt 0,3 pct. af BNP. Denne lille forskel reduceres dog i de kommende år.

Formandskabet har en mere positiv vurdering af saldoen fra 2020 til 2025

Fra 2020 og frem har formandskabet en mere positiv vurdering af både den faktiske og strukturelle saldo end Finansministeriet. Det skal primært ses i lyset af strukturelle forhold, hvor formandskabet f.eks. forventer, at det samlede antal præsterede arbejdstimer i Danmark vil være højere, end det Finansministeriet vurderer. Den gennemsnitlige arbejdstid vurderes af formandskabet at stige godt 12 timer mere frem mod 2025, end Finansministeriet skønner. Det forbedrer isoleret set den offentlige saldo med 0,2 pct. af BNP. Samtidigt vurderer formandskabet, at væksten sidst i perioden vil være højere end skønnet af Finansministeriet, hvilket også forbedrer de offentlige finanser i 2025.

Vurdering af underskuddet i forhold til budgetloven

Budgetlovens grænse for underskuddet brydes i 2018

Formandskabet vurderer, at det strukturelle underskud i 2018 vil blive 0,6 pct. af BNP og derved større end tilladt i henhold til budgetloven. I henhold til budgetloven må underskuddet for den strukturelle saldo ved finanslovsforslagets fremlæggelse ikke overskride ½ pct. af BNP, med mindre det skyldes exceptionelle omstændigheder, jf. boks I.6. Formandskabets vurdering indebærer dermed, at der er udsigt til, at budgetlovens underskudsgrænse overskrides i 2018. Formandskabet vurderer ikke, at overskridelsen skyldes exceptionelle omstændigheder.

Ufinansierede finanspolitiske tiltag vil øge det strukturelle underskud

Budgetlovens underskudsgrænse bliver allerede i udgangspunktet brudt i 2018 med den planlagte og vedtagne finanspolitik. Alle ufinansierede finanspolitiske tiltag i forhold til finanslovsforslaget vil således forøge den forventede overskridelse af budgetlovens underskudsgrænse.

Boks I.6 Omtale af den strukturelle saldo i budgetloven og lov om Det Økonomiske og Det Miljøøkonomiske råd

Budgetloven blev vedtaget i 2012 og har siden forslag til finanslov for 2014 sat nogle formelle krav til budgetbalance. Budgetbalance indebærer blandt andet, at det strukturelle underskud ikke må overstige ½ pct. af BNP.

Centrale elementer i budgetloven

Budgetbalance

§2. Den samlede budgetstilling på de samlede offentlige finanser skal være i balance eller udvise et overskud.

Stk. 2. Det i stk. 1 nævnte krav om budgetbalance er overholdt, hvis den strukturelle saldo er på niveau med det mellemfristede mål, der er fastsat i den reviderede stabilitets- og vækstpagt, og med en nedre grænse for et strukturelt underskud på 0,5 pct. af bruttonationalproduktet.

Stk. 5. Der kan midlertidigt afviges fra det i stk. 2 nævnte mellemfristede mål eller tilpasningsstien hen imod det mellemfristede mål i tilfælde af exceptionelle omstændigheder, forudsat at den midlertidige afvigelse ikke bringer den finanspolitiske holdbarhed på mellemlang sigt i fare.

Stk. 6. Ved exceptionelle omstændigheder forstås en usædvanlig begivenhed, der ligger uden for statens kontrol, og som har en afgørende virkning på de samlede offentlige finanser, eller perioder med et alvorligt økonomisk tilbageslag som fastsat i den reviderede stabilitets- og vækstpagt.

Korrektionsmekanisme

§3. *Stk. 2.* Hvis der på baggrund af finansministerens opgørelse af den strukturelle saldo for det følgende finansår konstateres en væsentlig afvigelse fra det i § 2 nævnte mellemfristede mål eller tilpasningsstien hen imod det mellemfristede mål, skal der gennemføres foranstaltninger med henblik på at foretage en korrektion af afvigelsen.

Stk. 3. Ved en væsentlig afvigelse forstås en negativ afvigelse på mindst 0,5 pct. af bruttonationalproduktet.

Boks I.6 Omtale af den strukturelle saldo i budgetloven og lov om Det Økonomiske og Det Miljøøkonomiske råd, fortsat

Formandskabets rolle i forbindelse med strukturel saldo

Formandskabet har en særlig rolle ved vurderingen af den strukturelle saldo i forbindelse med forslag til finanslov, hvor formandskabet skal vurdere, hvad den strukturelle saldo bliver som en konsekvens af den finanspolitik, der foreslås i finansloven. Af lov om Det Økonomiske Råd og Det Miljøøkonomiske Råd fremgår:

§3 *Stk. 5.* Formandskabet skal årligt vurdere holdbarheden i de langsigtede offentlige finanser og den mellemfristede udvikling i den offentlige saldo og vurdere, om de vedtagne udgiftslofter er afstemt med de finanspolitiske målsætninger for de offentlige finanser givet de reformer og finansieringsinitiativer mv., som er besluttet af et flertal i Folketinget. Formandskabet skal desuden vurdere, om de vedtagne udgiftslofter overholdes såvel i planlægningsfasen, som når regnskabet foreligger.

§3 a. Tages formandskabets vurderinger efter §3, stk. 5, for så vidt angår budgetlovens korrektionsmekanisme og bestemmelser om exceptionelle omstændigheder, ikke til følge, skal finansministeren offentligt redegøre herfor.

Vurdering af finanspolitikken aktivitetspåvirkning frem mod 2020

Finanspolitikken har dæmpet væksten siden 2015

Siden 2015 har finanspolitikken dæmpet væksten i den samlede økonomi, jf. tabel I.8. Dette skyldes, at det offentlige forbrug og den offentlige beskæftigelse er steget i langsomt tempo. Hertil kommer, hvordan udgangspunktet for en neutral finanspolitik er defineret. En af forudsætningerne for, at finanspolitikken vurderes at være neutral for væksten er, at den offentlige beskæftigelse udgør en konstant andel af den strukturelle beskæftigelse. De seneste år vurderes den strukturelle beskæftigelse at være steget forholdsvis hurtigt, blandt andet på grund af den gradvise stigning i efterlønsalderen fra 2014.

Finanspolitikken strammes i roligere tempo

De kommende år ventes finanspolitikken også at dæmpe væksten, men i et roligere tempo. I de næste år ventes en negativ finanseffekt på -0,3 pct. af BNP i 2017, -0,4 pct. af BNP i 2018 og -0,1 pct. af BNP i 2019. Det skal ses i sam-

menhæng med en behersket udvikling i den offentlige beskæftigelse samtidig med, at der fortsat er en betydelig stigning i den strukturelle beskæftigelse, jf. afsnit I.2.

Finanseffekten undervurderes i 2018 og 2019

Finanseffekten tager kun højde for ændringer i skatter på indtægtssiden og i de offentlige udgifter til forbrug, investeringer, indkomstoverførsler og øvrige udgifter på udgiftssiden. Derimod indgår engangsudbetalinger i form af kapitaloverførsler til husholdningerne ikke. I de kommende år ventes der to væsentlige engangsudbetalinger til husholdningerne, som ikke indgår i opgørelsen af finanseffekten. I 2018 bliver det muligt at få tilbagebetalt efterlønsbidraget, hvilket vurderes at lede til en samlet udbetaling på 5 mia. kr. I 2019 og 2020 sker der en tilbagebetaling af boligskatter, der er betalt af for høje vurderinger, hvor det vurderes, at der bliver tilbagebetalt henholdsvis 9 og 4½ mia. kr. Medtages disse to effekter i finanseffekten, bliver den omkring -¼ pct. af BNP i både 2017 og 2018 og omtrent neutral i 2019, jf. tabel I.8.

