

Dansk Økonomi • Forår 2012

Danish Economy • Spring 2012 • English Summary

Konjunkturvurdering

**Den europæiske
statsgældskrise**

**Langsigtede
finanspolitiske
udfordringer**

INDHOLD

	Resume	1
Kapitel I	Konjunkturvurdering	27
	I.1 Indledning	27
	I.2 International baggrund	40
	I.3 Finansielle forhold	54
	I.4 Indenlandsk efterspørgsel	69
	I.5 Udenrigshandel og betalingsbalance	77
	I.6 Produktion, beskæftigelse og ledighed	85
	I.7 Løn og priser	93
	I.8 Offentlige finanser	97
	I.9 Fremskrivning til 2020	110
	I.10 Aktuel økonomisk politik	127
	Bilagstabeller	135
Kapitel II	Den europæiske statsgældskrise	145
	II.1 Indledning	145
	II.2 Den makroøkonomiske udvikling i euroområdet siden 2000	147
	II.3 Finanspolitiske rammer	170
	II.4 Kriseinstrumenter	185
	II.5 Sammenfatning	198
Kapitel III	Langsigtede finanspolitiske udfordringer	209
	III.1 Indledning	209
	III.2 De offentlige finanser på lang sigt	213
	III.3 Hvordan håndterer vi udsvingene i saldoen?	231
	III.4 Sammenfatning og anbefalinger	244
	Litteratur	255
	Skriftlige indlæg fra Det Økonomiske Råds medlemmer	257
	English Summary	299

RESUME

Rapporten indeholder tre kapitler, der i bred forstand omhandler den økonomiske situation og de finanspolitiske udfordringer, som Europa og Danmark står over for.

Kapitel I: Konjunktur- vurdering

Kapitel I indeholder en beskrivelse af den forventede økonomiske udvikling frem til 2020. Både i Danmark og mange andre lande er udsigterne tyngt af den svigtende tillid til de offentlige finanser i flere europæiske lande, og der er dermed udsigt til en usikker og formentlig ret langsom normalisering af konjunkturerne. I Danmark er der som et resultat af den forventede konjunkturnormalisering og de allerede besluttede finanspolitiske tiltag udsigt til en gradvis forbedring af de offentlige finanser frem mod 2020 med omtrent balance i 2020.

Kapitel II: Europæisk statsgældskrise

I kapitel II ses nærmere på baggrunden for de statsgældsproblemer, der har ramt flere europæiske lande. I kapitlet redegøres også for de tiltag, der allerede er gennemført på EU-plan for at begrænse krisens omfang og modvirke fremtidige kriser. Tiltagene omfatter oprettelsen af den permanente krisefond ESM, finanspagten og en række andre initiativer. Genopretning af tilliden til de offentlige finanser er central for udviklingen i Europa de kommende år.

Kapitel III: Langsigtede finanspolitiske udfordringer

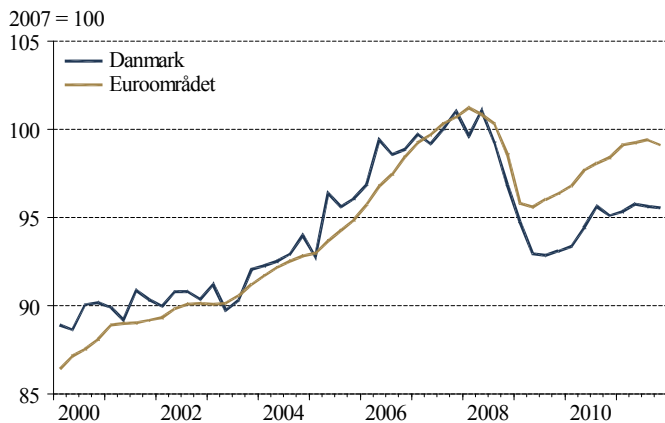
I kapitel III præsenteres en langsigtet fremskrivning af dansk økonomi med særligt fokus på udviklingen på de offentlige finanser. Fremskrivningen viser, at der i årene efter 2020 opstår betydelige underskud blandt andet som følge af den demografiske udvikling med flere ældre og udtømningen af ressourcerne i Nordsøen. Finanspolitikken vil under de givne forudsætninger være holdbar, men trods dette vil underskudsprofilen for de offentlige finanser være problematisk og klart i modstrid med kravet til den strukturelle saldo, som højst må udvise et underskud på $\frac{1}{2}$ pct. af BNP.

Resumeeet er færdigredigeret den 14. maj 2012.

Statsgældskrisen har ramt den europæiske økonomi hårdt

Hverken dansk eller europæisk økonomi er for alvor kommet i gang igen oven på den finansielle krise, der ramte den globale økonomi i 2008. Produktionen i Danmark ligger på omtrent samme niveau som for halvandet år siden, og i euroområdet har væksten også været svag, jf. figur A. Europa er hårdt ramt af økonomisk stilstand, store offentlige underskud og den omfattende statsgældskrise. Husholdninger og virksomheder holder igen med forbrug og investeringer. Den lave forbrugs- og investeringslyst er blandt andet et resultat af de gennemførte finanspolitiske stramminger og af frygten for konsekvenserne af en yderligere eskalering af statsgældskrisen. Dette holder efterspørgslen nede og dæmper den vækst, der ellers kunne afhjælpe underskudsproblemerne i de udsatte lande. Det er lagt til grund for prognosen, der præsenteres i kapitel I, at der vil ske en gradvis, men langsom aftrapning af statsgældskrisen og dermed en langsom konjunkturalisering. Det er desværre forventeligt, at der undervejs vil kunne opstå midlertidige tilbageskridt.

Figur A BNP i Danmark og euroområdet



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2011.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, og EcoWin.

Risiko for fornyet tilbageslag

Opsvinget ventes at blive skrøbeligt, og der er en reel frygt for, at statsgældskrisen udvikler sig, så de i forvejen svage vækstudsigter svækkes yderligere. Den seneste udvikling i

bl.a. Grækenland med massiv folkelig modstand mod de planlagte opstramninger viser, at det kan blive overordentligt vanskeligt at få gennemført den nødvendige finanspolitiske konsolidering i flere udsatte europæiske lande. I yderste konsekvens kan det betyde, at der opstår statsbankerotter, og at det økonomiske tilbageslag forstærkes yderligere.

Finanspolitisk lempelse i Danmark i år

I år ventes en noget kraftigere vækst i Danmark end i euroområdet, jf. tabel A. Dette skyldes blandt andet, at der er planlagt en finanspolitisk lempelse i Danmark med høj vækst i det offentlige forbrug og investeringer samt tilbagebetaling af efterlønsbidrag. Dertil kommer, at Danmark ikke er ramt af mistillid til statsfinanserne, som det er tilfældet i flere europæiske lande.

Store prisstigninger på boligmarkedet op til krisen er en del af baggrunden for tilbageslaget

En medvirkende årsag til det store tilbageslag i Danmark var udviklingen på boligmarkedet. Frem til 2007 var der en meget kraftig vækst i boligpriserne, som blev afløst af et hurtigt fald. Det samme billede gør sig gældende for lande som Spanien og Irland, mens boligpriserne i Tyskland har haft en helt anderledes stabil udvikling, jf. figur B. Overophedning af boligmarkedet og andre makroøkonomiske ubalancer har vist sig at udgøre en trussel mod de offentlige finanser i flere lande.

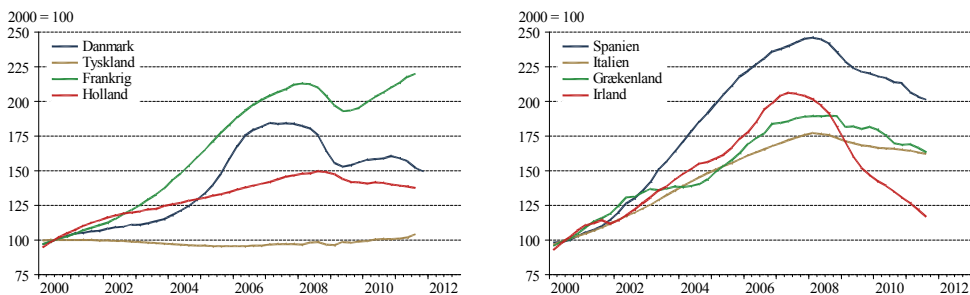
Tabel A Prognosens hovedtal

	2010	2011	2012	2013	2014
BNP-vækst (pct.) i euroområdet	1,9	1,7	-0,1	1,1	1,6
BNP-vækst (pct.) i Danmark	1,3	1,0	1,3	1,2	1,5
Offentlig saldo (mia. kr.)	-47	-35	-72	-44	-37
Betalingsbalance (mia. kr.)	97	116	80	62	57
Ledighed (1.000 pers.)	114	109	113	120	119
Beskæftigelsesændring (1.000 pers.)	-63	-10	-5	1	18
Stigning i lønomkostninger (pct.)	2,6	2,3	1,8	1,8	2,3
Inflation (pct.)	2,5	2,5	2,5	1,9	1,8

Anm.: Inflationen er opgjort som væksten i deflatoren for det private forbrug.

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

Figur B Huspriser i Danmark og udvalgte eurolande



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2012 for Danmark og 4. kvartal 2011 for de øvrige lande.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Konsolidering nødvendig for at genskabe tillid til offentlige finanser

Langt de fleste europæiske lande har meget store offentlige underskud. Det økonomiske tilbageslag har indebåret en betydelig forværring af de offentlige finanser, dels i form af øgede udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse og lavere indtægter fra skatter og afgifter, dels som følge af diskretionære tiltag for at understøtte økonomierne, f.eks. i form af skattelettelser, øgede offentlige investeringer og kapitalindskud i banker. Danmark og de fleste andre EU-lande har derfor modtaget en EU-henstilling om at forbedre de offentlige finanser. Konsolideringen er i gang og ventes at fortsætte de kommende år. Konsolidering er nødvendig for at genskabe tilliden til de offentlige finanser, men de finanspolitiske stramminger hæmmer i sig selv væksten. Gennemføres den nødvendige konsolidering imidlertid ikke, er der en forøget risiko for et totalt tillidssammenbrud, hvor de økonomiske konsekvenser er uoverskuelige, men formentlig meget større.

Store underskud før krisen – og systematiske brud på 3-pct.-grænsen

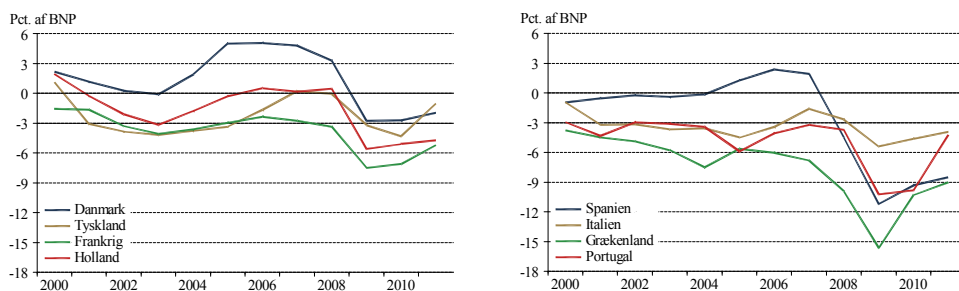
De store offentlige underskud skyldes ikke kun krisen. I mange europæiske lande blev de offentlige finanser over en længere årrække ikke tilstrækkeligt konsolideret frem til krisen satte ind i 2008, og mange lande havde trods generelt gode konjunkturer problemer med at overholde underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP. Grækenland og Portugal brød mere eller mindre systematisk underskudsgrænsen op igennem 00'erne, men også lande som Italien, Tyskland og

Frankrig har brudt reglerne. Danmark har gennem hele perioden overholdt kravet, jf. figur C.

Store gældsproblemer i euroområdet

Flere af EU-landene har i 00'erne ikke kun haft problemer med at overholde kravet om et offentligt underskud på højst 3 pct. af BNP, men overskred også kravet om en maksimal gældskvotepå 60 pct. af BNP allerede i 2000. Dette drejer sig bl.a. om Italien og Grækenland. Udviklingen på de offentlige finanser gennem 00'erne indebar, at gælden for euroområdet under ét steg fra ca. 70 pct. af BNP i 2000 til knap 90 pct. i 2011. Sidste år blev gældsloftet overskredet af adskillige lande, herunder også Tyskland og Frankrig, mens Danmark fortsat overholder kravet, jf. figur D.

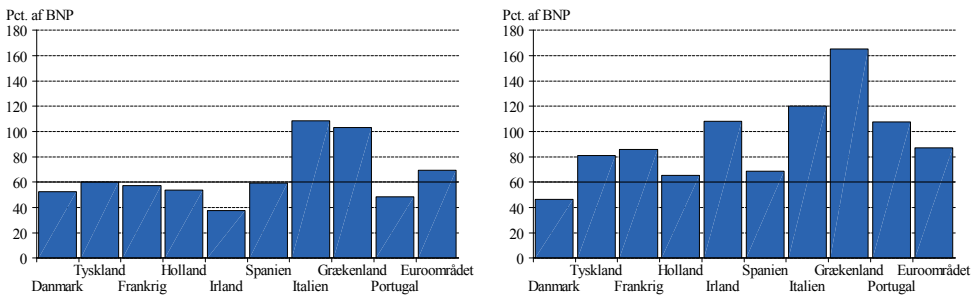
Figur C Offentlig saldo i Danmark og udvalgte eurolande



Anm.: Den vandrette linje angiver EU's underskudsgrænse på 3 pct. af BNP.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, Danmarks Statistik, Statistikbanken, og Eurostat.

Figur D *Bruttogæld i 2000* *Bruttogæld i 2011*



Anm.: Den vandrette linje angiver EU's gældsgrænse på 60 pct. af BNP. Eurostat tager forbehold for, at Grækenlands seneste indberetning af gæld er behæftet med stor usikkerhed.

Kilde: Eurostat.

Underskud på 3 pct. i gode tider er udtryk for en for slap finanspolitik

De systematiske problemer med at overholde grænserne for offentligt underskud og gæld er udtryk for, at de hidtidige regler i ØMU'en har været utilstrækkelige. Mange lande har haft underskud nær 3 pct. af BNP i perioder med normale eller gode konjunkturer. Dette er udtryk for en finanspolitik, der har været alt for slap, og det viser, at mange lande i en længere årrække var meget langt fra at overholde målet om omtrent balance på den strukturelle saldo. Det er samtidig bemærkelsesværdigt, at ingen lande blev idømt sanktioner for overtrædelse af underskudsgrænsen.

Finanskrisen udløste statsgældskrisen

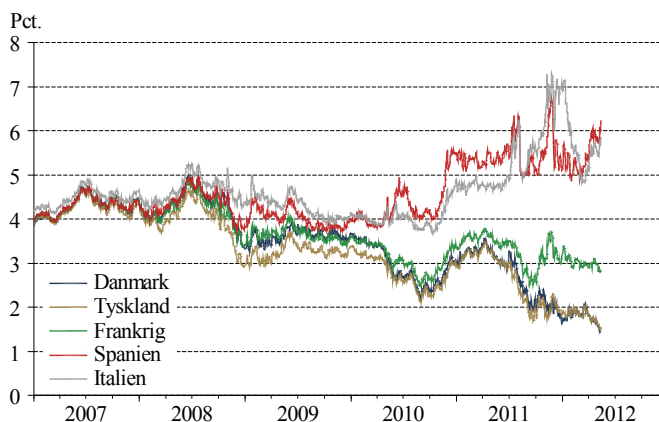
Den finansielle og økonomiske krise førte til en markant forværring af de i forvejen svage offentlige finanser. De store og stigende underskud fik i maj 2010 Grækenland til at anmode om lån fra de andre EU-lande og IMF, og snart efter fulgte nødlån til Irland og Portugal. Efter en periode med langsomt stigende tro på, at landene ville kunne ride stormen af, vendte krisestemningen tilbage hen over sommeren 2011. Renten på statspapirer steg igen voldsomt for de mest udsatte lande, og uroen ramte også lande som Spanien, Italien og i mindre omfang Frankrig. Den negative udvikling blev midlertidigt stoppet af en række initiativer fra de berørte lande selv samt initiativer og erklæringer fra EU i slutningen af 2011 og begyndelsen af 2012. For det enkelte berørte land drejer det sig om gennemførelsen af finanspolitiske opstramninger og reformer i overensstemmelse med henstillinger fra EU, mens der på EU-niveau

især er tale om fremrykningen af den permanente krisefond ESM, finanspolitiske initiativer i form af den såkaldte six-pack og finanspagten samt ECB's tildelinger af likviditet med lang løbetid. Nedskrivningen af den græske statsgæld i marts 2012 var i høj grad forventet blandt de finansielle aktører og dermed ikke i sig selv en begivenhed, som forværede tilliden i Europa.

Fortsat høje rentespænd

Selv om EU-initiativerne har bidraget til at øge troen på, at Europa kan klare skærene, er rentespændet til Tyskland for en række lande fortsat meget højt. Dette gælder ikke bare for de mest berørte lande, såsom Grækenland og Portugal, men nok så bekymrende også Spanien og Italien. Her nærmer den 10-årige obligationsrente sig et niveau omkring 6 pct., hvilket er $4\frac{1}{2}$ pct.point højere end i Tyskland (og Danmark). Også et land som Frankrig har en rente, der er mærkbart højere end Tysklands, jf. figur E.

Figur E Rente på 10-årige statsobligationer



Anm.: Seneste observation er medio maj 2012.

Kilde: EcoWin.