Finansministeriet har en lavere finanseffekt

Tidligere har der været relativt store forskelle på formandskabets og Finansministeriets vurderinger af finanseffekten, som følge af forskelle i definitionen af en neutral finanspolitik. Finansministeriet har ændret metoden til opgørelse af finanseffekten i *Økonomisk Redegørelse, august 2017*, jf. boks 4.2 i *Økonomisk Redegørelse, maj 2017*. Metodeændringen indebærer, at Finansministeriets definition af en neutral finanspolitik kommer tættere på formandskabets, og det trækker i retning af, at Finansministeriets vurdering af finanseffekten bliver mere negativ. Finansministeriet vurderer dog stadig finanseffekten mindre negativ end formandskabet. Finanseffekten skønnes af Finansministeriet til -0,2 pct. af BNP i 2017 og -0,1 pct. af BNP i 2018. Forskellen i 2018 skyldes blandt andet tilbagebetalingen af efterlønsbidraget, som indgår i Finansministeriets opgørelse af finanseffekten. Hertil kommer, at der er en række forskelle i vurderinger af blandt andet udviklingen i den strukturelle beskæftigelse og det strukturelle BNP, der har betydning.

Tabel I.8 Etårige finanseffekter

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Pct.					
Udgifter i alt	-0,3	-0,5	-0,3	-0,4	-0,1	-0,4
Heraf offentligt forbrug	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
offentlige investeringer	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
øvrige	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,1
Indtægter i alt	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Heraf personlige skatter	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
øvrige	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanseffekt i alt	-0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,1	-0,3
Engangsudbetalinger				0,1	0,1	-0,1
Finanseffekt inkl. engangsudbetalinger	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	0,0	-0,4

Anm.: Den etårige finanseffekt angiver finanspolitikens aktivitetspåvirkning målt som finanspolitikens vækstbidrag til BNP sammenholdt med en situation med neutral finanspolitik i forhold til året før.

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

I.6 Regeringens 2025-plan og reformudspil

2025-plan i foråret og reformudspil i august

Regeringen præsenterede i foråret en 2025-plan, der lægger rammerne for den økonomiske politik og udviklingen i de offentlige finanser frem mod 2025. Den nye plan indeholder blandt andet en udskydelse af det mellemlistede mål om balance på de offentlige finanser fra 2020 til 2025. Den makroøkonomiske fremskrivning bag planen blev opdateret i forbindelse med fremlæggelsen af finanslovsforslaget for 2018. Ved samme lejlighed fremlagde regeringen to reformudspil, der blandt andet indebærer en række skattelettelser.

Formålet med afsnittet

I dette afsnit kommenteres regeringens 2025-plan. Et vigtigt element i denne plan er opgørelsen af det såkaldte råderum og implikationen for udviklingen i det offentlige forbrug, hvorfor disse elementer beskrives med en vis detaljegrad. Dernæst beskrives hovedelementer i regeringens reformudspil fra august, og til sidst diskuteres, hvordan reform-

udspillet skattelettelser påvirker incitamentet til at arbejde og spare op til pension.

Regeringens 2025-plan

Regeringens 2025-plan fra maj 2017

Regeringen præsenterede i maj måned en ny mellemfristet plan. Planen blev præsenteret i *Vækst og velstand 2025*. Planlægningshorisonten forlænges med den nye plan fra 2020 til 2025. Planen introducerede nye mellemfristede sigtpejnter for de offentlige finanser, der indebærer et strukturelt underskud på 0,1 pct. af BNP i 2020, et mål om balance i 2025 og en målsætning om en årlig realvækst i det offentlige forbrug på godt 0,3 pct. for perioden 2018-25.¹² Samtidig har planen som mål at øge den gennemsnitlige vækst i den samlede produktion frem mod 2025 fra 1,5 pct. til 2,0 pct. årligt og at øge beskæftigelsen med 60.000 personer, udover den forventede stigning på 120.000 personer frem mod 2025, der følger af allerede vedtagne reformer.

Opdateret vurdering fra august 2017

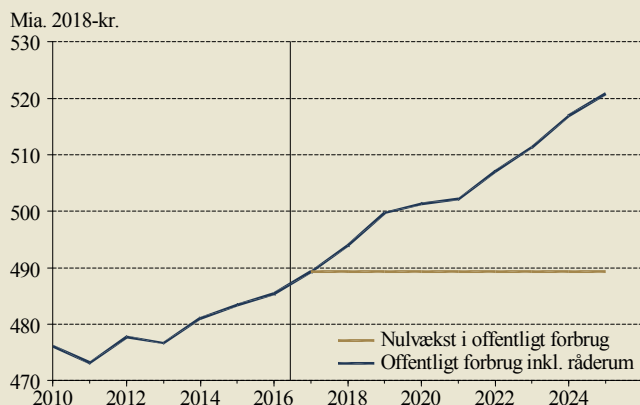
Det makroøkonomiske forløb bag 2025-planen blev efterfølgende opdateret i forbindelse med fremlæggelsen af finanslovsforslaget for 2018, jf. *Opdateret 2025-forløb, august 2017*. I det opdaterede forløb er finanslovsforslaget for 2018, *Aftale om flere år på arbejdsmarkedet* fra maj 2017 og et forslag til nyt udgiftsloft for 2021 indarbejdet. Regeringen opgør på den baggrund et såkaldt råderum, der i regeringens opgørelse udgør ca. 32 mia. kr. Råderummet er udtryk for størrelsen af de skattelettelser eller forøgelse af offentlige udgifter, der under antagelse om uændret reallt offentligt forbrug er forenelige med den mellemfristede målsætning om balance i 2025, jf. boks I.7. Det er en politisk prioritering, hvordan råderummet anvendes.

12) Regeringen omtaler en vækst på 0,3 pct. om året som "basisvækst" på 0,3 pct. I finanslovsforslaget for 2018 planlægger regeringen med en vækst på 0,5 pct.

Boks I.7 Regeringens finanspolitiske råderum

Det finanspolitiske råderum opgøres af regeringen som de ekstra offentlige udgifter eller skattelettelser, der kan realiseres under en forudsætning om konstant reelt offentligt forbrug (ekskl. afskrivninger) og strukturel balance på de offentlige finanser i 2025. Råderummet kan formuleres som den mulige forøgelse af de offentlige forbrugsudgifter i forhold til 2017, der er foreneligt med den gældende mellemfristede saldomålsætning givet udviklingen i de øvrige offentlige udgifter og indtægter. Råderummet er illustreret i figur A, som forskellen mellem et forløb med uændret reelt offentligt forbrug (nulvækst) og det forløb, hvor de offentlige forbrugsudgifter indebærer, at den mellemfristede saldomålsætning netop opfyldes (givet regeringens antagelser om indtægter og udgifter i øvrigt).

Figur A Opgørelse af regeringens råderum



Kilde: Opdateret 2025-forløb og egne beregninger.

Råderummet opstår, fordi der som følge af fremgang i produktiviteten og fremgang i beskæftigelsen er vækst i skatteindtægterne. Størrelsen af råderummet afhænger dermed blandt andet af den forventede produktivitetsstigning. Råderummet øges alt andet lige, når planlægningshorisonten forlænges, da nulvæksten i det reale offentlige forbrug fastholdes over en længere periode. Uændret reelt forbrug (nulvækst) indebærer, at de offentlige udgifter både pr. borger og som andel af BNP vil falde.

fortsættes

Boks I.7 Regeringens finanspolitiske råderum, fortsat

Regeringen opgør i *Opdateret 2025-forløb* råderummet i 2025 til knap 32 mia. (forskellen mellem blå og brun kurve i figur A). Disponeres hele råderummet til offentligt forbrug, indebærer det en gennemsnitlig årlig realvækst i det offentlige forbrug på ca. 0,8 pct. fra 2018-25.

Til og med det samfundsøkonomiske forløb bag *Vækst og velstand 2025* fra maj 2017 har regeringen fremskrevet det offentlige forbrug, sådan at det svarede til hele råderummet. I det opdaterede 2025-forløb fra august 2017 afspejler udviklingen i det offentlige forbrug imidlertid ikke råderummet, men regeringens målsætning om en gennemsnitlig realvækst på godt 0,3 pct. fra 2018-25. Herved reduceres råderummet med ca. 12,5 mia. 2018-kr. i 2025. Den resterende (ikke-disponerede) del af råderummet, ca. 19 mia. 2018-kr. i 2025, er i regeringens fremskrivning placeret i en reserve, der optræder som en uspecificeret offentlig udgift.