Behov for yderligere nødlån bør håndteres af ESM

De høje rentespænd på statspapirer har henledt opmærksomheden på ECB's mulige rolle. Fra flere sider er der argumenteret for, at ECB bør reagere mere aktivt og systematisk anvende støtteopkøb af statsobligationer til at holde renterne på statspapirer nede. Med en sådan opkøbspolitik

kunne ECB principielt mindske sandsynligheden for negative gældsspiraler, hvor manglende tillid til de offentlige finanser forøger statspapirrenterne og gør det endnu sværere at servicere de offentlige gældsforpligtelser. Støtteopkøb svækker imidlertid landenes incitament til at konsolidere finanspolitikken. Et tilsvarende problem er knyttet til udlån via ESM, men her kan lånene betinges på gennemførelsen af finanspolitiske stramninger og strukturreformer i de udsatte lande. Samtidig har ESM-konstruktionen den fordel, at de grundlæggende omkostninger og risici ved at hjælpe lande med store statsfinansielle problemer er fuldt gennemskuelige. Den større gennemskuelighed og den eksplicite mulighed for at stille betingelser gør, at nødlånsprogrammer via ESM i den nuværende situation er at foretrække frem for mere systematiske støtteopkøb fra ECB's side.

Nødvendigt med stramninger og reformer i de hårdest ramte lande

De offentlige underskud er i mange lande uholdbart store. I de hårdest ramte lande er det derfor tvingende nødvendigt at gennemføre tiltag, der kan forbedre de offentlige finanser og genoprette tilliden. Den underliggende stilling på de offentlige finanser er som følge af uansvarlig finanspolitik og manglende vilje til at gennemføre reformer i de gode år så dårlig, at det ikke er muligt at gennemføre en traditionel vækststimulerende finanspolitik – uanset konjunktursituationen, der er præget af svag efterspørgsel, høj ledighed og i mange lande meget høj ungdomsarbejdsløshed. I mange lande er de statsfinansielle problemer så store, at der reelt ikke er et alternativ til reformer og en meget stram finanspolitisk linje.

Lempelse i Tyskland m.fl. er kun indirekte støtte til de ramte lande

IMF har anbefalet, at lande med relativt solide offentlige finanser og store private opsparingsoverskud, herunder Tyskland og Danmark, bør føre en mindre stram finanspolitik. En lempeligere finanspolitik i disse lande kunne øge væksten i euroområdet og dermed give en indirekte hjælp til de hårdest ramte lande gennem øgede eksportmuligheder. En langsommere konsolidering i de mest velpolstrede lande kan være en del af en samlet strategi for at få Europa ud af krisen, men aktivitetseffekten vil primært berøre de lande, der lemper finanspolitikken – og kun indirekte og i beskedent omfang lande som f.eks. Grækenland, Italien, Spanien og Portugal.

**Alternativ:
Omfordeling af
EU-støtte til
udsatte lande**

En mere direkte mulighed for at fremme væksten i de udsatte europæiske lande kunne være midlertidigt at kanalisere en større del af EU-midlerne fra strukturfonde mv. til de hårdest ramte lande – eller midlertidigt at øge de til rådighed værende midler. Øgede EU-midler kan bidrage til, at samfundsøkonomisk gavnlige investeringer kan gennemføres i en situation, hvor de aktuelle statsfinansielle problemer vanskeliggør den sædvanlige finansiering. EU-midlerne bør naturligvis kun anvendes på projekter, der er samfundsøkonomisk lønsomme. Større bidrag fra lande, hvor konjunktursituationen er relativt god, til fordel for lande, der aktuelt har problemer, vil kunne sikre, at aktivitetsvirkningen kommer der, hvor der ud fra et stabiliseringspolitisk synspunkt er mest brug for den, dvs. i Sydeuropa. Konjunkturudviklingen er bestemt ikke ens i landene i euroområdet, og med en fælles pengepolitik kan der være behov for forskellig finanspolitik. En omfordeling af midler ud fra konjunkturmæssige hensyn har dog en række vanskelige praktiske og politiske aspekter, som de nuværende europæiske rammer formentlig ikke er optimeret til at håndtere.

**EU-forslag om skat
på finansielle
transaktioner er
ikke en god idé**

En måde at skaffe flere midler til en øget finanspolitisk indsats på EU-niveau kunne være at indføre en skat på finansielle transaktioner. EU-Kommissionen har konkret fremlagt et forslag om dette. Det vurderes imidlertid ikke at være hensigtsmæssigt at indføre en sådan skat. En skat på finansielle transaktioner betales i første omgang af finansielle institutioner, men i sidste ende vil skatten i vid udstrækning blive båret af virksomheder og husholdninger via højere finansieringsomkostninger, som påvirker investeringer, opsparing og dermed BNP negativt. En særskat på finansielle transaktioner bør kun indføres, hvis der kan påpeges uønskede sideeffekter knyttet til de finansielle transaktioner som sådan. Som udgangspunkt er mange handler og dermed en stor omsætning positivt, fordi de øger likviditeten og dermed effektiviteten på markederne, men der kan også være finansielle transaktioner, der virker destabiliserende og potentielt boble-dannende. Teoretisk er det således ikke oplagt, om en transaktionsskat vil virke stabiliserende eller destabiliserende, men empirisk er der ikke fundet belæg for, at mange transaktioner øger ustabiliteten på de finansielle markeder, snarere tværtimod.

Den finansielle sektors nuværende momsfrigørelse bør håndteres via en skat på lønsom (og overnormal profit)

Hvis man på europæisk plan ønsker at øge skatteprovenuet gennem en højere beskatning af den finansielle sektor, bør denne i første omgang sigte på at kompensere for den nuværende momsfrigørelse, der gælder for de fleste finansielle tjenesteydelser på EU-plan. Til dette formål er en afgift på lønsom (og evt. overnormal profit) i den finansielle sektor velegnet. Den danske lønsomsafgift, der er en skat, som kun få europæiske lande aktuelt har, kan eksempelvis bruges som model. Behovet for at begrænse risikofyldt adfærd i den finansielle sektor håndteres bedre via kapital- og likviditetskrav mv. end via en finansiell transaktionsskat.

Holdbarhed af offentlige finanser er en mangelvare i euroområdet

I EU-samarbejdet er der stor fokus på nødvendigheden af at sikre en troværdig udvikling på de offentlige finanser, om end med begrænset succes. En troværdig udvikling på et lands offentlige finanser betyder, at landets kreditorer har tillid til, at landet kan (og vil) betale renter og afdrag på dets gæld. I sidste ende er det afgørende, at de offentlige finanser er holdbare, dvs. at indtægterne matcher udgifterne på lang sigt, og at gælden dermed ikke vedblivende vokser i forhold til indtægtsgrundlaget (produktionen). Derved vil landet som udgangspunkt være i stand til at betale renter og afdrag på dets lån og undgå at gå statsbankerot. Det er derfor vigtigt, at de enkelte landes finanspolitik er holdbar – hvilket langt fra er tilfældet i øjeblikket. EU-Kommissionen beregner jævnlige relativt simple mål for den finanspolitiske holdbarhed, og de viser, at der er store problemer med holdbarheden. De seneste beregninger viser, at de offentlige finanser i euroområdet under ét skal forbedres med ikke mindre end 6,4 pct. af BNP for at skabe holdbarhed. Et af de lande, der har mest uholdbare offentlige finanser, er Spanien, hvor der udestår en permanent forbedring på 12,0 pct. af BNP, mens udfordringen for Tyskland og Frankrig er 5,0 hhv. 5,5 pct. af BNP. Danmark skiller sig positivt ud i denne sammenhæng, jf. senere.

Stabilitets- og konvergensprogrammer bør an vise vej til holdbarhed

De store holdbarhedsproblemer i EU viser, at det ikke kun er den kortsigtede situation, der er problematisk. Der er et klart behov for at øge fokus på løsningen af de langsigtede problemer. Det vil derfor være hensigtsmæssigt, hvis landene blev pålagt at angive i de årlige stabilitets- og konvergensprogrammer, hvordan de vil opnå holdbar finanspolitik.

Krav om løbende og veldokumenterede holdbarhedsberegninger vil ideelt set øge den finanspolitiske disciplin i de enkelte lande. I Danmark har der gennem mange år været fokus på de langsigtede udfordringer, som er søgt håndteret med udarbejdelse af mellem- og langsigtede planer. Denne opmærksomhed har givetvis bidraget til at få gennemført de nødvendige reformer for at skabe finanspolitisk holdbarhed i dansk økonomi.

Mistillid kan være selvopfyldende

Finanspolitisk holdbarhed er imidlertid ingen garanti for, at der ikke kan opstå mistillid til de offentlige finanser. Relativt store underskud og stigende gæld på kort sigt kan stille spørgsmålstejn ved landets evne eller villighed til at servicere gælden – uanset om de store underskud i en holdbarhedsmæssig sammenhæng måske modsvarer af en bedre udvikling på længere sigt. Begynder tilliden til de offentlige finanser at svigte, vil det typisk føre til højere renter, hvilket forværrer de offentlige finanser yderligere. Højere renter kan således indebære, at finanspolitikken bliver uholdbar. En svigtende tillid kan dermed blive selvforstærkende, og landet kan ende i en negativ gældsspiral – selv om der i udgangspunktet var tale om en holdbar situation. Problemet med skift i forventningerne er særligt stort for lande, der i udgangspunktet har høj gæld.

EU-krav: Gæld højst 60 pct. og underskud højst 3 pct. af BNP

Maastricht-traktaten samt stabilitets- og vækstpagten udstikker de grundlæggende retningslinjer for finanspolitikken for EU-landene: Underskuddet på de offentlige finanser må ikke overstige 3 pct. af BNP, og den offentlige bruttogæld må ikke udgøre mere end 60 pct. af BNP. I princippet implicerer opfyldelsen af et krav om en maksimal gældskvot, at finanspolitikken er holdbar. Ved at supplere gældskravet med en underskudsgrænse opnås et hurtigere signal, hvis de offentlige finanser er på vej i den gale retning. Kravene om saldo og gæld er suppleret med landespecifikke mellemfristede mål for den strukturelle saldo, som for Danmarks vedkommende indebærer et maksimalt strukturelt underskud på ½ pct. af BNP.

Finanspolitiske tiltag skal øge troværdigheden

EU-landene har i løbet af efteråret 2011 og foråret 2012 gennemført en række finanspolitiske initiativer for at øge troværdigheden omkring finanspolitikken i EU-landene. To

af initiativerne er den såkaldte six-pack og finanspagten. Tiltagene indebærer en række elementer, der skal styrke overholdelsen af de grundlæggende krav til udviklingen i de offentlige finanser.

Finanspagt har øget fokus på underliggende udvikling

Finanspagten indebærer et øget fokus på den underliggende stilling på de offentlige finanser. Som et led i finanspagten skal de enkelte lande i deres nationale lovgivning indføre kravet til den strukturelle saldo og en finanspolitisk korrektionsmekanisme. Dette betyder, at der skal fremlægges en plan for, hvordan der skabes forbedring af de offentlige finanser i tilfælde af, at det strukturelle underskud ser ud til at blive for stort et år. Alle EU-lande på nær Storbritannien og Tjekkiet har erklæret, at de vil tilslutte sig finanspagten.

Større vægt på strukturel saldo

Med finanspagten og de øvrige nyligt vedtagne tiltag kommer den underliggende stilling på de offentlige finanser i form af den beregnede strukturelle saldo til at få en mere fremtrædende rolle. Den strukturelle saldo fremkommer ved at rense den faktiske offentlige saldo for bidrag fra konjunkturudsving og eventuelt andre midlertidige forhold. Udviklingen på den strukturelle saldo er tættere koblet til den langsigtede udvikling på de offentlige finanser og dermed holdbarheden end den faktiske saldo, som påvirkes af konjunkturudsving og andre midlertidige forhold. Den strukturelle saldo må højst udvise et underskud på $\frac{1}{2}$ pct. af BNP (for de fleste lande), med mindre særlige forhold gør sig gældende, eksempelvis et alvorligt økonomisk tilbageslag.

Krav til strukturel saldo bør sikre overskud i gode tider

Overholdelse af kravet om et strukturelt underskud på højst $\frac{1}{2}$ pct. af BNP vil indebære, at der i økonomisk gode tider vil være et overskud på den faktiske saldo. Det vil også betyde, at der vil være plads til, at de automatiske stabilisatorer slår fuldt igennem i dårlige tider. Det vil dermed normalt ikke være nødvendigt at stramme finanspolitikken under et konjunkturtilbageslag for at undgå at overskride underskudsgrænsen på 3 pct. Reglerne tillader, at kravet til den faktiske og strukturelle saldo kan afviges i ekstraordinære tilfælde, f.eks. et kraftigt konjunkturtilbageslag. Hvis finanspolitikken er tilrettelagt, så den i udgangspunktet netop overholder kravet til den strukturelle saldo, er der

imidlertid ikke plads til aktive lempelser i tilfælde, der ikke opfattes som ekstraordinære. Ønskes rum for en mere aktivistisk finanspolitisk linje, må finanspolitikken tilrettelægges med udgangspunkt i en målsætning om strukturel balance eller overskud. Hvorvidt det er ønskeligt og nødvendigt at planlægge efter en sådan stabiliseringspolitisk margin, afhænger af mange ting, herunder hvordan begrebet "ekstraordinære omstændigheder" vil blive fortolket i praksis.

Usikkerhed ved opgørelsen af strukturel saldo

Den strukturelle saldo er ikke en faktuel opgørelse, men en beregnet størrelse. Opgørelsen afhænger blandt andet af vurderingen af konjunktursituationen og af, hvordan der korrigeres for midlertidige forhold. Der er således betydelige praktiske og metodemæssige usikkerheder omkring opgørelsen af den strukturelle saldo. Vurderingen af udviklingen i den strukturelle saldo spiller i en fremskrivning tæt sammen med skønnet for den faktiske saldo, som selvsagt også er forbundet med usikkerhed, blandt andet relateret til vurderingen af konjunktursituationen og andre midlertidige forhold.

Strukturel saldo vigtigt pejlemærke

Usikkerheden omkring opgørelsen af den strukturelle saldo fordrer en vis ydmyghed, men det er ikke et argument for at undlade at anvende dette begreb i tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. Det er helt afgørende at forsøge at identificere den underliggende stilling på de offentlige finanser. Netop den manglende fokus på dette er formentlig grunden til, at mange lande i årene op til krisen tillod sig at køre med underskud på den faktiske saldo på op imod (eller over) 3 pct. af BNP. Den strukturelle saldo bør således fungere som et vigtigt pejlemærke for udviklingen på de offentlige finanser, men den kan ikke stå alene. Det er således også vigtigt at inddrage det forventede faktiske underskud på kort og længere sigt og mulige makroøkonomiske ubalancer i vurderingen af de offentlige finanser.

Positivt med forøget fokus på makroøkonomiske ubalancer

EU-landene har i forbindelse med den såkaldte six-pack også lagt op til, at der fremover skal være øget fokus på de makroøkonomiske ubalancer. Denne øgede opmærksomhed på opbygningen af ubalancer er positiv. Udviklingen de senere år har vist, at stigende ubalancer er forbundet med en

betydelig risiko for afsmittende negative effekter på de offentlige finanser. Det faktum, at forhold i den private (finansielle) sektor var med til at udløse statsgældskrisen, understreger klart behovet for en øget opmærksomhed på ubalancer i forskellige områder af økonomien, som kan påvirke de offentlige finanser.

Uvist om skærperer er troværdige

Det kan være nødvendigt, at eurolandene gør en indsats for at skabe større troværdighed om den finanspolitiske udvikling i medlemslandene. De tidligere regler blev i stort omfang overtrådt, og der blev ikke iværksat sanktioner trods mulighed herfor. Six-pack indebærer en skærpelse af sanktionsmulighederne overfor eurolandene, bl.a. i form af bøder, hvis et land ikke overholder de finanspolitiske mål, og finanspagten stiller blandt andet krav om national lovgivning, der skal understøtte de fælles finanspolitiske rammer. Opstramningerne gør, at det er mere sandsynligt, at reglerne vil blive overholdt i fremtiden, men det udestår at se det i praksis.

Konsolidering i gode tider bliver test af de nye initiativer

Troværdighed omkring de nye regler vil bidrage til, at uroen på markederne for statsobligationer reduceres. Udviklingen siden vedtagelsen af initiativerne viser, at tillid ikke skabes fra den ene dag til den anden. Selv hvis det på kort sigt lykkes at genskabe roen på de finansielle markeder, er det ingen garanti for, at troværdigheden ikke kan blive sat over styr senere. En vigtig test for de nye finanspolitiske rammer bliver, når lande som Frankrig, Italien eller Tyskland om nogle år måske befinder sig i en højkonjunktur. I en sådan situation vil overholdelse af kravet til den strukturelle saldo indebære, at den faktiske saldo skal udvise overskud.

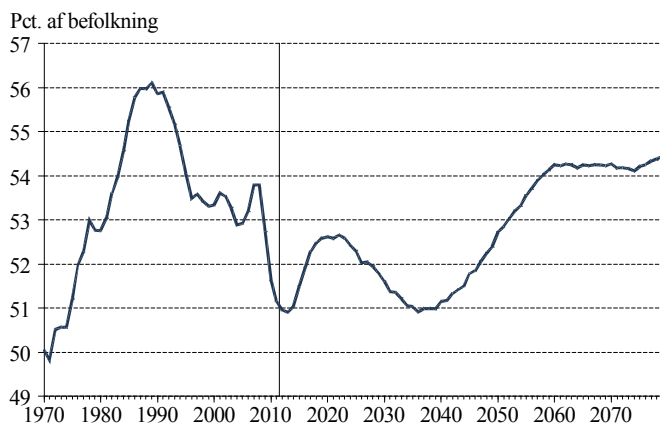
Finanspolitiske udfordringer i Danmark er langt mindre end i Europa

Sammenlignet med de fleste europæiske lande er de offentlige finanser i Danmark relativt sunde. Den danske bruttogæld udgjorde 47 pct. af BNP sidste år, mens euroområdet under ét havde en bruttogæld på over 80 pct. af BNP. Det offentlige underskud er desuden beskedent i Danmark sammenlignet med flere (især syd-)europæiske lande. Også vurderet på baggrund af det relativt simple mål for den finanspolitiske holdbarhed, som EU-Kommissionen offentliggør, er de danske offentlige finanser væsentligt sundere end i de fleste andre lande i Europa.

Offentlige finanser i Danmark er godt og vel holdbare ...

Med tilbagetrækningsaftalen og under forudsætning af ophævelse af nominalprincippet på punktafgifter og ejerafgift på biler peger beregninger i kapitel III på, at de offentlige finanser i Danmark er godt og vel holdbare. Holdbarhedsindikatoren er beregnet til 0,2 pct. af BNP. En væsentlig forklaring bag udviklingen på de offentlige finanser er udviklingen i arbejdsstyrken, hvor velfærdsforliget og tilbagetrækningsaftalen indebærer, at arbejdsstyrken som andel af befolkningen gradvist bliver løftet til et højere niveau end i dag, jf. figur F.

Figur F Arbejdsstyrke som andel af befolkningen



Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, DREAM's befolknings- og arbejdsstyrkefremskrivning samt egne beregninger.

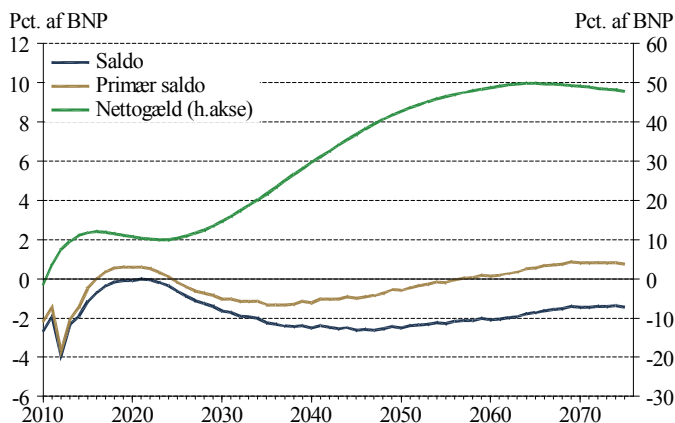
... men udsigt til strukturelt underskud over ½ pct. af BNP

I fremskrivningen ventes den strukturelle saldo efter konsolideringen som led i EU-henstillingen at være omtrent i balance fra 2013 og frem til starten af 2020'erne. Herefter forventes en gradvis forværring af de offentlige finanser som følge af demografiske forhold og lavere produktion af olie og naturgas i Nordsøen og dermed et lavere skatteprovenu derfra. Trods finanspolitisk holdbarhed er der altså udsigt til en længere årrække efter 2020 med strukturelle underskud på ca. 2 pct. af BNP, jf. figur G. Dermed vil den danske finanspolitik komme i strid med finanspagten, som Danmark har tilsluttet sig.

Underskud begrænser det stabiliseringspolitiske råderum og giver risiko for rentestigning

Et strukturelt underskud på 2-2½ pct. af BNP vil begrænse muligheden for at anvende finanspolitikken aktivt i tilfælde af konjunkturbetingede tilbageslag. Med de relativt store automatiske stabilisatorer i Danmark vil et økonomisk tilbageslag let bringe de faktiske underskud op i en størrelsesorden, der vil være i konflikt med underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP, selv uden aktive lempelser. En længere årrække med store underskud indebærer også en risiko for en reaktion fra aktørerne på de finansielle markeder i form af højere renter på danske statsobligationer.

Figur G Offentlig strukturel saldo og nettogæld



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

Finanspolitiske udfordringer er håndterbare

Udsigten til relativt store underskud i en lang årrække stiller skarpt på, at der før eller siden er behov for at gennemføre tiltag, som kan forbedre de offentlige finanser. Med de givne forudsætninger må udfordringen dog karakteriseres som håndterbar. Med genopretningsaftalen lykkedes det således at planlægge en strukturel forbedring af de offentlige finanser på ca. 1½ pct. af BNP i løbet af tre år. Det viser, at relativt store forbedringer er mulige, hvis de vurderes nødvendige. Gennemførelsen af tilbagetrækningsaftalen er et andet eksempel.

Mere positiv vurdering end i Konvergensprogram 2012

I *Konvergensprogram 2012* vurderes det, at der uden yderligere reformer og med sædvanlige antagelser om væksten i det offentlige forbrug er et underskud i 2020 på knap ½ pct. af BNP, svarende til ca. 7 mia. kr. i dagens mønt (hvilket skal sammenlignes med et underskud på ca. 2 mia. kr. i nærværende fremskrivning), og at der er et begrænset holdbarhedsproblem på 0,1 pct. af BNP (mod en svag overholdbarhed på 0,2 pct. i nærværende beregning). Den mere negative vurdering af saldoen i 2020 i konvergensprogrammet hænger blandt andet sammen med en mindre positiv vurdering af den underliggende udvikling i arbejdsstyrken frem mod 2020.¹ Forskellene i den forventede udvikling i arbejdsstyrken og saldoudvikling afspejler, at fremskrivninger bygger på forudsætninger, der er usikre og ikke nødvendigvis ens, og som derfor kan diskuteres.

Ny 2020-plan skal øge arbejdsudbud og give plads til højere udgifter

Regeringen fremlagde i begyndelsen af maj 2012 en ny 2020-plan, *Danmark i arbejde – udfordringer for dansk økonomi mod 2020*. Planen bygger på, at den tidligere VK-regerings mål om strukturel balance i 2020 fastholdes. Planen lægger op til, at der skal gennemføres reformer på en række områder, herunder førtidspension, fleksjob, kontanthjælp, skat samt trepartsforhandlinger, svarende til et krav om ca. 60.000 flere i arbejdsstyrken. De penge, som i givet fald kommer i kassen, skal i første omgang bruges til at lukke det hul på de offentlige finanser i 2020, som ifølge regeringens vurdering udgør knap ½ pct. af BNP, jf. konvergensprogrammets såkaldte *udfordringsforløb*. Derefter skal pengene bruges til at opfylde den nye mere ambitiøse uddannelsesmålsætning om, at 60 pct. af en ungdomsårgang skal have en videregående uddannelse. Endelig vil yderligere midler skabt af reformer ifølge planen blive anvendt til vækstfremmende initiativer. Regeringen lægger således op til, at der skal ske en betydelig udvidelse af arbejdsstyrken

- 1) I fremskrivningen præsenteret i *Konvergensprogram 2012* stiger arbejdsstyrken i perioden frem til 2020 med omkring 50.000 personer mindre end i nærværende fremskrivning. Denne forskel skyldes blandt andet, at der er anvendt forskellige befolkningsfremskrivninger. En del af forskellen i arbejdsstyrkeudviklingen modvirkes dog af en modgående forskel i den gennemsnitlige arbejdstid. Forløbet, der udviser et underskud på knap ½ pct. af BNP, betegnes i konvergensprogrammet *udfordringsforløbet*.

frem mod 2020, dels for at sikre balance på de offentlige finanser i 2020, dels for at kunne øge udgifterne yderligere i forhold til uændrede servicestandarder.

Målsætning om balance i 2020

Behovet for at gennemføre reformer og andre tiltag til forbedring af de offentlige finanser afhænger af vurderingen af den underliggende udvikling, men også af hvilke politiske ønsker man har om øgede udgifter eller lavere skatter. Regeringen har, som nævnt, fastholdt målet om balance i 2020. Der kan være god fornuft i dette mål, blandt andet fordi det er relativt operationelt eksempelvis i forhold til en målsætning om holdbare og troværdige offentlige finanser. Balance i 2020 er skrapere end Danmarks nuværende mellemfristede budgetmål, der tillader et underskud på $\frac{1}{2}$ pct. af BNP. Ved at sigte mod balance opnås en lille sikkerhedsmargin i forhold til bristede forudsætninger. Hvis forudsætningerne holder, vil opfyldelse af målsætningen om balance i 2020 sikre, at der er et lille, ekstra stabiliseringspolitisk råderum.

Usikkerhed taler for en forsigtig strategi

Givet målet om balance i 2020 indebærer fremskrivningen præsenteret i kapitel I, at højere udgifter nødvendiggør reformer eller andre tiltag, der kan give den nødvendige finansiering. Behovet for nye reformer afhænger af det ønskede omfang af initiativer, der vil medføre højere udgifter (eller lavere skatter), og er dermed i høj grad et politisk anliggende. Et forsigtighedsprincip og kravet om et maksimalt strukturelt underskud på $\frac{1}{2}$ pct. af BNP vil tilsige, at de højere udgifter først kan afholdes, når der er rimelig sikkerhed for virkningen af de gennemførte finansieringstiltag. I lyset af den usikkerhed, der er omkring udviklingen frem mod 2020, er det hensigtsmæssigt at forfølge en forsigtig strategi. Regeringen lægger op til, at ca. halvdelen af den ekstra finansiering, som de nye reformer skal skaffe, afsættes til forbedring af den offentlige saldo (lukning af hullet på de nævnte 7 mia. kr.), mens den anden halvdel planlægges brugt til nye udgiftskrævende initiativer eller evt. lavere skatter. Ud fra et forsigtighedshensyn vurderes det at være anbefalelsesværdigt at følge dette fordelingsprincip indtil videre, også selv om hullet i 2020 i nærværende fremskrivning forventes at være lidt mindre (2 mia. kr.).

**Overholdelse af
saldokrav på ½ pct.
kræver permanent
stramning på 15-20
mia. kr.**

Der er som tidligere nævnt udsigt til stigende underskud efter 2020. Overholdelse af kravet om et strukturelt underskud på højst ½ pct. af BNP vil derfor før eller siden kræve gennemførelse af reformer eller andre tiltag, der kan forbedre de offentlige finanser. Med udsigt til balance på den strukturelle saldo frem imod 2020 er der i fravær af nye udgiftskrævende initiativer imidlertid ikke noget presserende behov for tiltag på kort sigt. I kapitel III vises alligevel en beregning, hvor der i perioden 2014-19 gennemføres stramninger, der med de givne forudsætninger er tilstrækkelige til at sikre, at den strukturelle saldo i alle år fremover højst udgør ½ pct. af BNP. Beregningen viser, at forbedringen af den primære saldo skal være på 0,9 pct. af BNP, svarende til knap 18 mia. kr. En sådan stramning vil med de givne forudsætninger trække i retning af, at saldoen i 2020 vil udvise overskud (og ikke bare balance, som er regeringens nuværende målsætning) og vil samtidig gøre finanspolitikken klart overholdbar. Hvis forudsætningerne bag beregningen i øvrigt antages at holde, betyder dette, at finanspolitikken på et tidspunkt (langt) ude i fremtiden kan lempes til gavn for de generationer, der lever på det tidspunkt.

**Ikke oplagt, at en
stramning skal
gennemføres
før 2020**

Frem for at stramme i perioden frem til 2020 kan man vælge at udskyde de nødvendige saldoforbedringer til efter 2020. Udskydes gennemførelsen af de tiltag, der er nødvendig for at sikre, at den strukturelle saldo med de givne forudsætninger ikke på noget tidspunkt udviser et underskud på over ½ pct. af BNP, til efter 2020, skal forbedringen af den primære saldo være større, end hvis stramningen gennemføres før 2020. Beregninger i kapitel III viser, at forbedringen af den primære saldo skal være omkring 23 mia. kr., hvis stramningen gennemføres i perioden 2021-30. Hvornår og hvordan, en stramning skal gennemføres, afhænger af de politiske prioriteringer, herunder hensynet til de forskellige generationer. Jo senere forbedringen har virkning, jo større skal den være. Omvendt kan der være både økonomiske og fordelingsmæssige overvejelser, der gør, at ekstra stramninger på kort sigt ikke er realistiske eller hensigtsmæssige. I disse år er der med genopretningsaftalen allerede gennemført en betydelig traditionel finanspolitisk opstramning, og der er gennemført reformer med

halvering af dagpengeperioden samt tilbagetrækningsaftalen, der udskyder tilbagetrækningen fra arbejdsmarkedet. Yderligere tiltag i de nærmest kommende år vil skulle lægges oven i disse allerede vedtagne og til dels gennemførte stramninger. Den forventede langsomme normalisering af konjunkturerne trækker også i retning af at udskyde gennemførelsen af de nødvendige tiltag.

Hver nyfødt modtager knap 500.000 kr. fra det offentlige over livet ...

Der sker i forvejen en væsentlig omfordeling mellem generationer via den offentlige sektor. Beregninger præsenteret i kapitel III viser, at en nyfødt i gennemsnit vil modtage knap 500.000 kr. mere fra det offentlige, end vedkommende betaler over livet i forløbet med svagt overholdbare finanser. Tilsvarende beregninger er somme tider blevet opfattet som udtryk for, at de offentlige finanser ikke hænger sammen. Det er imidlertid en misforståelse. Når finanspolitikken kan hænge sammen samtidig med, at alle fremtidige generationer er nettomodtagere af ydelser fra det offentlige, skyldes det, at de nulevende generationer tilsammen betaler lige så meget i resten af deres levetid, som de kommende generationer får. Beløbet på knap 500.000 kr. udtrykker dermed, at den vigtigste generationsomfordeling i den danske velfærdsstat sker fra voksne til børn. En stor del af den naturlige overførsel af midler, som forældre til alle tider har givet deres børn, foregår i Danmark dermed via den offentlige sektor.

... hvilket udtrykker omfordelingen fra voksne til børn

Kan indtægter eller udgifter flyttes over tid?

Profilen på den offentlige saldo i de kommende årtier er først og fremmest et resultat af ændringer i befolkningens alderssammensætning, men den konkrete profil er også et resultat af institutionelle forhold. I det omfang, det er muligt at ændre de institutionelle rammer, så de givne offentlige indtægter og udgifter flyttes over tid, vil det principielt være muligt at ændre på underskudsprofilen, uden at det påvirker den finanspolitiske holdbarhed. Med den forventede profil på underskuddet kan det være fristende at lede efter muligheder for at flytte indtægter, der ventes langt ude i fremtiden, frem til årene fra starten af 2020'erne og gennem 2030'erne – eller alternativt at udskyde udgifter, der falder i disse år, til fremtiden. En ren fremrykning af indtægter (eller udskydelse af udgifter) vil forbedre saldoen på mellem- og lang sigt og dermed bidrage til en langsommere gælds-

opbygning på længere sigt uden at kompromittere holdbarheden.

OPP kan flytte udgifter

En mulighed for at udskyde offentlige udgifter kunne være at indgå offentlig-privat-partnerskab (OPP) om offentlige investeringer, f.eks. infrastrukturinvesteringer eller andre større anlægsprojekter, hvor en privat virksomhed foretager investeringen, og det offentlige betaler leje fremover, i stedet for, at den offentlige sektor selv foretager investeringerne. Der kan være mange argumenter for og imod øget anvendelse af OPP. I forhold til profilen på de offentlige finanser har de den konkrete virkning, at de offentlige udgifter mindskes på kort sigt – mod større udgifter på længere sigt. Dette vil trække i retning af, at profilen for den offentlige saldo udjævnes og i højere grad vil leve op til underskudskravet.

Fremrykning af pensionsbeskatning kan flytte indtægter ...

En anden mulighed for at påvirke profilen for den offentlige saldo kunne være at overgå til, at pensionsindbetalinger beskattes på indbetalingstidspunktet, men til gengæld ikke beskattes ved udbetaling. Beregninger i *Dansk Økonomi, forår 2011* viser, at den offentlige saldo i givet fald vil blive forbedret med godt 3 pct. af BNP i en lang årrække, og der vil ske en stor offentlig formueopbygning i stedet for den gældsætning, der er udsigt til. Holdbarheden af de offentlige finanser påvirkes principielt ikke, da der blot er tale om en fremrykning af indtægter. En risiko ved en fremrykning af pensionsbeskatningen er imidlertid, at den store formueopbygning og de store årlige overskud vil føre til et forventningspres om mindre stram finanspolitik. Samme argument kan fremføres imod en markant forøgelse af anvendelsen af OPP. Der er under alle omstændigheder ingen grund til, at Danmark skulle ændre på pensionsbeskatningen som beskrevet på denne side af 2020.

... men det er forbundet med store risici

Institutionelle rammer påvirker saldoen

Ovenstående eksempler illustrerer, at forskellige institutionelle rammer kan have betydning for, hvor snærende kravet om et strukturelt underskud på højst ½ pct. af BNP er. Eksempelvis vil mere eller mindre tilfældige eller historisk betingede forskelle mellem de institutionelle rammer i to lande, der har de samme grundlæggende finanspolitiske holdbarhedsproblemer, kunne betyde, at finanspolitikken

må tilrettelægges forskelligt, hvis kravet til den strukturelle saldo skal overholdes. Dette element af tilfældighed indikerer, at der på længere sigt kan blive brug for raffinering af EU-kravene til den strukturelle saldo, sådan at de landespecifikke krav kommer til at afhænge af basale institutionelle forhold og eventuelt den finanspolitiske holdbarhed. I dansk sammenhæng kunne de meget store skatteprovenuier, der er udsendt til fremtiden, i kombination med en grundlæggende holdbar finanspolitik begrunde, at kravet til den danske strukturelle saldo ikke skulle være et underskud på maksimalt $\frac{1}{2}$ pct. af BNP, men i stedet eksempelvis 1 pct. En tilpasning af EU-reglerne kan være relevante, men bør i givet fald først foretages om et godt stykke tid, når Europa er kommet sikkert igennem statsgældskrisen.