Regeringens finanspolitiske råderum må ikke forveksles med den finanspolitiske holdbarhed. Den finanspolitiske holdbarhed angiver, hvor meget de offentlige udgifter kan hæves, eller skatterne sænkes permanent, når der tages højde for blandt andet ændringer i demografien på lang sigt. Holdbarhedsindikatoren opgøres aktuelt til i størrelsesorden 20-25 mia. kr. af både formandskabet og Finansministeriet, svarende til at finanspolitikken er overholdbar med godt 1 pct. af BNP.

Lavere offentlig forbrugsvækst ...

Regeringens 2025-plan bygger som nævnt på en gennemsnitlig offentlig forbrugsvækst frem mod 2025 på godt 0,3 pct. En forbrugsvækst på 0,3 pct. om året er lavere, end det der tidligere har været lagt til grund. Frem til og med *Vækst og velstand 2025* fra maj 2017 placerede regeringen, som beskrevet i boks I.7, beregningsteknisk hele råderummet som offentligt forbrug. Dette betød, at realvæksten i det offentlige forbrug frem til foråret 2017 kunne tolkes som den vækst, der var forenelig med den mellemfristede saldomålsætning under givne forudsætninger om udviklingen i de øvrige offentlige udgifter og indtægter.

... udtryk for en metodeændring

I det makroøkonomiske forløb bag *Opdateret 2025-forløb* er fremskrivningen af det offentlige forbrug imidlertid ændret, så realvæksten i det offentlige forbrug nu fastsættes i

overensstemmelse med regeringens målsætning for væksten i det offentlige forbrug, som er godt 0,3 pct. i perioden 2018-25. Det resterende råderum er beregningsteknisk placeret som en ikke-disponeret reserve, hvilket betyder, at summen af det offentlige forbrug (udover niveauet i udgangsåret) og den afsatte reserve tolkes som den stigning i de offentlige udgifter, der er plads til givet den mellemfristede saldomålsætning og fremskrivningens forudsætninger i øvrigt.

Formandskabet fremskriver offentligt forbrug med demografi og velstand

I formandskabets fremskrivning følger det reale offentlige forbrug udgiftslofterne for 2018-21 og et demografi- og velstandskorrigeret forløb for perioden 2022-25. Dette indebærer en gennemsnitlig forbrugsvækst i perioden 2018-25 på ca. 0,9 pct. Det demografi- og velstandskorrigerede forløb indebærer, at udgiften pr. bruger i de enkelte aldersgrupper følger lønudviklingen. Det betyder blandt andet, at det samlede offentlige forbrug vil udgøre en konstant andel af BNP, hvis der ikke sker demografiske udsving. Formandskabet anvender dette fremskrivningsprincip fra 2021, og regeringen anvender princippet fra 2025, hvor den mellemfristede planlægningsperiode udløber. Det er således dette princip, der ligger bag både formandskabets og regeringens beregning af den langsigtede finanspolitiske holdbarhed.

Regeringens reformudspil

Nye udspil fra regeringen

Regeringen fremlagde i august 2017 et udspil til *Jobreformens fase II* og et *Erhvervs- og iværksætterudspil*. Med *Jobreformens fase II* sigter regeringen mod at øge arbejdsudbuddet hovedsageligt gennem tiltag, der reducerer beskattningen af arbejdsindkomst. Samtidig adresserer udspillet det såkaldte samspilsproblem i pensionssystemet. Regeringen har med *Erhvervs- og iværksætterudspillet* til hensigt at forbedre rammerne for erhvervslivet og styrke aktie- og iværksætterkulturen i Danmark. Hovedelementerne i udspillene fremgår af boks I.8. De to udspil sigter blandt andet mod at indfri dele af de vækstmålsætninger, der blev fremlagt i 2025-planen *Vækst og velstand 2025* fra maj 2017.

Boks I.8 Hovedelementer i regeringens udspil

Jobreform fase II:

Forøgelse af topskattegrænse fremskyndes: Den allerede aftalte forhøjelse af top-skattegrænsen (til 510.000 kr.) foreslås fremrykket fra 2022 til 2018.

Jobfradrag til de laveste arbejdsindkomster: Der foreslås et jobfradrag, der fuldt indfaset udgør 30 pct. af den del af arbejdsindkomsten, der overstiger 174.000 kr. Jobfradraget kan dog maksimalt udgøre 17.500 kr. og aftrappes for arbejdsindkomster inklusiv pension på over 394.400 kr.

Loftet over beskæftigelsesfradraget fjernes: Loftet over det maksimale beskæftigelsesfradrag foreslås forøget gradvist fra 2018, så det er helt afskaffet i 2023.

Skattefradrag ved indbetaling til pension: Der foreslås et ligningsmæssigt fradrag på 30 pct. (fuldt indfaset i 2023) af pensionsindbetalinger mellem 16.000 kr. og 87.000 kr. årligt til personer med 15 år eller mindre til folkepensionsalderen. For personer med mere end 15 år til pensionsalderen foreslås et fradrag på 15 pct. (fuldt indfaset) af indbetalingerne i det samme interval.

Indbetaling til pension skal give ret til beskæftigelsesfradrag: Forslaget indebærer, at pensionsindbetalinger indgår i grundlaget for beskæftigelsesfradraget.

Erhvervs- og iværksætterudspil

Der indføres en aktiesparekonto: Det foreslås, at der kan indskydes op til 500.000 kr. på kontoen, som beskattes med en fast sats på 1,25 pct. af indestående.

Progressionsgrænsen i aktiebeskatningen hæves: Med forslagene hæves progressionsgrænsen i aktiebeskatningen gradvis fra knap 53.000 kr. til 100.000 kr.

Højere skattefradrag for FoU: Det eksisterende fradrag på 100 pct. på udgifter til forskning og udvikling foreslås gradvist øget til 110 pct. i 2025.

Finansiering

Besparelser på overførselsområdet mv.: Der lægges op til ikke-specificerede besparelser på overførselsområdet på 5¼ mia. kr. i 2025, hvoraf 2 mia. kr. forudsættes at vedrøre offentligt forbrug.

Råderum og udmøntning af puljer: Det lægges op til at udmønte en række puljer på tilsammen ca. 4. mia. kr. afsat ved *Jobreformens fase I, Aftale om flere år på arbejdsmarkedet* og FFL18. Den resterende finansiering forudsættes at udgøre et træk på det såkaldte råderum.

Aftale om registreringsafgift

I regeringens udspil til *Jobreform fase II* indgik et forslag til ændringer i registreringsafgiften for biler. Der er i september 2017 indgået aftale om at reducere registreringsafgiften. Aftalen indebærer også, at fradraget for de sikreste biler øges, ligesom tillægget for biler med dårlig brændstofføkonomi forhøjes. Aftalen finansieres blandt andet ved, at den årlige grønne ejerafgift forhøjes. Der er endnu ikke indgået aftaler på andre af områderne i *Jobreform fase II* eller *Erhvervs- og iværksætterudspillet*.

Formandskabet har ikke vurderet de samlede reformvirkninger

Formandskabet har ikke foretaget en selvstændig vurdering af de umiddelbare virkninger og adfærdsvirkninger af regeringens foreslåede skattelettelser mv. I det følgende lægges regeringens skøn derfor til grund både for så vidt angår skatteændringerne og de uspecificerede besparelser på overførselsområdet.¹³

Udspillene mindsker råderummet ...