**Stor usikkerhed
forbundet med
beregning af
holdbarhed**

Beregninger af den finanspolitiske holdbarhed kræver en fremskrivning af udviklingen på de offentlige finanser langt ud i fremtiden, hvilket selvsagt er forbundet med meget stor usikkerhed. Usikkerheden knytter sig både til de generelle forudsætninger og til forudsætninger om den økonomiske politik. Én blandt flere centrale forudsætninger bag beregningerne er, at de offentlige udgifter følger udviklingen i befolkningens størrelse og sammensætning, korrigeret for den almindelige indkomstudvikling. Historisk har der imidlertid været en betydelig mervækst i de offentlige serviceudgifter i forhold til den beregnede vækst svarende til uændrede standarder. En sådan historisk mervækst er ikke medtaget i fremskrivningen, men vil i givet fald kunne sætte holdbarheden over styr. Der er dermed behov for en stram styring af udgifterne til det offentlige forbrug mv., hvis fremskrivningen skal holde stik.

**Budgetlov kan
bidrage til
overholdelse
af udgiftsmål**

Regeringen har fremsat forslag til en budgetlov, som blandt andet omfatter indførelse af udgiftslofter (træder i kraft for 2014). Samtidig gøres sanktionsmulighederne ved overskridelser af aftalte og budgetterede udgifter permanente for kommunerne, og der indføres sanktioner over for regionerne. Vedtagelse af budgetloven vil samtidig indebære implementering af finanspagten, herunder kravet om, at det strukturelle underskud på de offentlige finanser højst må udgøre $\frac{1}{2}$ pct. af BNP. Budgetloven er i tråd med tidligere anbefalinger fra Det Økonomiske Råds formandskab og

vurderes at kunne medvirke til at opfylde de mellemfristede målsætninger.

Fornuftigt at gøre sanktionsmulighed permanent

De kommunale regnskaber for 2011 udviste lavere udgifter til forbrug end aftalt og budgetteret. Overholdelsen af aftaler og budgetter står i kontrast til det typiske billede de seneste ti år, der har været præget af mere eller mindre systematiske overskridelser. Dette peger på, at de skærpede sanktionsmuligheder over for kommunerne i 2011 har haft en effekt. Det er derfor fornuftigt at gøre sanktionsmulighederne permanente.

Fireårige udgiftslofter

Udgiftslofterne dækker løbende fire år og omfatter de fleste af de offentlige udgifter, som ikke er relateret til arbejdsløshed, renter eller investeringer. Der bliver tale om fem særskilte lofter for henholdsvis kommunale driftsudgifter, regionale driftsudgifter dels på sundhedsområdet, dels til regional udvikling, statslige udgifter til indkomstoverførsler samt statslige udgifter til drift, EU-bidrag mv. Størrelsen af udgiftslofterne fastlægges på baggrund af målet for den strukturelle saldo, og den makroøkonomiske fremskrivning bag beregningen må kun indregne provenu fra reformer, der er flertal bag i Folketinget.

Ændringer kan svække troværdighed

Det er muligt at ændre lofterne undervejs. Først og fremmest kan Folketinget træffe beslutning om fastsættelse af nye udgiftslofter. Derudover kan finansministeren med tilslutning fra Finansudvalget foretage en omfordeling af lofterne mellem stat, kommuner og regioner. Endelig kan finansministeren under visse omstændigheder administrativt forhøje eller reducere lofterne. På den ene side er det hensigtsmæssigt med en vis fleksibilitet i de udgiftspolitiske rammer og mulighed for at tilpasse lofterne ved ændrede forudsætninger. På den anden side er det centralt, at lofterne udstikker troværdige rammer for den førte udgiftspolitik, og løbende ændringer kan svække lofternes troværdighed. Det er dermed afgørende, at ændringer begrænses, og at ændringerne i givet fald er både gennemskuelige og velbegrundede samt i fuld overensstemmelse med de finanspolitiske målsætninger.

Nødvendig konsolidering

De offentlige finanser blev alvorligt svækket under krisen, og der er oplagt behov for en konsolidering efter krisen. En del vil komme af sig selv i takt med normaliseringen af konjunktursituationen, men de betydelige lempelser af finanspolitikken, som fandt sted i 2008-10, skal også trækkes tilbage. En væsentlig del af denne opstramning fandt allerede sted i 2011, hovedsageligt som følge af en (større end planlagt) reduktion i det offentlige forbrug.

Plads til ekspansiv finanspolitik i år

Den planlagte finanspolitik for 2012 indeholder flere ekspansive elementer, og finanspolitikken vurderes at løfte BNP-væksten med knap ½ pct. i forhold til en situation med neutral finanspolitik. Der er for nyligt foretaget en række langsigtede forbedringer af de offentlige finanser, hvilket skaber mulighed for at føre stabiliseringspolitik. På denne baggrund vurderes det, at der er plads til den planlagte lempelse i år, selv om den næppe vil ændre afgørende på konjunkturudsigterne.

Høj offentlig forbrugsvækst og høje offentlige investeringer i 2012

De ekspansive elementer i finanspolitikken i 2012 består af en høj vækst i det offentlige forbrug, en kraftig stigning i de offentlige investeringer og tilbagebetaling af efterlønsbidrag. Stigningen i det reale offentlige forbrug hænger sammen med, at de offentlige forbrugsudgifter sidste år blev godt 6 mia. kr. lavere end budgetteret. Med en forudsætning om, at de planlagte udgifter afholdes i år, indebærer det en betydelig forbrugsstigning i år. Et andet ekspansivt element i finanspolitikken i år er en planlagt betydelig stigning i de offentlige investeringer med en realvækst på næsten 10 pct. Udgiften til offentlige investeringer vil dermed nå op på knap 2½ pct. af BNP, hvilket ikke er set siden starten af 1980'erne. Erfaringen viser, at det er svært at styre de offentlige investeringer præcist, og der er derfor en vis sandsynlighed for, at en del af investeringerne først gennemføres i 2013. Dette vil trække i retning af en mindre ekspansiv effekt af finanspolitikken i 2012 og til gengæld en mindre stramning i 2013.

EU-henstilling på forventet (ikke realiseret) underskud

Danmark har som nævnt fået en henstilling fra EU om at forbedre de offentlige finanser strukturelt set med mindst 1½ pct. fra 2010 til 2013. Ifølge Finansministeriets beregning vil dette mål blive nået med den planlagte finanspoli-

tik. Baggrunden for EU-henstillingen til Danmark var en forventning om underskud over 3 pct. af BNP i 2010 og 2011. Underskuddene viste sig efterfølgende at blive mindre end 3 pct. af BNP. Dette skyldes ikke en bedre konjunktursituation end ventet og kun i et vist omfang en mere stram finanspolitik end planlagt. Årsagen til den bedre saldo var derimod først og fremmest uventede, ekstraordinære indtægter, hovedsageligt fra pensionsafkastskatten (PAL-skat), som i både 2010 og 2011 gav et provenu på godt 35 mia. kr., hvor provenuet i et år med normalt afkast skønnes at være omkring 20 mia. kr.

Stor opstramning af finanspolitikken i 2013

Givet den finanspolitiske lempelse i år er der behov for en forholdsvis kraftig opstramning i 2013, hvis EU-henstillingen skal overholdes. Den planlagte finanspolitik vurderes isoleret set at reducere væksten med knap 1 pct. i 2013. Opstramningen i 2013 skyldes ikke mindst et planlagt fald i de offentlige investeringer. I et vist omfang kan faldet i de offentlige investeringer blive afbødet af fremrykket renovering af almene boliger og private investeringer afledt af aftalen om dansk energipolitik frem mod 2020. Både omfanget og den tidsmæssige placering af disse investeringer er dog særdeles usikker.

Opstramningen er ikke afstemt med konjunkturerne

Den planlagte opstramning af finanspolitikken i 2013 kan ikke siges at være særlig godt afstemt med konjunktursituationen. Både i år og næste år skønnes væksten at blive omkring 1¼ pct., hvilket er kun lidt over den underliggende, strukturelle vækst. Realiseres disse forventninger er der udsigt til en meget langsom lukning af output gap. Forventningen om en svag udvikling i efterspørgsel og produktion indebærer, at der ifølge prognosen først kommer gang i beskæftigelsen i løbet af 2013 eller 2014. Selvom ledigheden i et historisk perspektiv ikke er særlig høj, skønnes det, at beskæftigelsen er væsentligt under det niveau, der ville have været gældende i en normal konjunktursituation. Selvom en del af beskæftigelsesfaldet kan tilskrives en reduktion i antallet af udenlandske grænsearbejdere og flere i uddannelse, taler dette alligevel for en mindre stram finanspolitik. Ses der bort fra EU-henstillingen, ville en langsommere konsolidering end den nu planlagte være hensigtsmæssig. Dette kunne eksempelvis ske ved, at den

ønskede forbedring af den strukturelle saldo nås i 2015 frem for i 2013. Det anbefales fortsat, at EU-henstillingen overholdes, men reviderede henstillinger kan evt. blive del af en mere ekspansiv finanspolitik på EU-niveau.

KAPITEL I

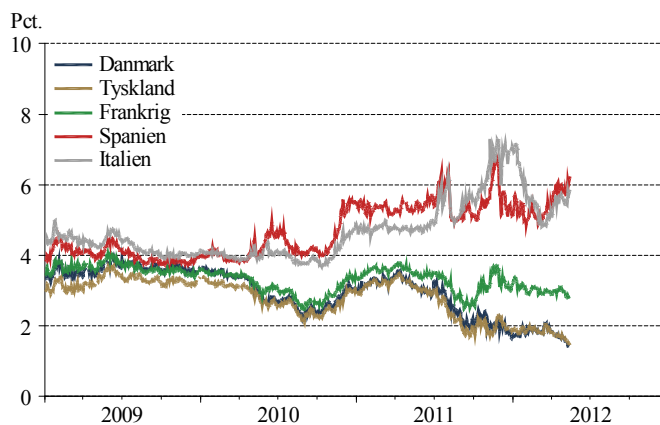
KONJUNKTURVURDERING

I.1 Indledning

Svigtende tillid til offentlige finanser påvirker konjunkturerne i Europa

Konjunktursituationen i Europa er stærkt påvirket af manglende tillid til de offentlige finanser. Store underskud og hastigt stigende gæld stiller spørgsmålstegn ved holdbarheden af de offentlige budgetter i mange lande. Trods betydelige finanspolitiske stramminger og en række initiativer fra EU, ECB og IMF har mistilliden bredt sig fra en gruppe af relativt små lande til også at omfatte større lande. I efteråret 2011 steg renterne kraftigt på italienske og spanske statspapirer, og trods initiativerne fra EU, ECB og landene selv blussede uroen op igen i foråret 2012, jf. figur I.1. Den økonomiske situation i Danmark er naturligvis påvirket af den europæiske gældskrise, og det seneste halvandet år har der stort set ingen vækst været i Danmark, jf. figur I.2. Der er kun udsigt til svag fremgang de kommende år.

Figur I.1 Renter på 10-årige statsobligationer

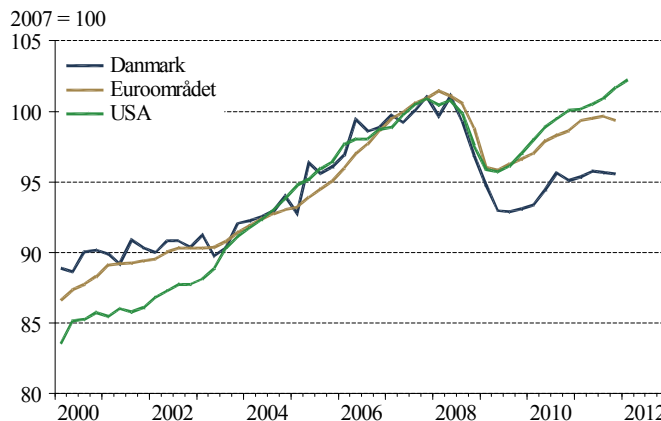


Anm.: Seneste observation er medio maj 2012.

Kilde: EcoWin.

Kapitlet er færdigredigeret den 14. maj 2012.

Figur I.2 BNP



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2011 for Danmark og euroområdet og 1. kvartal 2012 for USA.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og EcoWin.

Udsigt til negativ vækst i euroområdet

Den tiltagende bekymring for de statsfinansielle problemer i euroområdet bidrog til, at flere europæiske lande i løbet af efteråret 2011 oplevede kraftige nedjusteringer af vækstforventningerne til de kommende år. De fleste internationale institutioner forventer på nuværende tidspunkt stagnation eller negativ vækst i 2012 for euroområdet under et, blandt andet som følge af forventninger om tilbagegang i Spanien og Italien. Vækstskønnene er imidlertid også nedjusteret betydeligt for andre store økonomier i euroområdet, herunder Tyskland og Frankrig. For lande som Grækenland og Portugal er der udsigt til mærkbar tilbagegang i 2012 og fortsat negativ vækst i 2013.

EU-initiativer og opstramninger er forudsætninger for genopretning af tilliden

På trods af udsigten til en svag aktivitetsudvikling i 2012 og 2013 lægges det til grund for nærværende konjunkturprognose, at den finanspolitiske konsolidering, der er undervejs i de enkelte lande, i kombination med de initiativer, der er iværksat på EU-plan, er tilstrækkelige til at genoprette tilliden til de offentlige finanser, om end dette kun vil ske langsomt. Vedtagelsen af den såkaldte six-pack i efteråret 2011, finanspagten i foråret 2012, fremrykningen af ESM samt en række tiltag fra ECB vurderes alle at bidrage direkte eller indirekte til at genskabe tilliden til de offentlige

finansier. En forudsætning er naturligvis, at reformer og finanspolitiske opstramninger i de berørte lande gennemføres i nødvendigt omfang. Genopretning af tilliden er nødvendig for en fornyet fremgang baseret på den private efterspørgsel, men de finanspolitiske stramninger trækker isoleret set i retning af, at væksten de kommende år vil blive lav, og at konjunkturgenopretningen derfor bliver langsom. Hvis mistilliden til de offentlige finanser blusser op igen, eksempelvis fordi de nødvendige opstramninger i de mest udsatte lande møder så stor folkelig modstand, at de i væsentlig grad rulles tilbage, er der stor risiko for, at den økonomiske udvikling bliver markant værre end forventet i nærværende prognose. Statsgældskrisen i Europa behandles nærmere i kapitel II.

De danske forbrugere er også tilbageholdne

Ligesom i resten af Europa faldt forbrugertilliden mærkbart i Danmark i løbet af efteråret 2011. For 2011 som helhed faldt det private forbrug, og husholdningernes tilbageholdenhed har været en vigtig forklaring på den svage aktivitetsudvikling. Der forventes imidlertid en vis fremgang i forbruget i 2012, hvilket blandt andet skyldes tilbagebetaling af efterlønsindbetalinger og forbedringen af forbrugertilliden i begyndelsen af 2012. Det private forbrugs andel af den samlede disponible indkomst er aktuelt på et lavt niveau, så der er et potentiale for forbrugsfremgang de kommende år. I modsat retning trækker blandt andet udsigten til en svag reallønsudvikling som følge af lave aftalte lønstigninger og relativt høj inflation i 2012.

Aktiviteten holdes nede af udviklingen på boligmarkedet

Den indenlandske aktivitetsfremgang svækkes også af udviklingen på boligmarkedet. På trods af historisk lave renter faldt huspriserne med ca. 3 pct. i 2011, og prisfaldene er fortsat ind i 2012. I resten af 2012 forventes beherskede prisfald, hvilket blandt andet bestyrkes af den lange liggetid og det store udbud af huse samt en vurdering af, at de reale boligpriser fortsat ligger lidt over det langsigtede ligevægtsniveau. Den svage udvikling på boligmarkedet vil lægge en dæmper på væksten i det private forbrug og boliginvesteringerne de kommende år.

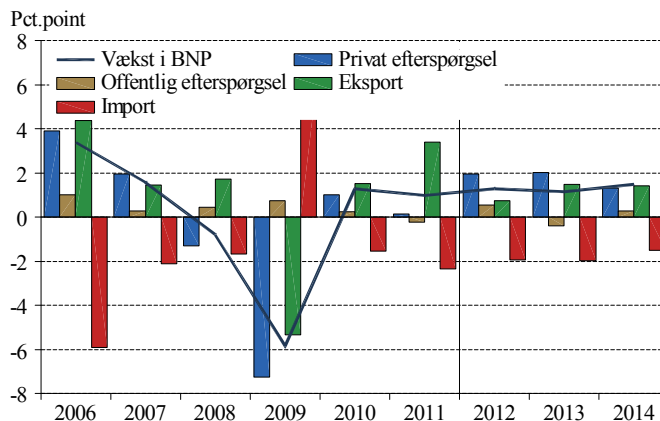
**Finanspolitiske
forudsætninger for
prognosen**

Underskuddet på de offentlige finanser blev i 2011 på 35 mia. kr., svarende til 1,9 pct. af BNP. Set i lyset af konjunktursituationen er der tale om et begrænset underskud, hvilket blandt andet skyldes et overraskende højt provenu fra pensionsafkastbeskatningen. Til grund for nærværende prognose er lagt regeringens udmelding om finanspolitiske lempelser i finansloven for 2012 primært i form af et betydeligt løft i de offentlige investeringer i 2012. Ud over det øgede investeringsniveau forventes en relativt kraftig vækst i det offentlige forbrug i 2012 hovedsagligt som konsekvens af, at udgifterne til offentligt forbrug blev lavere end planlagt i 2011. Sammen med tilbagebetalingen af efterlønsbidrag vil de øgede offentlige investeringer og det højere offentlige forbrug forventeligt føre til en stigning i det offentlige underskud i 2012. I modsat retning trækker dog, at en del af stigningen i de offentlige udgifter finansieres med højere afgifter. Samlet set vurderes finanspolitikken at bidrage positivt til aktivitetsudviklingen i 2012, mens finanspolitikken omvendt ventes at dæmpe væksten ganske kraftigt i 2013. Dette skyldes, at de betydelige lempelser i 2012 skal trækkes tilbage allerede i 2013, da opfyldelsen af EU-henstillingen kræver, at Danmark forbedrer den strukturelle saldo med 1½ pct. fra 2010 til 2013. I 2020 skønnes der at være omtrent balance på de offentlige finanser. Udviklingen på de offentlige finanser på længere sigt beskrives i kapitel III.

**Svag vækst de
kommende år**

Konjunkturprognosens hovedtal fremgår af tabel I.1. Prognosen indebærer BNP-vækstrater på omkring 1¼ pct. i både 2012 og 2013 og en noget højere vækst fra 2014. Med den forventede udvikling vil forskellen mellem faktisk og strukturelt BNP indsnævres lidt de kommende år, og BNP forventes i 2014 at være ca. 2¼ pct. under det skønnede strukturelle niveau. Forventningen om lav vækst i Europa i de kommende år medfører, at vækstbidraget fra eksporten ventes at falde tilbage. Her forventes det, at væksten i højere grad vil blive holdt oppe af den indenlandske efterspørgsel. De aktuelt lave forbrugs- og investeringskvoter betyder, at der er udsigt til et vist vækstbidrag fra højere forbrug og investeringer. I 2012 vil væksten i BNP desuden blive stimuleret af den ekspansive finanspolitik, jf. figur I.3.

Figur I.3 Vækstbidrag til BNP



Anm.: Privat efterspørgsel omfatter privat forbrug, boliginvesteringer, erhvervsinvesteringer og lagerinvesteringer. Offentlig efterspørgsel omfatter offentligt forbrug og offentlige investeringer. Den lodrette streg angiver overgang til prognoseperiode.

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

Tillidsgenopretning er essentiel for prognosen

Der er en række forhold, der kan ændre konjunkturbilledet. Til grund for prognosen er som nævnt lagt en forventning om, at de finanspolitiske opstramminger i Europa og initiativer fra EU, ECB og IMF vil bidrage til en generel tillidsgenopretning, der ventes at smitte af på de danske husholdninger og virksomheder. Der er som nævnt en reel risiko for, at de finanspolitiske opstramminger i eksempelvis Spanien og Italien ikke er tilstrækkelige til at afværge yderligere stigninger i renterne på spanske og italienske statspapirer, hvorved statsgældskrisen kan eskalere igen. Dette kan via negative tillidseffekter få alvorlige konsekvenser for den europæiske konjunktursituation og derigennem for dansk økonomi. Egentlige statsbankerotter i disse lande vil formentlig blive forsøgt undgået med alle til rådighed stående midler givet de to landes betydning for den samlede europæiske økonomi, men dette kan betyde kraftige og abrupte finanspolitiske stramminger. Alene en genopblusning af frygten for statsbankerotter kan have stor negativ indflydelse på den private efterspørgsel.

Tabel I.1 Hovedtal i konjunkturvurderingen

	Årets	Mængdestigning				
	priser	Pct.				
	2011	2010	2011	2012	2013	2014
	Mia. kr.	----- Pct. -----				
Privat forbrug	868	1,9	-0,5	2,3	1,3	1,8
Offentligt forbrug	511	0,3	-1,0	1,3	0,1	0,9
Offentlige investeringer	40	8,5	3,8	8,5	-18,0	1,6
Boliginvesteringer	83	-7,4	8,8	0,3	0,2	2,4
Erhvervsinvesteringer	187	-3,7	-3,2	6,7	7,4	2,8
Lagerinvesteringer	3	1,0	0,4	0,1	0,5	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.692	1,3	-0,1	2,6	1,7	1,6
Eksport i alt	957	3,2	6,8	1,4	2,8	2,6
Vareeksport	599	3,7	5,9	-1,7	1,3	2,8
heraf industrivarer	533	4,5	8,0	0,0	2,8	3,0
Tjenesteeksport	358	2,5	8,1	6,6	5,1	2,4
Efterspørgsel i alt	2.649	2,0	2,3	2,2	2,1	2,0
Import i alt	863	3,5	5,2	4,0	3,9	2,9
Vareimport	562	3,9	5,2	4,0	3,8	2,2
heraf industrivarer	462	4,8	4,7	5,2	4,0	1,8
Tjenesteimport	300	2,8	5,2	4,1	4,2	4,4
Bruttonationalprodukt	1.786	1,3	1,0	1,3	1,2	1,5
Bruttoværditilvækst	1.535	1,0	1,1	1,1	1,2	1,6
heraf private byerhverv	919	1,2	2,4	2,6	2,5	2,3
		---- Pct. af strukturelt BNP ----				
Output gap		-3,5	-3,2	-2,9	-2,6	-2,3

Tabel I.1 Hovedtal i konjunkturvurderingen, fortsat

	2010	2011	2012	2013	2014
	----- Pct. -----				
Forbrugerpriser	2,5	2,5	2,5	1,9	1,8
Eksportpriser	7,8	1,5	2,0	1,0	1,5
Importpriser	4,5	3,7	3,1	1,0	1,2
Timelønomkostninger	2,6	2,3	1,8	1,8	2,3
Kontantpris på enfamiliehuse	2,7	-2,9	-4,9	-1,2	1,7
	----- Ændring i 1.000 pers. -----				
Strukturel arbejdsstyrke	6	8	6	5	10
Arbejdsstyrke	-48	-15	0	7	17
Privat beskæftigelse	-73	1	-11	-2	15
Offentlig beskæftigelse	10	-11	6	3	3
	----- 1.000 pers. -----				
Ledighed	114	109	113	120	119
Bruttoledighed	165	162	167	173	170
	----- Mia. kr. -----				
Betalingsbalance	97	116	80	62	57
Offentlig saldo	-47	-35	-72	-44	-37
Tilgodehavende i udlandet	181	441	521	583	640
Offentlig bruttogæld	753	831	753	797	835
	----- Pct. -----				
Realvækst i aftagerlande	3,1	2,4	1,2	2,0	2,3
Vækst i udlandets timelønomkostninger	2,6	2,1	2,0	2,3	2,7
Ændring i den effektive kronekurs	-3,6	-0,8	-1,5	0,0	0,0
10-årig obligationsrente	2,9	2,7	1,9	2,3	2,8
Timeproduktivitet i private byerhverv	5,1	2,2	3,1	2,6	1,5

Anm.: Mængdestigninger er udregnet ved brug af kædeindeks. Mængdestigning i "Lagerændringer" angiver vækstbidraget til BNP målt i pct.point. Udviklingen i forbrugerpriserne er udtrykt ved væksten i deflatoren for det private forbrug. Det er antaget, at ændringen i den offentlige bruttogæld i fremskrivningsperioden er lig den offentlige sektors saldo ekskl. sociale kasser og fonde, og at ændringen i tilgodehavende i udlandet er lig saldoen på betalingsbalancen.

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

Hovedtræk og ændringer i konjunkturvurderingen

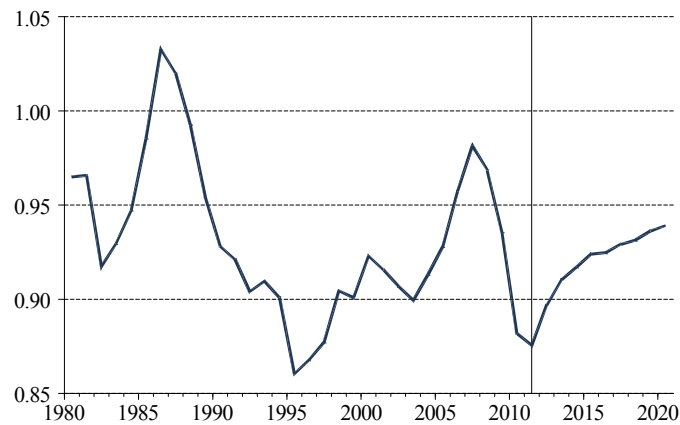
Marginal opjustering af BNP-væksten i 2012

Nærværende prognose for udviklingen i dansk økonomi indebærer en behersket fremgang i BNP og en lille indsnævring af forskellen mellem faktisk og strukturel produktion de kommende år. Konjunkturnormaliseringen ventes først at være tilendebragt hen imod 2020. Vækstbilledet er nogenlunde som forventet i *Dansk Økonomi, efterår 2011*, jf. tabel I.2. Væksten i BNP i 2011 blev 1 pct., hvilket er 0,3 pct.point lavere end forventet i efteråret, primært som konsekvens af en svagere udvikling i den offentlige efterspørgsel end ventet. For 2012 er væksten i BNP opjusteret med ca. ¼ pct.point, hvilket primært skal ses i lyset af indarbejdelsen af de ekspansive elementer i finansloven for 2012 samt en opjustering af den forventede vækst i det private forbrug. Udviklingen i dansk økonomi i 2012 ventes at blive noget mere positiv end udviklingen i euroområdet. Dette skal blandt andet ses i lyset af, at dansk økonomi ikke er lige så hårdt ramt af statsgældsproblemerne som flere af eurolandene, ligesom der heller ikke er planlagt finanspolitiske opstramninger i Danmark i 2012.

Opjustering af væksten i det private forbrug i 2012

Det private forbrug faldt med 0,5 pct. i 2011. I fjerde kvartal voksede det private forbrug imidlertid overraskende med 1 pct. i forhold til kvartalet før. Den mere positive udvikling i slutningen af 2011 medfører alt andet lige en teknisk opjustering af væksten fra 2011 til 2012 som følge af det bedre udgangspunkt. I modsat retning trækker en svagere reallønsudvikling og et større prisfald på boligmarkedet. På denne baggrund er den forventede vækst i det private forbrug i 2012 opjusteret med ca. ½ pct.point til ca. 2¼ pct. I 2013 ventes væksten i det private forbrug at aftage, hvilket primært skal ses i lyset af effekten af de finanspolitiske stramninger kombineret med en forventning om, at forbrugseffekten af de tilbagebetalte efterlønsmidler vil ophøre. Fra 2014 ventes væksten i det private forbrug igen at tiltage i takt med, at der ventes generel fremgang i økonomien og dermed stigende disponibel indkomst samtidig med, at forbrugskvoten ventes at stige mod et mere normalt niveau, jf. figur I.4.

Figur I.4 Forbrugskvot



Anm.: Forbrugskvoten er det private forbrugs andel af SMEC's langsigtede disponible indkomst.

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

Forventning om fortsatte fald i huspriserne

Kontantprisen på enfamiliehuse faldt 2,9 pct. i 2011, hvilket var knap $\frac{1}{2}$ pct.point mere end forventet i efteråret. Det vurderes, at huspriserne fortsat er en anelse over det langsigtede ligevægtsniveau, og at der derfor fortsat udestår en tilpasning nedad i de reale huspriser. Denne tilpasning forventes at ske via svagt faldende nominelle huspriser igennem 2012 og 2013. Inflationen vil da udhule de reale huspriser betydeligt. Samlet er væksten i de nominelle huspriser nedjusteret med ca. 4 pct.point hen over 2012 og 2013. Den negative vurdering af udviklingen på boligmarkedet medfører, at boliginvesteringerne i 2012 og 2013 ikke ventes at stige mærkbart fra det nuværende lave niveau.

Investeringer fortsat på lavt niveau

Det private investeringsomfang er fortsat på et lavt niveau, og der er ikke umiddelbart tegn på nævneværdig fremgang i investeringerne. De private erhvervsinvesteringer faldt 3,2 pct. i 2011, hvilket var ca. $3\frac{1}{2}$ pct.point mindre end forventet i efteråret. Investeringernes andel af den samlede økonomi er, efter store fald siden 2008, på et relativt lavt niveau. Der ventes stigende investeringskvoter på lidt længere sigt i takt med, at konjunktursituationen normaliseres.

Svag udvikling i beskæftigelsen

Den samlede beskæftigelse er faldet med ca. 160.000 personer siden 2008, og det vurderes, at det nuværende beskæftigelsesniveau er omtrent 75.000 personer lavere end det strukturelle niveau. Forventningen om en beskeden produktionsfremgang, der forventes indledningsvist at give sig udslag i stigende produktivitet, betyder, at beskæftigelsen ventes at udvikle sig svagt de kommende år og først for alvor begynde at stige i løbet af 2014. Den registrerede nettoledighed har ligget på et niveau omkring 110.000 personer siden begyndelsen af 2010, men den svage udvikling i efterspørgslen og på arbejdsmarkedet gør, at der forventes en svagt stigende ledighed igennem resten af 2012. På længere sigt ventes den registrerede ledighed at falde tilbage mod det strukturelle niveau, der vurderes at være godt 100.000 personer.

Udsigt til reallønsfald

Forårets overenskomstforhandlinger resulterede i lave aftalte lønstigninger, og den forventede lønstigningstakt er på denne baggrund nedjusteret til ca. 1¼ pct. i både 2012 og 2013. De lave lønstigningstakter skal ses i lyset af den vigende beskæftigelse, og med en forventet inflation på omkring 2½ pct. i 2012 og ca. 2 pct. i 2013, blandt andet som resultat af øgede afgifter, er der udsigt til faldende realløn i både 2012 og 2013.

Lavere udlandsvækst

De internationale institutioners skøn for væksten i Europa er som nævnt blevet kraftigt nedjusteret hen over efteråret. Den forventede vækst i euroområdet i nærværende prognose er nedjusteret med ca. 1 pct.point i 2012 og ca. ¼ pct.point i 2013 i forhold til vurderingen i efteråret. Samtidig er væksten i flere af Danmarks andre vigtige samhandelspartnere, herunder Sverige og Storbritannien, nedjusteret. Samlet er den forventede sammenvejede udlandsvækst nedjusteret med knap ¾ pct.point i 2012 og knap ½ pct.point i 2013.

Eksportvæksten ventes at aftage

Udviklingen i eksporten udgjorde en vigtig forklaring på fremgangen i BNP i 2011. Der var kraftig fremgang i såvel vare- som tjenesteeksporten, og den samlede eksport voksede med 6,8 pct., hvilket var godt ½ pct.point mere end forventet i efteråret. Bortset fra første kvartal udviklede vareeksporten sig dog relativt svagt igennem 2011, og forventningen om økonomisk afmatning i Danmarks nær-

meste samhandelslande medfører, at vareeksporten forventes at udvikle sig svagt de kommende år. I modsat retning trækker dog, at der har været fremgang i eksporten til de såkaldte BRIK-lande (Brasilien, Rusland, Indien og Kina), der kun indirekte er ramt af statsgældskrisen i Europa. Samlet forventes moderat vækst i eksporten de kommende år. Det vurderes, at udviklingen i eksport og import vil betyde, at udenrigshandelen samlet set vil bidrage negativt til væksten i Danmark i de kommende år.

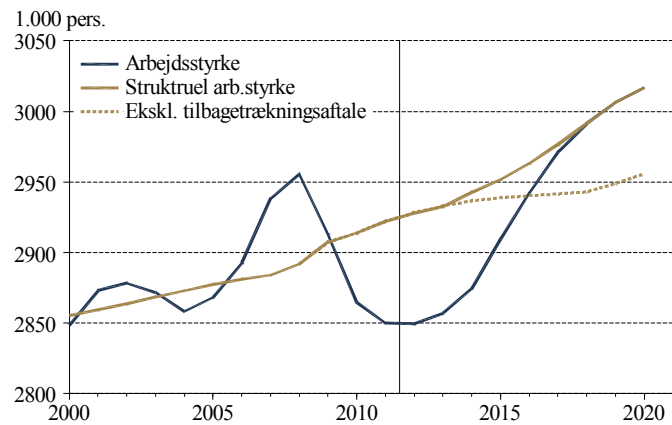
**Stigning i
arbejdsstyrken
frem mod 2020**

I takt med den forventede normalisering af konjunktursituationen ventes arbejdsstyrken at vokse mod sit strukturelle niveau de kommende år. Dertil kommer, at tilbagetrækningsaftalen fra 2014 vil forøge arbejdsstyrken som følge af forkortelsen af efterlønsperioden samt fremrykningen af stigningerne i efterløns- og folkepensionsalderen. Det vurderes, at tilbagetrækningsreformen vil forøge arbejdsstyrken med omkring 60.000 personer i 2020, jf. figur I.5. Det er lagt til grund for fremskrivningen, at stigningen i arbejdsstyrken giver sig udslag i stigende beskæftigelse, således at der ikke er nogen forskel mellem den strukturelle og faktiske ledighed i 2020. Som følge af en træg tilpasning på arbejdsmarkedet kan det dog vise sig, at den stigende arbejdsstyrke først på lidt længere sigt vil give sig udslag i øget beskæftigelse, jf. diskussionen i *Dansk Økonomi, efterår 2011*.

**Overraskende lavt
underskud i 2011**

Det offentlige underskud i 2011 blev kun halvt så stort som ventet i efteråret, hvilket især kan tilskrives et uventet højt provenu fra PAL-skatten. Som følge af et forventet bortfald af dette ekstraordinære provenu skønnes den offentlige saldo at blive væsentligt forværret i 2012 og 2013 i forhold til 2011. I år bliver saldoen yderligere forværret af tilbagebetalingen af efterlønsmidler. Skønnet for den offentlige saldo i 2012 er stort set uændret i forhold til efterårsvurderingen. Dette dækker dog over lidt højere offentlige investeringsudgifter og lidt lavere udgifter til ledighedsunderstøttelse.

Figur I.5 Arbejdsstyrken



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

Omtrent balance på offentlig saldo i 2020

Udviklingen på de offentlige finanser er de førstkommende år præget af den forventede konjunkturalisering. Fra 2011 til 2020 ventes de offentlige finanser at blive forbedret med ca. 1¼ pct. af BNP, så der opnås omtrent balance på saldoen i 2020. En del af forbedringen skyldes den planlagte konsolidering frem til 2013. Dertil kommer en forventet stigning i arbejdsudbuddet, især som følge af tilbagetrækningsaftalen, der forbedrer de offentlige finanser. Fra og med 2013 ventes den strukturelle saldo at være omtrent i balance frem til omkring 2020. Efter 2020 er der dog udsigt til stigende offentlige underskud, som følge af den demografiske udvikling og faldende produktion i Nordsøen og dermed lavere skatteprovenu derfra. Den offentlige saldo vil ifølge fremskrivningen i kapitel III udvise et underskud på 2-2½ pct. af BNP i en længere årrække.