Regeringens udspil til skattelettelser vil isoleret set belaste de offentlige finanser med omkring 17 mia. kr. i 2025, når der tages højde for tilbageløb, og de sædvanlige antagelser om adfændsændringer anvendes, jf. tabel I.9. En del af finansieringen udgøres af lavere udgifter til indkomstoverførsler og udmøntning af puljer fra tidligere aftaler mv. Den resterende del af finansieringen, der udgør knap 10 mia. kr., sker gennem træk på reserven til løbende disponering, jf. tabellen og boks I.9. I regeringens terminologi omtales dette som råderumsfinansiering, da reserven dækker over den del af råderummet, der ikke er disponeret til vækst i det offentlige forbrug.

13) Besparelserne på overførselsområdet opgøres af regeringen til 5¼ mia. kr. Regeringen forudsætter imidlertid, at ca. 2 mia. af disse vedrører offentligt forbrug. Besparelsen vil derfor isoleret set reducere forbrugsvæksten til under regeringens målsætning. Dette modvirkes i regeringens udspil ved at tilføre midler til offentligt forbrug (omtalt som "*Øget manøvrerum inden for en fastholdt basisvækst*", jf. *2025-forløb og reformudspil*). Nettoeffekten bliver en besparelse på overførselsområdet på 3¼ mia. kr. og uændret offentligt forbrug i forhold til grundforløbet.

... og kan opfattes som lavere forbrugs-vækst

Hvis man fulgte de tidligere fremskrivningsprincipper (hvor hele råderummet beregningsteknisk blev placeret som offentligt forbrug), indebærer trækket på reserven, at de offentlige forbrugsudgifter i 2025 reduceres med knap 10 mia. kr. i forhold til et forløb uden skattelettelser.

Råderummet reduceres, hvis positive adfærdsvirkninger bliver mindre

Regeringens vurdering af finansieringsbehovet er baseret på en række forudsætninger, herunder at lavere skatter og indkomstoverførsler øger arbejdsudbuddet, og at der ikke fremkommer negative effekter af lavere offentlige udgifter. I det omfang forudsætningerne skrider, eller det ikke lykkes at reducere de offentlige udgifter som forudsat, reduceres regeringens råderum. En særlig problemstilling er, at den lave udgiftsvækst i årene efter de år, der er dækket af udgiftslofterne, forudsætter, at fremtidige folketingsflertal bakker op om denne.

Tabel I.9 Offentlige finanser med regeringens reformudspil

	2018	2019	2020	2025
	-----mia. 2018-kr.-----			
Skattelettelser mv., umiddelbar virkning	8,5	9,9	12,5	25,7
Finansieringsbidrag:				
-Tilbageløb	2,1	2,3	2,8	6,0
-Adfærd	1,3	1,2	1,3	2,5
Efter tilbageløb og adfærd	5,1	6,4	8,4	17,1
<i>Finansiering:</i>				
Besparelser på overførselsområdet mv.	2,3	2,3	2,8	3,3
Puljer afsat ifbm. indgåede aftaler	4,3	3,8	3,8	4,3
Reduktion af offentligt forbrug ¹	-1,4	0,4	1,9	9,6
Provenu, i alt	0,0	0,0	0,0	0,0

1) Reduktionen i det offentlige forbrug svarer til regeringens træk på råderummet.
 Anm.: Besparelserne på overførselsområdet opgøres af regeringen til 5¼ mia. kr. Regeringen forudsætter imidlertid, at ca. 2 mia. af disse vedrører offentligt forbrug. Besparelsen vil derfor isoleret set reducere forbrugsvæksten til under regeringens målsætning. Dette modvirkes i regeringens udspil ved at tilføre midler til offentligt forbrug (omtalt som "Øget manøvrerum inden for en fastholdt basisvækst", jf. 2025-forløb og reformudspil). Nettoeffekten bliver en besparelse på overførselsområdet på 3¼ mia. kr. og uændret offentligt forbrug i forhold til grundforløbet.

Kilde: Opdateret 2025-forløb med reformer, august 2017 og egne beregninger.

Boks I.9 Disponering af regeringens råderum

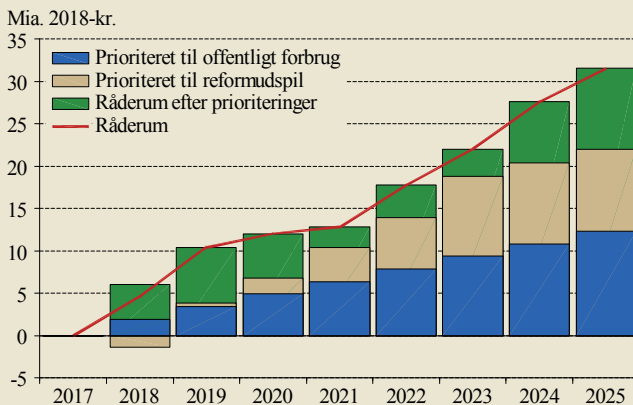
Regeringen har, som beskrevet i boks I.7, opgjort det finanspolitiske råderum til knap 32 mia. kr. i 2025. I figur A er dette illustreret som den røde linje. Disponeres hele råderummet til offentligt forbrug indebærer det en gennemsnitlig realvækst i det offentlige forbrug på omkring 0,8 pct. om året. Det vil samtidig implicere et fald i det offentlige forbrugs andel af BNP fra 25,2 pct. i 2017 til 24,6 pct. i 2025. Til sammenligning udgjorde det offentlige forbrug i perioden 1990-2007 gennemsnitlig 24,4 pct. af BNP.

Regeringens målsætning om realvækst i det offentlige forbrug på godt 0,3 pct. årligt afspejler en prioritering af en del af råderummet, som er illustreret ved den blå del af søjlerne i figur A. I 2025 disponeres ca. 12,5 mia. af råderummet til offentligt forbrug. En realvækst på godt 0,3 pct. implicerer, at det offentlige forbrug frem mod 2025 falder til ca. 23,8 pct. af BNP.

Regeringens udspil til *Jobreformens fase II* og *Erhvervs- og iværksætterudspil* forudsættes delvis finansieret ved træk på råderummet, jf. den brune del af søjlerne i figur A. I 2025 indebærer reformernes finansieringsbehov, at der trækkes knap 10 mia. kr. fra råderummet.

Med regeringens reformudspil reduceres det ikke disponerede råderum dermed til den grønne del af søjlerne i figur A, svarende til ca. 9 mia. kr. i 2025. Allokeres hele det resterende råderum (efter de foreslåede skattelettelser) til offentligt forbrug reduceres det offentlige forbrugs BNP-andel til ca. 24,2 pct. i 2025, svarende til en realvækst på godt 0,5 pct. årligt i perioden 2018-25.

Figur A Disponering af regeringens råderum



Kilde: 2025-forløb med reformer og egne beregninger.

Reformudspil og individuelle incitamerter

Ændrede incitamerter til arbejdsudbud og opsparing

De foreslåede ændringer i beskatningen af arbejdsindkomst mv. i udspillet til *Jobreformens fase II* sigter mod at øge incitamentet til at arbejde og til at spare op til pension. Ændringer i beskatning og incitamerter for den enkelte afhænger af indkomst, alder og af, hvor stor en andel af indkomsten der spares op til pension.

Skattelettelser øger incitament til arbejdsudbud

Regeringen vurderer, at tiltagene i *Jobreformens fase II* og de forudsatte finansieringsbidrag kan øge arbejdsudbuddet svarende til knap 15.000 fuldtidsbeskæftigede i 2025. Stigningen i arbejdsudbuddet skyldes især reducerede marginalskatter. Særligt vil den gradvise forøgelse og fjernelse af loftet over beskæftigelsesfradraget reducere marginalskatten for personer, hvis indkomst i dag berettiger til fuldt beskæftigelsesfradrag, jf. figur I.36.