Tabel I.2 Skøn for dansk økonomi, efterår 2011 og forår 2012

	Efterår 2011				Forår 2012			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
	----- Mængdestigning i pct. -----							
Privat forbrug	-0,8	1,7	2,2	1,8	-0,5	2,3	1,3	1,8
Offentligt forbrug	0,2	0,2	-0,2	0,7	-1,0	1,3	0,1	0,9
Offentlige investeringer	7,3	-5,0	-9,0	1,5	3,8	8,5	-18,0	1,6
Boliginvesteringer	10,1	1,3	3,9	0,5	8,8	0,3	0,2	2,4
Erhvervsinvesteringer	-6,8	6,7	5,3	6,1	-3,2	6,7	7,4	2,8
Lagerændringer	0,9	0,3	0,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,0
Inkl. efterspørgsel i alt	0,5	1,9	1,7	1,9	-0,1	2,6	1,7	1,6
Vareeksport	5,7	0,6	1,5	2,5	5,9	-1,7	1,3	2,8
Tjenesteeksport	7,0	3,2	3,9	4,2	8,1	6,6	5,1	2,4
Efterspørgsel i alt	2,5	1,8	1,9	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0
Vareimport	6,0	3,5	3,1	3,7	5,2	4,0	3,8	2,2
Tjenesteimport	3,7	2,7	3,5	3,9	5,2	4,1	4,2	4,4
Bruttonationalprodukt	1,3	1,1	1,3	1,6	1,0	1,3	1,2	1,5
BVT i private byerhverv	2,0	2,1	2,5	2,7	2,4	2,6	2,5	2,3
	----- Ændring i 1.000 pers. -----							
Arbejdsstyrke	-15	7	2	14	-15	0	7	17
Privat beskæftigelse	-3	-6	-4	14	1	-11	-2	15
Offentlig beskæftigelse	-8	0	0	1	-11	6	3	3
	----- 1.000 pers. -----							
Ledighed	110	122	128	127	109	113	120	119
	----- Pct. -----							
Forbrugerpriser	2,8	1,7	1,8	1,9	2,5	2,5	1,9	1,8
Eksportpriser	1,8	1,6	1,5	1,7	1,5	2,0	1,0	1,5
Importpriser	3,5	1,4	1,4	1,5	3,7	3,1	1,0	1,2
Timelønomkostninger	2,0	2,1	2,3	2,9	2,3	1,8	1,8	2,3
Realvækst i aftagerlande	2,5	1,9	2,4	2,6	2,4	1,2	2,0	2,3
10-årig obligationsrente	3,1	3,5	4,1	4,4	2,7	1,9	2,3	2,8
Timeprod. i priv. byerhvh.	2,1	2,1	2,3	1,8	2,2	3,1	2,6	1,5
	----- Mia. kr. -----							
Betalingsbalance	94	75	67	65	116	80	62	57
Offentlig saldo	-72	-84	-52	-52	-35	-72	-44	-37

Anm.: "Lagerændringer" angiver vækstbidraget til BNP. Forbrugerpriserne angiver væksten i deflatoren for det private forbrug.

I.2 International baggrund

Blandet vækstbillede

Det globale opsving er skrøbeligt, og der er udsigt til en længerevarende periode med en afdæmpet økonomisk udvikling. Situationen i Europa forventes de kommende år fortsat at være præget af de statsfinansielle problemer, der især har ramt flere sydeuropæiske lande. I USA er opsvinget tilsyneladende mere robust, men der er stadig usikkerhed om konsekvenserne af det svage boligmarked og det betydelige finanspolitiske konsolideringsbehov på længere sigt. I flere sydamerikanske og asiatiske lande har der i årene efter tilbageslaget i 2008-09 været en ganske solid aktivitetsfremgang, men der er nu tegn på, at væksten er ved at aftage en anelse i flere af disse lande. Den globale konjunkturgenopretning trues fortsat af flere forhold, herunder i særdeleshed de europæiske statsgældskriseproblemer samt i nogen grad politiske spændinger, der kan få olieprisen til at stige igen.

Statsgældskrisen tynger Europa

De sydeuropæiske økonomier lider som nævnt under usikkerhed om konsekvenserne af de statsfinansielle problemer. Ledigheden er høj, og i flere af landene har BNP været stagnerende eller er ligefrem faldet. Der har omvendt været en mere solid genopretning af aktiviteten i flere nord-europæiske lande, herunder Tyskland, Holland, Belgien, Sverige og Frankrig. BNP faldt dog i fjerde kvartal 2011 i flere toneangivende europæiske økonomier, og der var også fald i produktionen for euroområdet under et.

Frygt for at også store lande rammes

Den aktuelt svage økonomiske udvikling i Europa skal i høj grad ses i lyset af frygt for, at de statsfinansielle problemer også skal ramme større lande. Denne frygt blev forstærket hen over efteråret 2011 og viste sig ved stigende rentespænd på statspapirer for flere af de største økonomier i euroområdet, herunder Spanien, Italien og i nogen grad Frankrig. Rentespændene mindskedes en anelse i slutningen af 2011 og begyndelsen af 2012, hvilket kan ses som udtryk for, at aktørerne på de finansielle markeder havde tiltro til de nye initiativer og hensigtserklæringer fra EU og ECB. I løbet af april og maj er rentespændene imidlertid steget igen, hvilket indikerer fornyet uro, formentlig blandt andet som reaktion på bekymring for den spanske banksektors

eksponering over for statspapirer og ejendomssektoren. Den statsfinansielle krise i euroområdet beskrives nærmere i kapitel II.

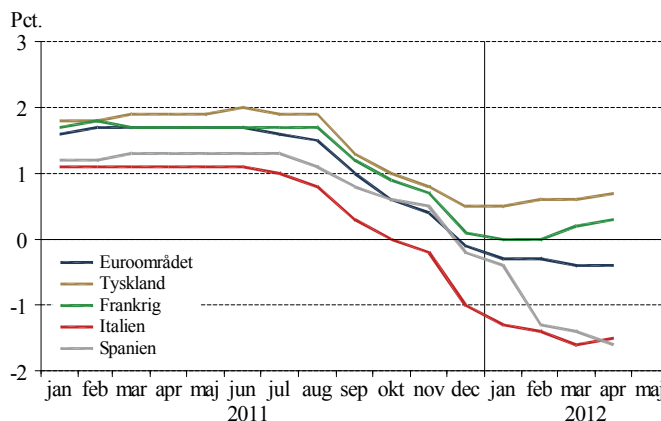
Nedjustering af konsensuskøn

I takt med den forøgede bekymring for konsekvenserne af den europæiske statsgældskrise nedjusterede flere internationale institutioner deres skøn for den økonomiske vækst i Europa betydeligt. I særdeleshed er konsensuskønnene for væksten i 2012, der angiver et gennemsnit af flere institutioners vækstsikøn, nedjusteret markant. Aktuelt er konsensuskønnet for væksten i euroområdet under et i 2012 negativt, jf. figur I.6. Nedjusteringerne har især været markante for Italien og Spanien, men også lande som Tyskland og Frankrig har oplevet betydelige nedjusteringer. Konsensuskønnene afspejler forventet tilbagegang i flere sydeuropæiske lande i både 2012 og 2013, hvilket både skal ses i lyset af finanspolitiske stramninger og bekymring for konsekvenserne af statsgældskriserne. De finanspolitiske stramninger dæmper den offentlige efterspørgsel, men kan bidrage til at genskabe tilliden hos husholdninger og virksomheder, hvilket er en forudsætning for en fornyet fremgang i den private efterspørgsel.

Tiltag på EU-niveau

Den generelle bekymring for den økonomiske situation i Europa har bidraget til iværksættelsen af flere initiativer på EU-niveau, herunder blandt andet finanspagten, der sigter på at skabe større troværdighed omkring de finanspolitiske regler i EU. Finanspagten, som de fleste EU-lande har tilsluttet sig, beskrives nærmere i kapitel II. I løbet af efteråret 2011 vedtog EU-landene desuden den såkaldte six-pack, der blandt andet sætter øget fokus på at forhindre opbyggelsen af makroøkonomiske ubalancer. Derudover blev det vedtaget, at den permanente redningsfond, ESM, skal påbegynde sit virke et år tidligere end hidtil planlagt. Fra sommeren 2012 til sommeren 2013 vil ESM og den hidtidige redningsfond EFSF således begge være funktionsdygtige.

Figur I.6 Konsensusskøn for væksten i 2012



Anm.: Konsensusskønnet i den enkelte måned angiver gennemsnittet af en række institutioners skøn for væksten i 2012. Seneste observation er april 2012.

Kilde: Consensus Forecast.

Nyt lån til Grækenland og nedskrivning af statsgæld

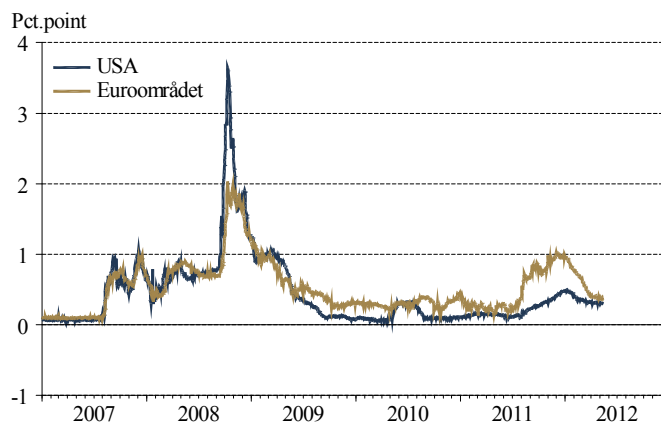
I bestræbelserne på at forhindre en uholdbar gældsudvikling har Grækenland gennemført betydelige finanspolitiske stramminger, men disse har ikke været tilstrækkelige til at sikre en tilfredsstillende udvikling på de offentlige finanser. Dette skyldes blandt andet, at det økonomiske tilbageslag har vist sig at være væsentlig mere alvorligt end tidligere forventet. Med en (brutto)statsgæld på 165 pct. af BNP i 2011 og udsigt til en endnu højere gæld i 2012, så den græske stat sig ikke i stand til at honorere sine gældsforpligtelser. Eurolandene og IMF blev på denne baggrund enige om en ny hjælpepakke til Grækenland i februar måned. Hjælpepakken indebærer et nyt lån til Grækenland på 130 mia. euro frem mod 2014. Som led i aftalen blev en betydelig del af den græske statsgæld til private kreditorer nedskrevet eller omstruktureret.

Bekymring for den europæiske banksektor

Den tiltagende bekymring for holdbarheden af de offentlige finanser førte i løbet af efteråret også til frygt for den europæiske banksektor. De stigende renter på statsobligationer gav anledning til kurstab på bankernes beholdninger af statspapirer, hvilket bidrog til, at det blev sværere for banker at skaffe likviditet på de finansielle markeder. Risiko-

præmien på det europæiske pengemarked steg således betydeligt i løbet af efteråret 2011, jf. figur I.7. Risikopræmien steg også på det amerikanske pengemarked, men dog betydeligt mindre end i euroområdet. Bekymring for de europæiske bankers likviditetssituation førte i slutningen af 2011 til, at den europæiske centralbank iværksatte flere tiltag med henblik på at forbedre bankernes likviditetsadgang, herunder etableringen af en 3-årig udlånsfacilitet samt en lempelse af kravene til sikkerhedsstillelse. Den forøgede likviditetsadgang er formentlig en af forklaringerne på, at risikopræmien på de europæiske bankmarkeder er faldet betydeligt i begyndelsen af 2012. Endvidere besluttede EU-landene i oktober 2011, at bankernes kernekapitalkrav midlertidigt skal øges til 9 pct. med virkning fra sommeren 2012. Der er dog fortsat bekymring for store dele af den europæiske banksektor navnlig den spanske. Denne bekymring har bidraget til, at ratingbureauet Standard & Poor's i april måned nedjusterede Spaniens kreditværdighed.

Figur I.7 Risikopræmie på pengemarkedet



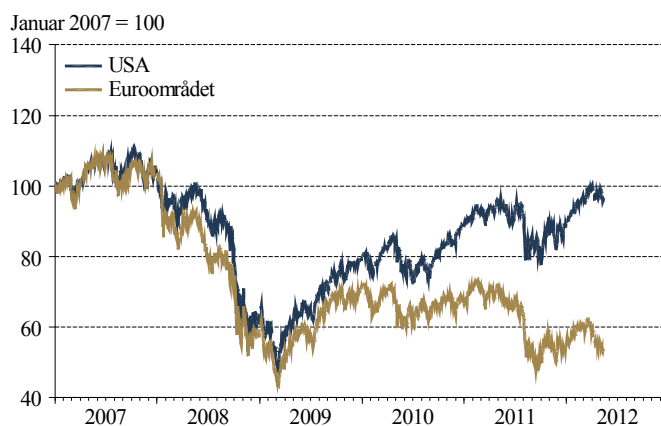
Anm.: Risikopræmien angiver forskellen mellem usikrede og sikrede tremåneders (swap) pengemarkedsrenter. Seneste observation er medio maj 2012.

Kilde: EcoWin.

Aktiekurser genoprettet i USA

Aktiekurserne faldt mærkbart over det meste af verden i efteråret 2011, hvilket formentlig skal ses som udtryk for lavere vækstforventninger, blandt andet begrundet i frygten for konsekvenserne af uholdbare offentlige finanser i såvel Europa som USA. Siden slutningen af 2011 har der dog været en kraftig genopretning af aktiekurserne i USA, og de er i løbet af foråret steget til det højeste niveau siden sommeren 2008, jf. figur I.8. Genopretningen af aktiekurserne i euroområdet siden efteråret 2011 har været mindre solid, og i april og maj faldt aktiekurserne igen. Aktiekurserne i euroområdet ligger dermed betragteligt under niveauet i første halvår af 2011. Andre centrale tillidsindikatorer for udviklingen i euroområdet, herunder forbruger- og erhvervstilliden, er også på lave niveauer.

Figur I.8 Aktiekurser



Anm.: For USA er vist Standard & Poor's index 500, og for euroområdet er vist Blue Chip index 50. Seneste observationer er medio maj 2012.

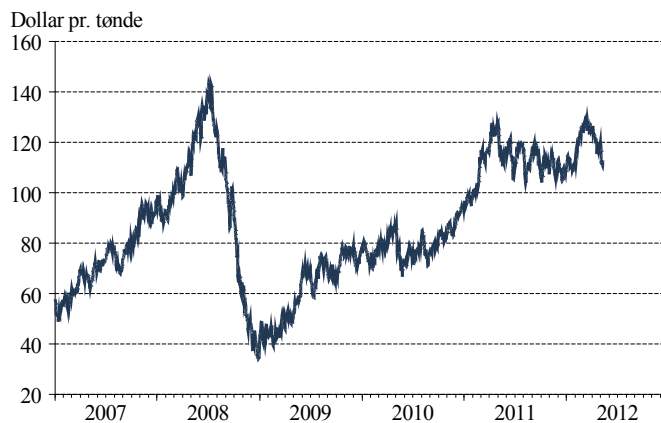
Kilde: EcoWin.

Oliepris omkring 110 dollar

Olieprisen steg kraftigt i begyndelsen af 2012 og nåede i marts op på et niveau omkring 130 dollar per tønde, jf. figur I.9. Siden er olieprisen dog faldet tilbage og er medio maj omkring 110 dollar per tønde. De kraftige prisstigninger i begyndelsen af året skyldtes formentlig primært forhold på udbudssiden, herunder spændingerne mellem flere vestlige

lande og Iran. Den kraftige olieprisstigning bevirkede blandt andet, at Saudi Arabien forøgede sin eksport af olie, hvilket er med til at forklare det efterfølgende prisfald. Derudover er de svage vækstudsigter, i særdeleshed i Europa, formentlig også en af årsagerne til olieprisfaldet. I prognosen er det forudsat, at olieprisen vil være omtrent uændret de kommende år. Såfremt politiske spændinger får oliepriserne til at stige igen, kan dette udgøre en begrænsende faktor i det globale opsving, da forbrugernes reale købekraft udhules, og virksomhedernes omkostninger stiger.

Figur I.9 Oliepris



Anm.: Seneste observation er medio maj 2012.

Kilde: EcoWin.

Faldende ledighed i USA

I USA var den økonomiske fremgang relativt svag i første halvår 2011, mens væksten tog til i andet halvår 2011 og første kvartal 2012. Væksten i 2011 blev på 1,7 pct., hvilket er i underkanten af væksten i strukturelt BNP, som den vurderes af OECD. OECD vurderer, at output gap var negativt med knap 4 pct. i 2011, og konjunktursituationen er dermed langt fra normaliseret. Fremgangen i andet halvår 2011 skyldtes blandt andet fremgang i det private forbrug. Udviklingen i flere centrale tillidsindikatorer, herunder forbrugertilliden og detailsalget, tyder endvidere på fortsat optimisme blandt de amerikanske husholdninger. Fremgangen i amerikansk økonomi er også kommet til udtryk

ved udviklingen på arbejdsmarkedet, hvor der er tegn på, at der er ved at komme gang i den private jobskabelse. Ledigheden er således faldet til godt 8 pct., hvilket er det laveste niveau siden slutningen af 2008, jf. figur I.10a. Det svage amerikanske boligmarked udgør imidlertid fortsat en bekymring i forhold til styrken af opsvinget. Boligpriserne er med enkelte undtagelser faldet siden 2007, jf. figur I.10b. Formuetabene på boligmarkedet holder væksten i det private forbrug nede og virker hæmmende for den private aktivitetsfremgang.

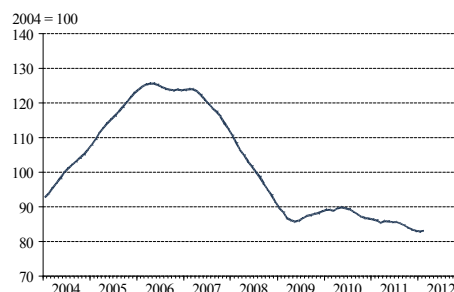
Stigende ledighed i euroområdet

Ledigheden i euroområdet var omtrent konstant igennem 2010 og det meste af 2011, men i slutningen af 2011 og begyndelsen af 2012 steg den til over 10 pct., jf. figur I.11a. Ledigheden er i særdeleshed høj i Spanien, Grækenland, Portugal og Irland, og i de tre førstnævnte lande har ledigheden endvidere været kraftigt stigende igennem det meste af 2011. Den generelt høje ledighed i kombination med rigide regler på arbejdsmarkedene har især gjort det svært for unge mennesker at komme i beskæftigelse. Ungdomsledigheden er som følge heraf meget høj i flere sydeuropæiske lande samt Irland, jf. figur I.11b. I Spanien og Grækenland er omkring en tredjedel af de 15-29-årige i arbejdsstyrken således ledige. Ungdomsledigheden faldt ellers under højkonjunktoren frem til 2007, men i flere lande har ungdomsledigheden nu nået omtrent samme niveauer som i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne.

Figur I.10a Ledighed i USA



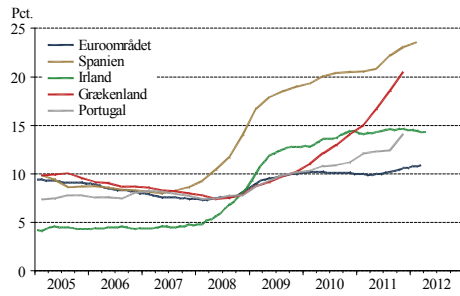
Figur I.10b Huspriser i USA



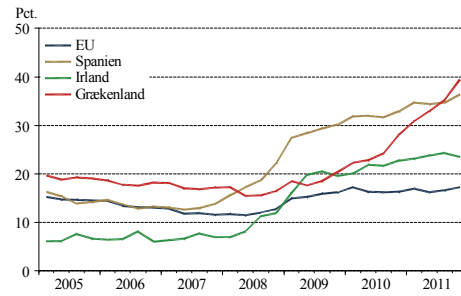
Anm.: Seneste observation er februar 2012 for huspriserne og april for ledigheden. Huspriserne angiver Standard & Poor's Case-Shiller indeks.

Kilde: EcoWin.

Figur I.11a Ledighed



Figur I.11b Ungdomsledighed



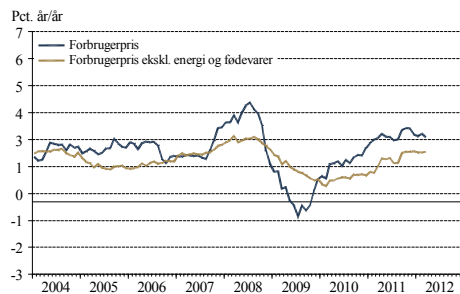
Anm.: Seneste observationer for ledigheden er marts 2012 for euroområdet, april for Irland, 4. kvartal 2011 for Grækenland og Portugal og 1. kvartal 2012 for Spanien. For ungdomsledigheden er seneste observationer 4. kvartal 2011. Ungdomsledigheden angiver ledigheden blandt 15-29-årige i forhold til den tilsvarende arbejdsstyrke.

Kilde: EcoWin og Eurostat.

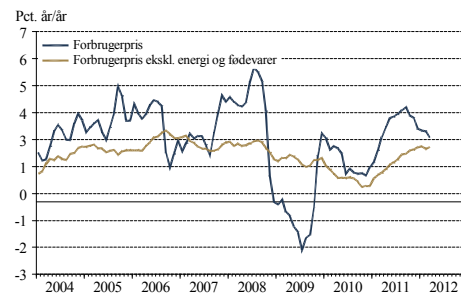
Høj, men aftagende inflation

Igennem 2011 steg inflationen markant i såvel euroområdet som USA, hvilket primært skyldtes stigende råvarepriser. I den seneste tid er inflationsraterne langsomt begyndt at falde tilbage, men inflationen ligger fortsat over de 2 pct., som er det erklærede inflationsmål, jf. figur I.12a og I.12b. Opbremsningen i inflationen er især forårsaget af, at flere råvarepriser er faldet i slutningen af 2011 og begyndelsen af 2012. Den store mængde ledige ressourcer betyder endvidere, at der forventes relativ lav inflation de kommende år.

Figur I.12a Inflation i euroområdet



Figur I.12b Inflation i USA



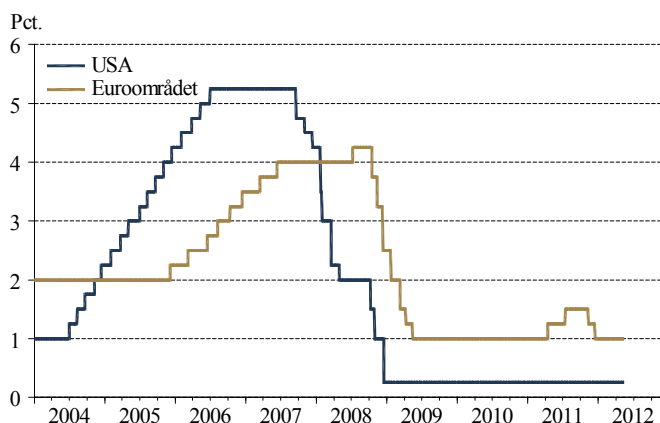
Anm.: Seneste observationer er marts 2012.

Kilde: EcoWin.

Fortsat lempelig pengepolitik i USA og euroområdet

Pengepolitikken i såvel USA som euroområdet er fortsat lempelig. Den amerikanske centralbank (FED) har fastholdt sin pengepolitiske rente på mellem 0 og ¼ pct. siden slutningen af 2008, jf. figur I.13. Formanden for FED, Ben Bernanke, har endvidere udtrykt bekymring for holdbarheden af det amerikanske opsving og argumenteret for, at ledighedsfaldet i høj grad kan være udtryk for, at ledige har forladt arbejdsstyrken. Dermed er der ikke udsigt til, at FED vil stramme pengepolitikken i den nærmeste fremtid. Den europæiske centralbank (ECB) påbegyndte en stramning af pengepolitikken i forsommeren 2011, men sænkede igen den pengepolitiske rente til 1 pct. i slutningen af 2011 som konsekvens af de forværrede konjunkturudsigter i euroområdet og forventninger om aftagende inflation. Derudover har ECB som nævnt forsøgt at forbedre de europæiske bankers likviditetssituation via ekstraordinære tildelinger af 3-årige lån til en lav rente og lempeligere krav til sikkerhedsstillelse. Med de svage konjunkturudsigter er der heller ikke udsigt til pengepolitiske stramninger i euroområdet foreløbigt. Den lempelige pengepolitik vil dermed forventeligt holde hånden under den skrøbelige økonomiske udvikling.

Figur I.13 Pengepolitiske renter



Anm.: Seneste observationer er medio maj 2012.

Kilde: EcoWin.

Svag udvikling i euroområdet

I euroområdet faldt BNP med 0,3 pct. i fjerde kvartal 2011, blandt andet som resultat af BNP-fald i Tyskland, Holland, Italien og Spanien. For hele året under ét voksede BNP kun med 1,5 pct. i 2011. I såvel Portugal som Grækenland er BNP faldet igennem hele 2011, og der er udsigt til fortsat tilbagegang i disse lande. Den økonomiske situation i euroområdet beskrives nærmere i kapitel II.

Lavere vækst i Sverige – men fortsat fremgang i Norge

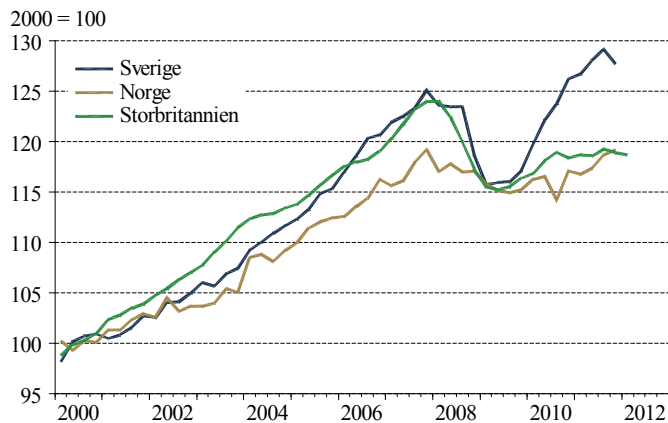
Siden bunden blev nået i 2009, har der været kraftig fremgang i den økonomiske aktivitet i Sverige, jf. figur I.14. I 2010 og 2011 voksede BNP således med henholdsvis 5,9 pct. og 4 pct., blandt andet som følge af kraftig fremgang i eksporten. BNP faldt dog i fjerde kvartal 2011 som følge af et fald i eksporten. Konsensuskønnene for væksten i Sverige i 2012 er, ligesom for størstedelen af eurolandene, blevet nedjusteret betydeligt fra ca. 3 pct. i sommeren 2011 til ½ pct. i april 2012. Den svenske centralbank har som resultat af de lavere vækstforventninger sænket den pengepolitiske rente med ½ pct.point siden december 2011. Norge er omvendt relativt afsondret fra de europæiske statsgældsproblemer, blandt andet som følge af den store forekomst af naturressourcer. Vækstskønnene for Norge tyder således på fortsat fremgang. BNP voksede med 1,7 pct. i 2011, og ledigheden er fortsat på et lavt niveau omkring 3 pct.

Stagnation i Storbritannien

Opsvinget i Storbritannien er gået i stå, og BNP er på omtrent det samme niveau som i begyndelsen af 2010. Ledigheden er steget igennem 2011 og er nu på det højeste niveau siden midten af 1990'erne. Som konsekvens af et stort offentligt budgetunderskud i omegnen af 9 pct. af BNP har Storbritannien, ligesom de fleste øvrige europæiske lande, fået en henstilling om at stramme finanspolitikken af EU-Kommissionen. Storbritannien har lagt til grund for sit konvergensprogram fra april 2012, at det offentlige budgetunderskud skal nå ned på 3 pct. af BNP i 2015, hvilket kræver betydelige diskretionære stramninger. Den høje ledighed og udsigterne til finanspolitiske stramninger har bidraget til tilbageholdenhed blandt husholdningerne. Det private forbrug faldt således med 1,2 pct. i 2011, og samtidig er forbrugertilliden på et meget lavt niveau. På trods af at inflationen i 2011 var 4,5 pct. og dermed betragteligt højere end inflationsmålsætningen på 2 pct. på mellemlang

sigt, har den engelske centralbank fastholdt sin historisk lave pengepolitiske rente på ½ pct. og annonceret yderligere kvantitative lempelser i form af opkøb af aktiver. Pengepolitikken har dermed bidraget til at holde hånden under økonomien, og dette forventes den fortsat at gøre.

Figur I.14 BNP



Anm.: Seneste observationer er 4. kvartal 2011 for Sverige og Norge og 1. kvartal 2012 for Storbritannien.

Kilde: EcoWin.

Genopbygning i Japan og lidt lavere vækst i Kina

I Japan er genopbygningen efter naturkatastrofen i foråret 2011 fortsat i gang, og der kan fortsat forventes en vækstimpuls fra denne genopbygning. BNP faldt 0,7 pct. i 2011 primært som konsekvens af den mistede produktionskapacitet som følge af katastroferne. I Kina voksede BNP med henholdsvis 10,4 og 9,2 pct. i 2010 og 2011, men der er udsigt til, at den kraftige vækst aftager en anelse de kommende år. Der har igennem længere tid været bekymring for opbyggelsen af bobler i den kinesiske ejendomssektor, og den kinesiske regering har gennemført flere tiltag med henblik på at køle boligmarkedet ned.

Vækstprognose

Nærværende prognose for udviklingen i international økonomi indebærer overordnet set moderat fremgang med en langsom normalisering af konjunktursituationen som konsekvens. Prognosens hovedtal er vist i tabel I.3. For USA

vurderes det igangværende opsving at være relativt solidt, og de positive signaler vedrørende arbejdsmarkedet og husholdningernes forbrugsløst ventes at give sig udslag i fortsat fremgang trukket af den indenlandske efterspørgsel. For euroområdet forventes en svag økonomisk udvikling i det meste af 2012 og kun en beskeden fremgang fra slutningen af året eller begyndelsen af næste år. Tiltagene fra EU, IMF og ECB samt den finanspolitiske konsolidering ventes således at bidrage til en langsom tillidsgenopretning blandt husholdninger og virksomheder i euroområdet, og der forventes på denne baggrund et behersket opsving i euroområdet trukket af en styrket privat efterspørgsel. Opsvinget vurderes dog at være skrøbeligt og afdæmpet, blandt andet fordi de finanspolitiske stramninger vil trække i retning af at begrænse den samlede vækst i efterspørgslen. Omvendt ventes pengepolitikken at holde hånden under opsvinget.

**Flere
risikoelementer**

Der er flere risikoelementer i nærværende konjunkturprognose. Prognosen hviler blandt andet på, at de finanspolitiske stramninger gradvist får genskabt tilliden til de offentlige finanser og derved får afværget frygten for alvorlige statsbankerotter. Såfremt opstramningerne ikke viser sig tilstrækkelige til at genskabe tilliden til de offentlige finanser, eksempelvis fordi aktørerne på de finansielle markeder er bekymrede for de europæiske banksektorer og de offentlige finansers afhængighed heraf, kan dette udsætte den ventede fremgang i efterspørgslen. Der er imidlertid også en reel risiko for, at de statsfinansielle problemer ikke bare vedbliver, men ligefrem eskaleres. Dette kan eksempelvis ske, hvis der viser sig at være for stor folkelig modstand mod kraftige opstramninger i de mest udsatte lande, der i forvejen har udsigt til negativ vækst. Dette illustreres aktuelt ved situationen i Grækenland, hvor det nyligt afholdte valg afslørede betydelig folkelig modstand mod fortsatte finanspolitiske stramninger. Manglende opstramninger i de udsatte lande kan føre til fornyet uro, herunder i flere af de store økonomier i euroområdet. Alene truslen om statsbankerot i økonomier som Spanien og Italien kan lægge en dæmper på udviklingen i den private efterspørgsel, også selvom der formentlig vil blive taget alle tilstedeværende midler i brug for at afværge egentlige statsbankerotter i disse lande.

**Risiko for lavere
strukturelt BNP**

Selv hvis udviklingen forløber som forventet, vil der i de fleste lande gå adskillige år, før konjunktursituationen er normaliseret, og der vil fortsat være uudnyttede ressourcer igennem en længere periode. Dette betyder, at der er en risiko for, at der vil ske permanente tab af arbejdsmarkeds-kvalifikationer som følge af langvarig ledighed eller varige fald i arbejdsstyrken som følge af, at marginalgrupper forsvinder helt ud af arbejdsmarkedene. Dette er i særdeleshed relevant for flere sydeuropæiske lande, hvor blandt andet ungdomsarbejdsløsheden er steget meget. Dermed er der en risiko for, at den nuværende krise vil føre til et permanent lavere produktionspotentiale. OECD har i deres vurderinger af de strukturelle BNP-niveauer indregnet en effekt af krisen, men der er naturligvis usikkerhed om, præcist hvor store de langsigtede effekter vil blive.

Tabel I.3 Hovedtræk af international konjunkturvurdering

	2011	2012	2013	2014	2015-20
	----- Pct. -----				
Realvækst					
USA	1,7	2,3	2,5	2,5	2,7
Euroområdet	1,7	-0,1	1,1	1,6	2,1
DKs aftagerlande ^{a)}	2,4	1,2	2,0	2,3	2,6
Inflation					
USA	3,1	2,5	2,2	2,0	2,0
Euroområdet	2,7	2,4	1,8	2,0	2,0
Lønomkostninger					
USA	2,1	2,0	2,5	3,0	3,0
Tyskland	2,8	2,2	2,2	2,5	2,0
DKs aftagerlande ^{b)}	2,1	2,0	2,3	2,7	2,8
Pengepolitiske renter					
USA	0,25	0,25	0,25	0,30	2,50
Euroområdet	1,25	1,00	1,00	1,25	3,42
Lange renter					
USA	2,80	2,20	2,70	3,10	4,00
Tyskland	2,66	1,90	2,25	2,70	4,50
	----- Dollar pr. tønde -----				
Oliepris, Brent	111	118	115	115	124
	----- Dollar pr. euro -----				
Dollar/euro-kurs	1,39	1,32	1,32	1,32	1,32

a) I bilagstabel I.1 er BNP-væksten i de enkelte lande angivet.

b) I bilagstabel I.8 er lønstigningstakten i de enkelte lande angivet.

Anm.: Inflationen angiver stigningstakten i forbrugerprisindekset. Lønudviklingen angiver stigningstakten for timelønsomkostningerne i industrien. Renterne er gennemsnitlige årlige renter. De lange renter er renten på 10-årige statsobligationer.

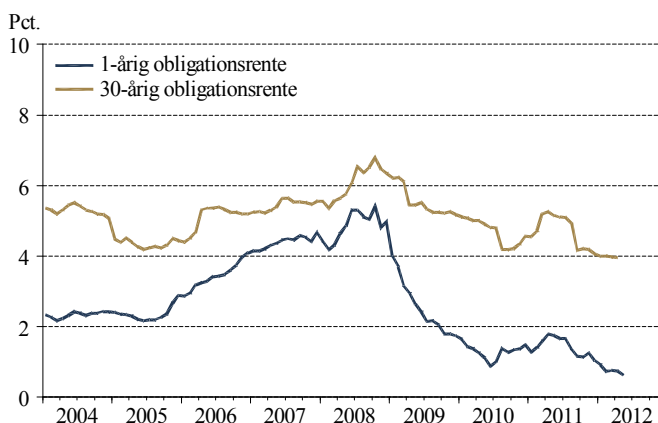
Kilde: EcoWin og egne skøn.