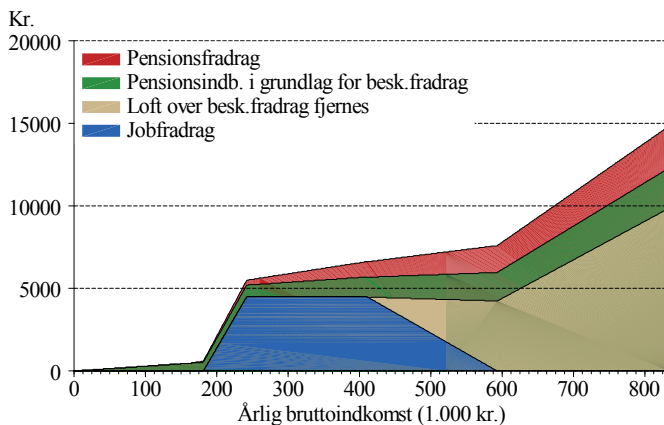
Jobfradrag øger incitament til beskæftigelse

Introduktionen af et jobfradrag bidrager til at øge forskelsbeløbet mellem de laveste arbejdsindkomster og overførselsindkomster. Derudover reduceres marginalskatten med 7,7 pct.point for arbejdsindkomster mellem 174.000 kr. og 232.400 kr. Det vil tilskynde mange deltidsbeskæftigede og personer, der kun arbejder en del af året, til at arbejde flere timer. Omvendt indebærer aftrapningen af jobfradraget isoleret set en forøgelse af marginalskatten for arbejdsindkomster inkl. pension mellem 394.400 kr. og 569.400 kr. Den højere marginalskat for denne gruppe modvirkes dog af den foreslåede forhøjelse af beskæftigelsesfradraget, så de to tiltag samlet set er omtrent neutrale i forhold til marginalskatten i dette indkomstinterval, jf. figur I.36.

Mere fordelagtigt at spare op til pension

Incitamentet til at spare op til pension vil blive styrket, dels af et fradrag for pensionsindbetalinger, dels af at medregne pensionsindbetalingerne ved opgørelsen af beskæftigelsesfradraget. Den samlede skattelettelse afhænger af indkomst, pensionsopsparing og alder, jf. figur I.36 og figur I.37.

Figur I.36 Virkning af de foreslåede skattelettelser



Anm.: Figuren viser skattelettelsen i kr. givet bruttoindkomsten inkl. pensionsindbetalinger for en person med mere end 15 år til folkepensionsalderen og pensionsindbetalinger på 12 pct. Det viste eksempel antager, at personer med lave arbejdsindkomster har andre indkomster op til personfradraget. Virkningen af de enkelte tiltag afhænger af beregningsrækkefølgen.

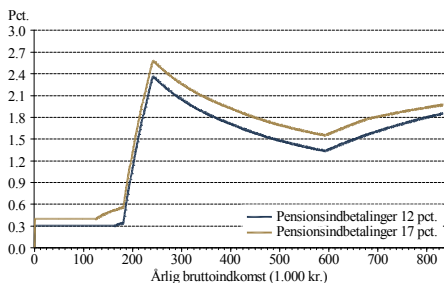
Kilde: Egne beregninger.

Pensions- opsparing og samspils- problematikken

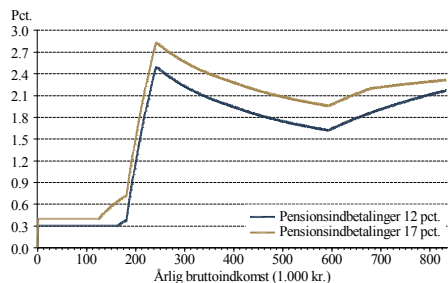
Tiltagene rettet mod at øge incitamentet til pensionsopsparing følger op på *Aftalen om flere år på arbejdsmarkedet* fra juni 2017. Disse skal ses i sammenhæng med det såkaldte samspilsproblem, der blandt andet skyldes, at en række aldersafhængige offentlige ydelser er indkomstafhængige og aftrappes i takt med, at eksempelvis udbetalinger fra egne pensionsordninger bliver større. Aftrappingsreglerne reducerer incitamentet til pensionsopsparing og giver nogle grupper høje sammensatte marginalsatser af pensionsopsparingen.

Figur I.37 Skattelettelse, alder og pensionsindbetaling

Mere end 15 år til folkepension



Højst 15 år til folkepension



Anm.: Figureerne viser skattelettelsen i pct. af bruttoindkomsten inkl. pensionsindbetalinger for personer med mere end 15 år til folkepensionsalderen og personer med højst 15 år til pensionsalderen med lav hhv. høj pensionsindbetaling. Der er indregnet effekter fra fjernelse af loft over beskæftigelsesfradraget, jobfradraget, pensionsindbetalingsfradrag samt forslaget om at lade pensionsindbetalinger indgå i grundlaget for beskæftigelsesfradraget.

Kilde: Egne beregninger.

Ældre får større fradrag, ...

Regeringens udspil indeholder et fradrag, der, når det er fuldt indfaset i 2023, er på 30 pct. af pensionsindbetalingerne, hvis indbetalingen foretages af en person med højst 15 år til folkepensionsalderen og 15 pct. for andre. Dette medfører, at skattelettelserne bliver større, og at incitamentet til pensionsopsparing dermed styrkes mere for personer, der er tættere på pensionsalderen. Det kan ses ved sammenligning af højre og venstre figur i figur I.37. I forbindelse med *Aftale om flere år på arbejdsmarkedet* blev også retten til opsparing på aldersopsparing gjort aldersafhængig, så grænsen for indbetaling til aldersopsparing hæves fra 5.000 kr. til 50.000 kr. årligt, når en person har 5 år eller mindre til folkepensionsalderen.¹⁴

... hvilket reducerer samspilsproblem

Aldersafhængige regler skal ses i lyset af, at samspilsproblematikken generelt forværres frem mod pensionsalderen. Aldersafhængighed kan dermed medvirke til at reducere

14) Indbetalinger til aldersopsparing er ikke fradragsberettiget ved indbetaling, og udbetalingerne fra ordningen er ikke skattepligtige og indgår ikke i modregningsgrundlaget for aldersbetingede offentlige ydelser.

samspilsproblematikken for disse personer, men forslagene vedrørende pensionsfradrag og aldersopsparing vil i deres nuværende udformning øge incitamentet til, at pensionsopsparing udskydes til tidspunktet, hvor der henholdsvis 15 år og 5 år til folkepensionsalderen.

Største skattelettelser til høje pensionsindbetalinger

Reformerne giver de største skattelettelser til personer, hvor pensionsindbetalingerne udgør en stor andel af bruttoindkomsten, jf. figur I.37. Dette indebærer, at incitamentet til pensionsopsparing styrkes for alle indkomstniveauer. Både de overenskomstfastsatte og de frivillige indbetalingsandele er lavere for lav- og mellemindkomstgrupper,¹⁵ hvilket blandt andet afspejler, at særligt topskatteydere i dag har et betydeligt incitament til pensionsopsparing. Det trækker i retning af, at forslagene i regeringens udspil, opgjort i kroner og øre, giver de største skattelettelser til personer med høje indkomster. Loftet over skattefradraget for pensionsindbetalinger betyder imidlertid, at skattelettelsen er relativt størst for lavindkomstgrupper, jf. figur I.37, hvorfor incitamentet til at øge sin pensionsopsparing styrkes mest for personer med lave indkomster.

Loftet ikke afstemt med topskattegrænsen ...

Loftet over skattefradraget er imidlertid ikke afstemt med topskattegrænsen, hvilket indebærer, at incitamentet til pensionsopsparing også øges for en del personer med indkomster over topskattegrænsen, hvor der ikke er et samspilsproblem med gældende regler.

... og incitament for personer, der betaler topskat, øges

Forslaget om at medregne pensionsindbetalingerne ved opgørelsen af beskæftigelsesfradraget styrker incitamentet til at spare op til pension for alle, også for indkomster over topskattegrænsen, hvor der i udgangspunktet ikke er et samspilsproblem. Dette forslag vil derfor i sin nuværende udformning have en forvridende effekt på pensionsopsparing for topskattebetalere.

15) Jf. *Det danske pensionssystem nu og i fremtiden*, Finansministeriet, juni 2017.

I.7 Aktuel økonomisk politik

Fart på dansk økonomi

Dansk økonomi er i fremgang. Beskæftigelsen er vokset med mere end 100.000 personer siden 2013, og særligt det seneste år har der været fart på efterspørgslen i økonomien. Efter det markante tilbageslag i 2008-10 og den efterfølgende periode med relativ lav vækst vurderes konjunktursituationen nu at være omtrent neutral. Fremgangen i såvel produktion som beskæftigelse ventes at fortsætte, hvilket indebærer, at dansk økonomi bevæger sig ind i en situation, hvor økonomiens kapacitetsgrænser testes.

Vækst i arbejdsstyrken reducerer kapacitetspres, ...

Ledigheden har været relativt konstant det seneste 1½ år, og arbejdsløsheden vurderes at være tæt på det strukturelle niveau. Stigningerne i beskæftigelsen de seneste år har været ledsaget af stort set tilsvarende udvidelser af arbejdsstyrken, blandt andet afledt af den gradvise forhøjelse af efterlønsalderen, der blev påbegyndt i 2014. Samtidig er mange udlændinge kommet til Danmark for at arbejde. Vækst i arbejdsstyrken afledt af stigninger i tilbagetrækningsalderen og udenlandsk arbejdskraft ventes også de kommende år at bidrage til kapaciteten i dansk økonomi.

... men indikatorer tyder på mangel på arbejdskraft

Trods stigningen i arbejdsstyrken rapporterer virksomheder i stigende grad om mangel på arbejdskraft. Dette gælder særligt i byggeriet. Hvis efterspørgslen vokser hurtigere end forudsat, kan udviklingen i beskæftigelsen blive kraftigere end ventet og presset på arbejdsmarkedet tiltage. Dette kan bidrage til øget vækst i lønningerne, eller som tilfældet var i perioden op til krisen i midt 00'erne en markant svækkelse af produktivitetsvæksten.

Finanspolitikken på kort sigt

Ikke plads til flere lempelser af hensyn til konjunktur

Det er formandskabets vurdering, at finanspolitikken i den nuværende konjunktursituation bør bidrage til at dæmpe væksten. Den planlagte finanspolitik skønnes at trække omkring 0,4 pct. ud af væksten i 2018, hvilket vurderes at være en passende stramhedsgrad i den nuværende situation. Af konjunkturbeskyndelse er det væsentligt, at der ikke gives flere ikke finansierede lempelser i kommende politiske aftaler. I vurderingen af finanspolitikken er finanslovsforslaget

for 2018 og forslag til udgiftslofter for perioden 2018-21 lagt til grund. Regeringens forslag til *Jobreformens fase II* og *Erhvervs- og iværksætterudspillet* begge fra august 2017 er dermed ikke indregnet i prognosen, men konsekvenserne for finanspolitikken af disse udspil beskrives nedenfor.

Budgetlovens grænse for underskuddet brydes i 2018

Formandskabet vurderer, at det strukturelle underskud i 2018 vil blive større end tilladt i henhold til budgetloven. Konkret ventes det strukturelle underskud at blive 0,6 pct. i 2018. I henhold til budgetloven må underskuddet for den strukturelle saldo ved finanslovsforslagets fremlæggelse ikke overskride ½ pct. af BNP. Formandskabets vurdering indebærer dermed, at der er udsigt til, at budgetlovens underskudsgrænse overskrides i 2018. Formandskabet vurderer ikke, at overskridelsen skyldes exceptionelle omstændigheder.

Ikke plads til flere lempelser af hensyn til strukturel saldo

Den forventede overskridelse i 2018 gør, at alle nye finanspolitiske tiltag bør være fuldt finansierede og ikke indebære en forøgelse af underskuddet. Ufinansierede tiltag vil forøge den forventede overskridelse af budgetlovens underskudsgrænse. Behovet for overholdelse af grænserne i budgetloven trækker således i samme retning som behovet for en stram finanspolitik af hensyn til konjunkturerne. Formandskabet fraråder dermed finanspolitiske lempelser både af formelle og realøkonomiske årsager.

Beregning af strukturel saldo er usikker, ...

Beregningen af den strukturelle saldo er en hypotetisk størrelse, og opgørelsen er usikker. Overskridelsen af den strukturelle saldo i 2018 er beskeden, og der er udsigt til forbedringer de kommende år. Beregningen er baseret på en metode, der er fastlagt af Finansministeriet, og den er blandt andet følsom over for ændringer i efterspørgsleens sammensætning. Sådanne ændringer påvirker den beregnede strukturelle saldo, men påvirker ikke de offentlige finansers reelle sundhedstilstand.

... og tæt styring efter strukturel saldo giver udfordringer

Formandskabets beregning af den strukturelle saldo indebærer en forværring fra en vurdering på 0,2 pct. af BNP i foråret til det nuværende skøn på 0,6 pct. af BNP. Forværringen af den strukturelle saldo skyldes ikke, at der er gennemført nye finanspolitiske tiltag, som samlet set forværrer den

strukturelle saldo. Forværringen hænger derimod sammen med ændrede skøn over udviklingen i efterspørgselssammensætningen, som i kombination med den anvendte metode fører til en midlertidig nedjustering af den strukturelle saldo. Den mere negative beregning af den strukturelle saldo vurderes ikke at have betydning for sundhedstilstanden af de offentlige finanser, hvilket blandt andet også hænger sammen med, at det offentlige overskud er opjusteret i 2025. Den ændrede vurdering af den strukturelle saldo giver således ikke i sig selv anledning til at ændre i finanspolitikken, men det er principielt det, som budgetlovens underskudskrav lægger op til.

Regeringens reformudspil

Nye skatteudspil fra regeringen

Regeringen har i august 2017 fremlagt et udspil til *Jobreformens fase II* og et *Erhvervs- og iværksætterudspil* samt en opdatering af 2025-planen fra juni 2017. *Jobreformens fase II* sigter mod at øge arbejdsudbuddet hovedsagligt gennem tiltag, der reducerer beskatningen af arbejdsindkomst, samtidig med at det såkaldte samspilsproblem i pensionssystemet adresseres. Hensigten med *Erhvervs- og iværksætterudspillet* er at forbedre rammerne for erhvervslivet og styrke aktie- og iværksætterkulturen i Danmark. Udspillenes tiltag indføres frem mod 2023. Finansieringen tilvejebringes primært ved en reduktion i den offentlige forbrugsvækst, som også indføres frem mod 2023 og en ikke nærmere specificeret reduktion af indkomstoverførslerne.

Skattelettelser antages at øge beskæftigelse

Frem mod 2023 vurderer regeringen, at beskæftigelsen som følge af de fremlagte udspil øges med knap 15.000 fuldtids-personer. Dette afspejler en forudsætning om, at skattesænkninger og initiativer vedrørende indkomstoverførsler øger arbejdsudbuddet og reducerer den strukturelle ledighed. Effekter af denne type medregnes i finansieringen, når det empiriske grundlag vurderes at være af tilstrækkelig kvalitet. Dette er tilfældet, for så vidt angår indkomstskatteændringers påvirkning af arbejdsudbuddet.

Men ingen arbejdsudbud fra lavere udgifter

Det forudsættes i regeringens reformudspil, at der ikke er arbejdsudbudseffekter af lavere offentlige udgifter. Som påpeget af formandskabet i *Dansk Økonomi, forår 2017* er

denne forudsætning potentielt problematisk, da der kan forventes dynamiske virkninger ved ændringer i de offentlige udgifter. Emnet berøres ligeledes i Finansministeriets *Vejledning i samfundsøkonomiske konsekvensvurderinger*, der er opdateret i august 2017. Her refererer Finansministeriet forskningsresultater vedrørende forvriddningstab ved generel skattefinansiering af offentlige udgifter, der trækker i retning af, at forvriddningerne knyttet til eksempelvis arbejdsudbud kan være forholdsvis begrænsede.

Behov for mere viden om de dynamiske effekter af udgiftsændringer

Når der ikke indregnes dynamiske effekter af ændringer i det offentlige forbrug, men af ændringer i skatterne, er der risiko for, at vurderingen af reformernes arbejdsudbudsvirkninger og finansiering bliver ubalanceret. Der er, som det blandt andet fremgår af *Dansk Økonomi, forår 2017*, større empiriske og metodiske udfordringer i forhold til at vurdere arbejdsudbudseffekter af ændringer i de offentlige udgifter end på skattesiden. Dette taler ikke for at se bort fra adfærdsvirkninger af ændringer på skattesiden, der er empirisk velbegrundede. Derimod taler det for at forbedre grundlaget for at vurdere de dynamiske konsekvenser af ændringer på udgiftssiden, og i det omfang der er veletablerede resultater at inddrage dem i vurderinger af ændringer i de offentlige udgifter.

Regeringen forudsætter lav vækst i offentligt forbrug, ...

Finansieringen af skattelettelserne stammer grundlæggende fra, at væksten i udgifterne til offentligt forbrug reduceres. Regeringen forudsætter en årlig vækst i det offentlige forbrug på 0,5 pct. i 2018 og omkring 0,3 pct. i 2019-25. For årene efter de år, der er dækket af udgiftslofter, dvs. 2022-25, er en vækst på 0,3 pct. både væsentligt lavere end det, som regeringen beregningsteknisk forudsatte i 2025-planen fra maj 2017, og også lavere end det demografi- og velstandskorrigerede træk, der ligger til grund for formandskabets og regeringens langsigtede fremskrivninger. Det demografi- og velstandskorrigerede træk på de offentlige forbrugsudgifter er i 2022-25 omkring 1¼ pct. om året.

... som finansierer skattelettelser og en reserve

Den lavere forbrugsvækst giver sammen med uspecificerede besparelser på indkomstoverførslerne mulighed for at finansiere de lavere skatter, der følger af regeringens reformudspil. Samtidig indebærer den antagne lave udgiftsvækst

også, at regeringen kan afsætte en reserve til senere udmøntning. Reserven udgør 9 mia. kr. i 2025. Anvendes hele reserven til offentligt forbrug, vil den offentlige forbrugsvekst øges fra 0,3 pct. til godt 0,5 pct. om året fra 2018 til 2025. Udgiftsvæksten kan kun vedtages i Folketinget frem til 2021, hvor der er fastsat udgiftslofter. Formandskabet har tidligere problematiseret, at der vedtages skattelettelser, som finansieres af en antagelse om, at fremtidige folketing vedtager en lav udgiftsvækst i fremtiden. En bred politisk aftale, der finansieres ved lavere udgifter i årene efter udgiftslofterne, bør indeholde et klart defineret forløb for de offentlige udgifter.

Pensionsopsparing

Aftale fra juni 2017 tager fat på samspilsproblem ...

Der er i juni 2017 indgået aftale om en række initiativer vedrørende pensionsopsparing og tilbagetrækning, jf. *Aftale om flere år på arbejdsmarkedet*. Aftalen sigter overordnet set mod at øge det økonomiske incitament til senere tilbagetrækning, blandt andet ved at adressere det såkaldte samspilsproblem, der dækker over, at en række aldersafhængige offentlige ydelser er indkomstafhængige og aftrappes i takt med, at eksempelvis udbetalinger fra egne pensionsordninger bliver større. Aftrapningsreglerne reducerer incitamentet til pensionsopsparing og giver nogle grupper høje sammensatte marginalskatter af pensionsopsparingen.

... ved ændrede regler for aldersopsparing

Aftalen øger blandt andet loftet for indbetalinger på aldersopsparing for personer med fem år eller mindre til folkepension, mens loftet reduceres for andre. Indbetalinger til aldersopsparing er ikke fradragsberettiget ved indbetaling, og udbetalingerne fra ordningen er ikke skattepligtige og indgår ikke i modregningsgrundlaget for aldersbetingede offentlige ydelser. Regelændringen styrker dermed incitamentet til pensionsopsparing for personer, der rammes af samspilsproblematikken sidst i arbejdslivet. Dette indebærer imidlertid, at modregningsgrundlaget reduceres på sigt, hvilket trækker i retning af en svækkelse af de offentlige finanser. Reduktionen af loftet for personer med mere end fem år til folkepension sikrer imidlertid, at en betydelig del af fremtidens pensionsudbetalinger fortsat indgår i modregningsgrundlaget.

Jobreform følger op

I *Aftalen om flere år på arbejdsmarkedet* afsættes en yderligere pulje til håndtering af samspilsproblemet til udmøntning i forbindelse med *Jobreformens fase II*. I udspillet til Jobreformen foreslås puljen udmøntet, blandt andet ved at indføre et aldersafhængigt fradrag for pensionsindbetalinger og ved at lade pensionsindbetalinger indgå i grundlaget for beregningen af beskæftigelsesfradrag.

Aldersafhængige regler giver forskellig beskatning, ...

Såvel nye regler for aldersopsparing som forslaget om fradrag for pensionsindbetalinger afhænger af, hvor mange år der er til folkepensionsalderen på opsparingstidspunktet. Dette skal blandt andet ses i lyset af, at mange rammes af samspilsproblematikken sidst i arbejdslivet. Den samlede beskatning over arbejdslivet vil imidlertid i højere grad end i dag blive afhængigt af indkomstprofilen over livet, hvilket vil give incitament til at udskyde pensionsindbetaling til den sidste del af arbejdslivet.

... og fradrag for pensionsindbetalinger kan afstemmes bedre

Jobreformens fase II lægger op til et fradrag for pensionsindbetalinger på mellem 16.000 kr. og 87.000 kr. årligt. Fordi fradragsretten baseres på indbetalingen, vil topskatteydere med lave pensionsindbetalinger kunne opnå fuldt fradrag og dermed styrket incitament til yderligere pensionsindbetalinger. I udgangspunktet har topskatteydere et betydeligt incitament til pensionsopsparing. En direkte sammenhæng mellem fradragsret for pensionsindbetalinger og topskattegrænsen vil formentlig kunne bidrage til højere grad af målretning af pensionsfradragsretten mod lavere indkomster med et mere beskedent incitament til pensionsopsparing.

Et komplekst område bliver mere komplekst

Pensionsområdet er som udgangspunkt komplekst, og det kræver en betydelig indsats fra den enkelte pensionsopsparer at sætte sig ind i pensions- og modregningsregler. De senere år har en række ændringer i systemet, herunder *Aftale om flere år på arbejdsmarkedet*, øget kompleksiteten af det danske pensionssystem. På den baggrund opfordres til, at der findes simple, permanente og robuste løsninger inden for pensionsområdet ved fremtidige ændringer.

Skatte- og afgiftspolitik

**BoligJob-
ordningens
foreslås ændret,
...**

Med finanslovsforslaget for 2018 lægger regeringen op til, at den nuværende BoligJobordning, der udløber i 2017, erstattes af en ny permanent ordning målrettet serviceopgaver i hjemmet. Givet ordningen videreføres, må det betragtes som positivt, at den nye ordning er målrettet service i hjemmet. Dette skal særligt ses i lyset af, at serviceydelser i hjemmet formentlig er tættere knyttet til husholdningens arbejdsudbudsbeslutning end håndværksydelser.

**... men er svære
at begrunde**

Formandskabet har imidlertid ikke fundet tilstrækkeligt grundlag for at anbefale denne type erhvervsstøtteordninger, hverken når det kommer til ordningernes effekter på arbejdsudbud eller reduktion af sort arbejde, jf. *Dansk Økonomi, forår 2011* og *Dansk Økonomi, efterår 2015*. Hertil kommer, at erfaringer fra Sverige finder, at den svenske ordning i en række tilfælde anvendes uretmæssigt, og at det kan være forbundet med omfattende kontrolforanstaltninger at føre tilsyn med ordningen.¹⁶ Det er således afgørende for den samfundsøkonomiske effektivitet af en eventuel dansk ordning, at den udformes, så risikoen for misbrug er så lav som mulig.

**Aftale om lavere
registreringsafgift
i september**

Regeringen og Dansk Folkeparti indgik i september 2017 en aftale om at reducere registreringsafgiften. Aftalen indebærer også, at fradraget for de sikreste biler øges, ligesom tillægget for biler med dårlig brændstoføkonomi forhøjes. Aftalen finansieres blandt andet ved, at den årlige grønne ejeravgift forhøjes.

**Et skridt i den
rigtige retning**

Formandskabet har tidligere anbefalet, at registreringsafgiften reduceres, jf. blandt andet *Økonomi og Miljø 2013*. Formandskabet vurderede den gang, at beskatningen af biler er indrettet uhensigtsmæssigt, herunder at registreringsafgiften var for høj. Overordnet set er aftalen derfor et skridt i den rigtige retning. Regulering af CO₂-udledninger fra biler reguleres imidlertid mest direkte gennem brændstofafgifter. En mindre klimabelastning fra transportsektoren kunne

16) Jf. Skatteverket (2012): Uppföljning och utvärdering av fakturamodellen för skattereduktion för husarbete.

således formentlig være opnået mere hensigtsmæssigt ved at øge benzinafgiften frem for at øge registreringsafgiftens afhængighed af brændstoføkonomien.

Sidste del af tilskuds- og afgiftsanalysen er offentliggjort

Den sidste del af *Afgifts- og tilskudsanalysen* blev offentliggjort ultimo juni 2017. Delrapporten beskæftiger sig med indretning af energiafgifter og tilskud, der sikrer omkostningseffektiv indfrielse af energipolitiske målsætninger. Samlet set leverer *Afgifts- og tilskudsanalysen* et væsentligt bidrag, som bør lægge op til en påtrængt reform af afgifter og tilskud på energiområdet.

Omkostnings-effektivitet afhænger af målsætning

En central pointe i *Afgifts- og tilskudsanalysen* er, at omkostningseffektiv indretning af skatte- og tilskudssystemet afhænger af formuleringen af de målsætninger, systemet skal bidrage til at indfri. Dette lyder selvindlysende, men stiller krav om, at der tages stilling til, hvilke målsætninger der forfølges. Eksempelvis vil det være uhensigtsmæssigt at opretholde en målsætning om energibesparelser og VE-andele, hvis det overordnede mål er at reducere udledningen af drivhusgasser.

Elafgiften er højere end andre energiafgifter

Rapporten slår yderligere fast, at elafgiften er for høj sammenlignet med andre energiafgifter og slet ikke står mål med miljøbelastningen ved forbrug af elektricitet. Hertil kommer, at elproduktion også reguleres gennem EU's kvotesystem. Formandskabet har tidligere peget på, at der er betydelige effektivitetsgevinster forbundet med en sænkelse af elafgiften. Beregninger præsenteret i *Økonomi og Miljø 2017* peger på, at en lettelse af elafgiften, som finansieres ved højere indkomstskatter, giver en samfundsøkonomisk gevinst svarende til 38 pct. af det reducerede provenu fra elafgiften.

Manglende regulering af brændeovne

Afgifts- og tilskudsanalysen påpeger yderligere, at partikeludledning fra brændeovne udgør en væsentlig ureguleret eksternalitet, samt at direkte regulering gennem en afgift på partikeludledninger eller indirekte gennem en afgift på brændeovne er vanskelig og forbundet med store administrative omkostninger. Formandskabet har i *Økonomi og Miljø 2016* ligeledes peget på helbredsomkostningerne ved brændeovne. Analyser i rapporten peger på, at en hurtig

udfasning af ældre og forurenende brændeovne særligt i tæt bebyggede områder vil give næsten samme samfundsøkonomiske gevinst som en afgift på brug af brændeovne.

Afgifter på landbrugets udledninger

Endelig slår *Afgifts- og tilskudsanalysen* fast, at der er behov for ensartet beskatning af drivhusgasudledninger relateret til landbrugsproduktion og energi. Det er vigtigt, at alle drivhusgasser pålægges en ensartet afgift. Dermed mindskes de samlede omkostninger ved at realisere opstillede målsætninger for reduktioner i udledningerne. Formandskabet har i *Økonomi og Miljø 2017* peget på, at der er behov for at afgiftsbelægge landbrugets udledninger af kvælstof til vandmiljøet. Nogle af de landbrugsaktiviteter, som giver anledning til udledning af kvælstof, bidrager samtidig til udledning af drivhusgasser. Derfor er der behov for at ud tænke en integreret regulering af landbruget, som tager højde for, at det er svært direkte at beskatte udledningerne fra aktiviteter i dette erhverv. Formandskabet har i *Økonomi og Miljø 2011* beskrevet muligheden for at opstille et drivhusgasregnskab for hver enkelt landbrugsbedrift, der opgør en beregnet drivhusgasudledning på baggrund af blandt andet bedriftens produktionsforhold. I den kommende miljøøkonomiske rapport vil formandskabet se nærmere på regulering af landbruget.

Konkurrencen i realkreditsektoren

Begrænset konkurrence i realkreditsektoren

De senere år har realkreditinstitutterne hævet både bidragsatser og gebyrer markant. Dette er blandt andet blevet begrundet med skærpet regulering og øgede kapitalkrav til finansielle institutioner i kølvandet på den finansielle krise. Konkurrencerådets rapport *Konkurrencen på realkreditmarkedet* fra august 2017 peger imidlertid på, at stigningen i bidragsatser og andre låneomkostninger næppe kan forklares af skærpede kapitalkrav alene. Konkurrencerådet finder klare tegn på begrænset konkurrence på det danske realkreditmarked, hvilket kan have bidraget til, at bidragsatserne er hævet mere end, hvad der kan begrundes i øgede kapitalkrav. Der er flere forhold, der besværliggør en effektiv konkurrence i realkreditsektoren. Herunder at det er en sektor præget af stordriftsfordele, at der er tale om et særligt

dansk produkt, og at flere realkreditinstitutter er koncernforbundet med banker.

Konkurrencerådets forslag har til formål at øge konkurrencen

Konkurrencerådets rapport indeholder en række anbefalinger af tiltag, der kan bidrage til at skærpe konkurrencen i realkreditsektoren. Konkurrencerådet peger blandt andet på, at tilsynsdiamanten for realkreditinstitutters krav om, at maksimalt 25 pct. af et realkreditinstituts udlån må refinansieres i et givent år, kan virke hæmmende for konkurrencen. Formandskabet har tidligere påpeget, at udbredelsen af variabelt forrentede lån med kort løbetid også kan adresseres ved at begrænse omfanget af variabelt forrentede lån for den enkelte låntager. Dette vil mindske behovet for at adressere denne problemstilling på institutniveau, hvilket vil give bedre muligheder for, at institutterne i realkreditsektoren kan konkurrere om de variabelt forrentede lån. Konkurrencerådet anbefaler også en række tiltag, der sigter mod at øge kundemobiliteten mellem realkreditinstitutter. Tiltagene skal blandt andet gøre det lettere for forbrugerne at indhente lånetilbud fra flere forskellige realkreditinstitutter samt gøre det lettere at sammenligne disse tilbud.

Regulering af prissætningen kan overvejes

Intentionen bag Konkurrencerådets forslag er at skærpe konkurrencen i realkreditsektoren. I praksis er det dog ikke oplagt, at de foreslåede tiltag vil være tilstrækkelige til at øge priskonkurrencen nævneværdigt. Det kan derfor blive relevant at overveje yderligere tiltag. En mulighed kunne være at gribe mere direkte ind i prissætningen på markedet. Man kunne eksempelvis fokusere konkurrencen til bidragssatsen, da dette er det mest synlige omkostningselement for kunderne. Dette kunne f.eks. ske ved at lægge et loft over alle øvrige låneomkostninger. Øget overskuelighed og sikkerhed for størrelsen af de øvrige låneomkostninger kunne øge kundemobiliteten og derigennem realkreditinstitutternes incitament til at konkurrere på bidragssatsen.