I.3 Finansielle forhold

Faldende renter på realkreditlån

Renterne på realkreditlån har fortsat den faldende tendens siden sommeren 2011, og niveauet for den 1-årige realkreditrente var i foråret 2012 på et historisk lavt niveau, jf. figur I.15. Udviklingen skal både ses i sammenhæng med uroen på de internationale finansielle markeder, hvor investorerne søger mod sikre formueplaceringer, og med den generelt lempelige pengepolitik, der blandt andet afspejles i lave pengepolitiske renter i ECB og Nationalbanken. Begge forhold bidrager til at øge efterspørgslen efter danske realkreditobligationer og dermed reducere renten.

Figur I.15 Realkreditrenter



Anm.: Seneste observation er april 2012.

Kilde: EcoWin og Nationalbanken.

Svagt stigende realkreditrenter forventes

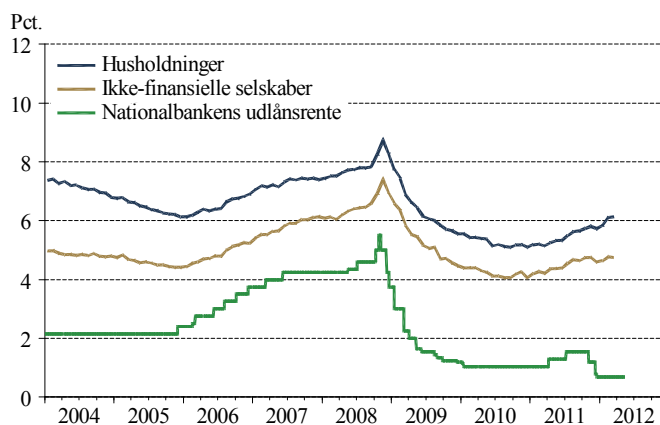
Som udgangspunkt lægges til grund, at uroen på markederne for statsobligationer i de hårdest ramte lande i euroområdet vil stilne af, hvilket vil trække i retning af svagt stigende renter i Danmark. I takt med den forventede normalisering af konjunktursituationen kan pengepolitikken forventes at blive normaliseret, hvilket ligeledes trækker i retning af svagt stigende renter på lidt længere sigt. Flere realkreditinstitutter har samtidig annonceret stigende bidragssatser på især rentetilpasningslån og lån med afdragsfrihed. De højere

bidragssatser skal blandt andet dække de omkostninger, der følger af, at der med de såkaldte SDO-lån skal stilles øget sikkerhed, når huspriserne falder. Samtidig har de største realkreditselskaber annonceret en ny udlånspolitik, der i den nuværende situation vil hæve ydelserne på lån yderligere.

Stigende udlånsrenter i pengeinstitutterne

Renterne på udlån fra pengeinstitutterne er modsat real-kreditrenterne steget siden begyndelsen af 2011, jf. figur I.16. Stigningen i udlånsrenterne er sket på trods af en fastholdt lav pengepolitisk rente og må ses som udtryk for, at pengeinstitutterne har øget indtjeningen, hvilket kan ses i lyset af stigende omkostninger i sektoren generelt.

Figur I.16 Udlånsrenter fra pengeinstitutter



Anm.: Seneste observation er marts 2012 for husholdningerne og de ikke-finansielle selskaber. Seneste observation for Nationalbankens udlånsrente er medio maj 2012.

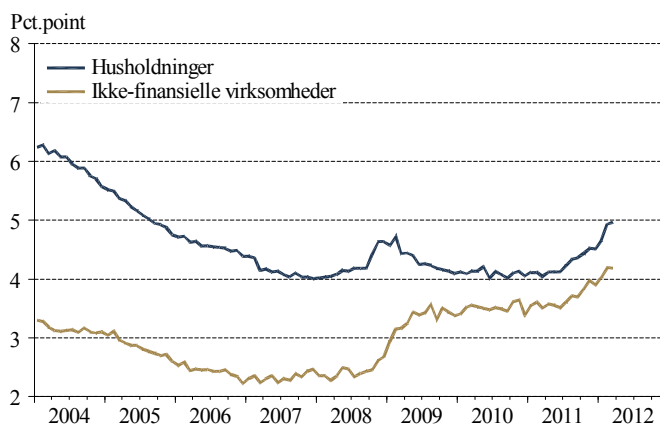
Kilde: Nationalbanken.

Rentemarginalen stiger fortsat

Den øgede indtjening i pengeinstitutterne afspejler sig blandt andet i en højere rentemarginal, jf. figur I.17. Forskellen mellem udlåns- og indlånsrente var før krisen meget lav, især for erhverv. For erhverv er rentemarginalen steget med godt 2 pct.point siden medio 2007. For husholdninger var rentemarginalen relativt stabil frem til midten af 2011, hvorefter den er steget godt 1 pct. point. Stigningen i rentemarginalen skyldes blandt andet stigende forventninger til

tab på udlån, øgede kapitalkrav som følge af skrapere regulering efter finanskrisen 2007-09 og de midlertidige krav i forbindelse med statsgældskrisen i euroområdet, jf. beskrivelsen i kapitel II. Derudover har højere indbetalinger til Indskydergarantifonden forøget omkostningerne ved bankdrift.

Figur I.17 Pengeinstitutternes rentemarginal



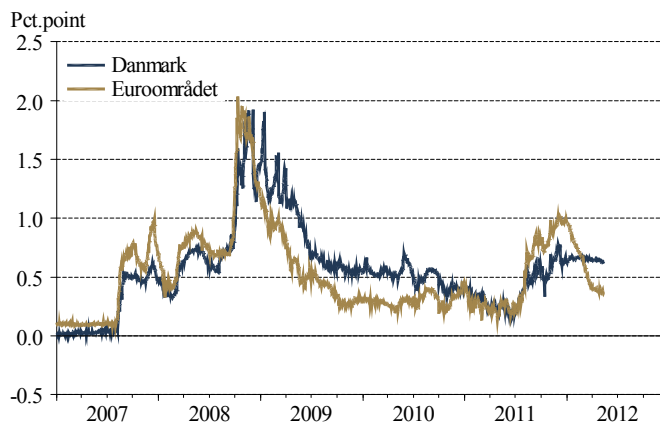
Anm.: Rentemarginalen udtrykker forskellen mellem den gennemsnitlige udlåns- og indlånsrente i pengeinstitutterne. Seneste observation er marts 2012.

Kilde: Nationalbanken.

Større usikkerhed om danske banker

I Danmark er forskellen mellem usikrede og sikrede pengemarkedslån steget med 40 basispoint siden midten af 2011, jf. figur I.18. Stigningen i rentespændet i andet halvår 2011 afspejlede en generel europæisk tendens til stigende risikopræmier, som var sammenfaldende med en eskalering af statsgældskrisen. Siden er det europæiske rentespænd faldet, hvilket sandsynligvis primært kan tilskrives ECB's lempelser af udlånsvilkår samt de 3-årige likviditetstildelinger. Det danske rentespænd er ikke faldet lige så meget, hvilket kan hænge sammen med, at der fortsat udestår tvivl om, hvor sikre lån til danske banker er, efter at simple kreditorer tabte penge i forbindelse med Amagerbankens krak.

Figur I.18 Pengemarkedsrentespænd



Anm.: Pengemarkedsrentespændet er forskellen mellem usikrede og sikrede lån på 3-måneders pengemarkedslån. Seneste observation er medio maj 2012.

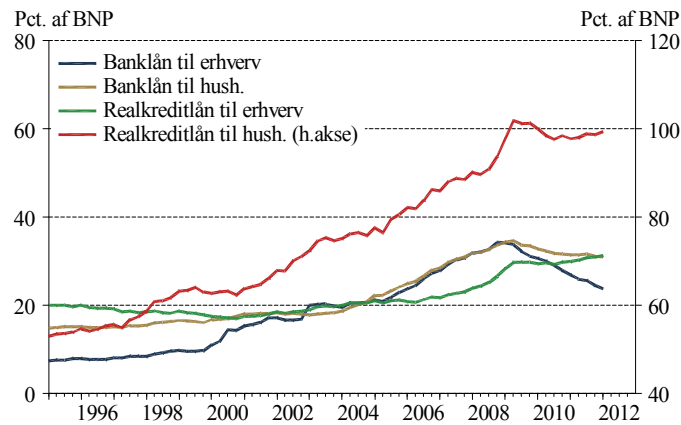
Kilde: EcoWin.

Faldende udlån i pengeinstitutter

Pengeinstitutternes udlån målt som andel af BNP er faldet mærkbart siden 2009, og faldet har været størst for udlån til ikke-finansielle selskaber. En del af faldet i udlånene kan tilskrives, at udlån i krakkede banker under Finansiell Stabilitet ikke indgår i statistikken.¹ Faldet i pengeinstitutternes udlån er samtidig delvist modvirket af et øget udlån fra realkreditinstitutterne. Det samlede udlån til husholdningerne som andel af BNP har dermed været stort set uændret siden 2010, mens de samlede udlån til erhvervene, ekskl. udlån der ligger i Finansiell Stabilitet, er faldet med godt 5 pct. af BNP. Niveaulet for udlånene ligger dog fortsat over niveaulet i 2005, jf. figur I.19.

1) Se Nationalbankens Kvartalsoversigt 2011 (3).

Figur I.19 Udlån fra pengeinstitutter og realkredit



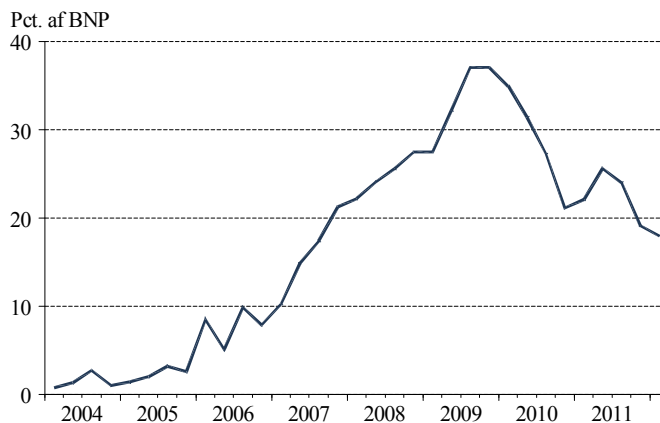
Anm.: Seneste observation for banklån til erhverv og husholdninger er 1. kvartal 2012. Seneste observation for realkreditlån til erhverv og husholdninger er marts 2012.

Kilde: Nationalbanken og Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Forsat fald i indlånsunderskuddet

Faldet i pengeinstitutternes udlån har bidraget til en reduktion af de danske pengeinstitutters indlånsunderskud, dvs. forskellen mellem udlån og indlån, jf. figur I.20. Indlånsunderskuddet udtrykker de danske pengeinstitutters behov for at finansiere deres udlån på pengemarkedet. Et stort indlånsunderskud kan potentielt gøre pengeinstitutterne sårbare over for uro på de finansielle markeder. Nationalbanken vurderer, at der til trods for nedbringelsen af indlånsunderskuddet er en række mindre og mellemstore pengeinstitutter, der kan få problemer med at refinansiere deres gæld, når de individuelle statsgarantier udløber i 2012-13.²

2) Jf. Nationalbanken, Stresstest, 2. halvår 2011.

Figur I.20 Pengeinstitutternes indlånsunderskud

Anm.: Pengeinstitutternes indlånsunderskud er forskellen mellem bankernes udlån til husholdninger og erhverv og indlån på almindelige bankkonti. Seneste observation er 4. kvartal 2011.

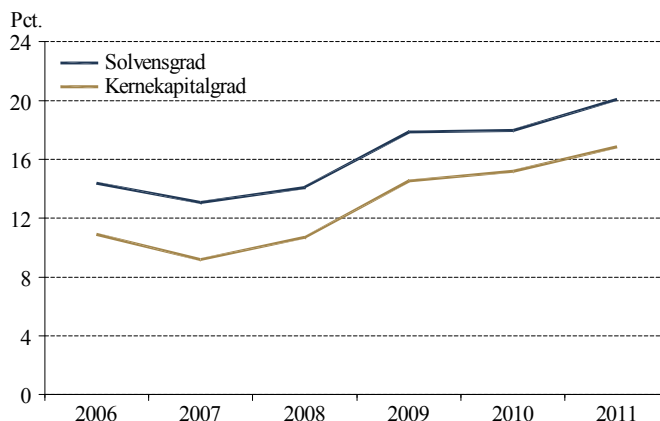
Kilde: Nationalbanken.

Øget solvens i danske pengeinstitutter

De danske pengeinstitutter har fortsat med at øge deres solvensgrad, hvilket har øget bankernes robusthed over for tab på udlån, jf. figur I.21. Således er solvensgraden for den samlede sektor steget fra godt 14 pct. ultimo 2006 til 20 pct. medio 2011. Danske pengeinstitutter er generelt i god overensstemmelse med de nye, skrappe krav i Basel III og de midlertidige krav i forbindelse med EU-møder i oktober og november 2011. I den seneste EBA-stresstest opfyldes kravet til kernekapitalgraden i 2012 for samtlige af de involverede danske banker, både de nye midlertidige, krav om 9 pct. og dermed også Basel-kravet om 6 pct.³

3) De danske banker, der er omfattet af EBA-testen, er Danske Bank, Jyske Bank, Sydbank og Nykredit. Nordea er registreret som en svensk bank.

Figur I.21 Solvensgraden i pengeinstitutter



Anm.: Solvensgraden opgøres som basiskapitalen, der består af kernekapital og supplerende kapital, som andel af de risikovægtede aktiver. Kernekapitalgraden udtrykker kernekapitalen som andel af de risikovægtede aktiver. Tallene er ultimo året, undtagen for 2011, der er medio.

Kilde: Finanstilsynet.

Udvidede lånemuligheder i Nationalbanken

Som følge af de stigende spændinger på pengemarkederne i efteråret 2011, der blandt andet gav sig udtryk i stigende spænd mellem renten på usikrede og sikrede lån, introduceredes en række lempelser af pengepolitikken både af ECB og Danmarks Nationalbank. Den danske nationalbank udvidede fra 1. oktober grundlaget for sikkerhed ved lån til pengeinstitutterne til at omfatte pengeinstitutternes egne udlån af god kvalitet. Derudover blev de sædvanlige 7-ugers udlånsoperationer udvidet til at omfatte 6-måneders pengepolitiske lån.

Nationalbankens 3-årige lånefacilitet

I forbindelse med at ECB i december annoncerede deres midlertidige 3-årige lånefacilitet, gjorde Nationalbanken det samme. Formålet var at lette adgangen til likviditet for banksektoren, blandt andet for at lette presset på bankerne i forbindelse med udløbet af de individuelle statsgarantier på lån fra Bankpakke II i 2012 og 2013. Renten på de 3-årige lån, der blev tilbudt i marts og igen tilbydes i september, er indtil videre fastlagt som den pengepolitiske rente, men kan senere pålægges et tillæg, hvis situationen på penge-

markedet vurderes at kunne bære det. I marts fik de danske banker tildelt ca. 18 mia. kr. fra faciliteten, hvilket var langt mindre end de ca. 100 mia. kr., som nogle markedsdeltagere havde forventet. Den forholdsvis lave tildeling kan være udtryk for, at likviditetsbehovet i de danske pengeinstitutter helt aktuelt er begrænset. Den lave tildeling kan således være udtryk for, at bankerne venter til september med at udnytte den nye lånemulighed.

En skat på finansielle transaktioner

Finanskrisen har forværret de offentlige finanser

Den finansielle krise, der brød ud i 2008, har ført til en markant forværring af de offentlige finanser ikke mindst i Europa. Forværringen skyldes både de afledte effekter via de dårligere konjunkturer og de mere direkte omkostninger til garantier og kapitalindskud i banker mv.

Skal den finansielle sektor betale en større del af regningen?

De store omkostninger, som krisen i den finansielle sektor har påført skatteyderne, har ført til en diskussion om, hvorvidt den finansielle sektor gennem øget beskatning i højere grad bør bidrage til konsolideringen af de offentlige finanser. Et argument for øget beskatning af den finansielle sektor er, at den finansielle sektor i udgangspunktet er fritaget for moms.⁴ Øget beskatning af den finansielle sektor kan ske på forskellig vis, men den mest diskuterede har været en finansiell transaktionsskat (FTT). Fortalere for denne skat har fremført, at den ud over at rejse et skatteprovenu kan have en række gavnlige virkninger, herunder at bidrage til at gøre den finansielle sektor mere robust og dermed reducere sandsynligheden for, at der opstår spekulative bobler på de finansielle markeder.

- 4) Finansielle transaktioner er typisk moms-fritaget, fordi meromsætningen af en finansiell transaktion er svær at bestemme. Meromsætningen af den finansielle transaktion bestående af et indskud i en bank er forskellen mellem den tilskrevne rente og den rente, banken opnår ved at placere indskuddet til en højere rente enten i obligationer eller udlån. For den enkelte transaktion er denne rentemarginal svær at bestemme.

EU-Kommissionen foreslår en skat på finansielle transaktioner	I september 2011 fremlagde EU-Kommissionen et forslag til en fælles minimumsstandard for beskatning af finansielle transaktioner i EU, jf. boks I.1. Et hovedmotiv for forslaget var et ønske om, at den finansielle sektor i højere grad skal bidrage til de offentlige finanser og finansieringen af krisehåndtering.
Forslag til en FTT dækker bredt	En finansiell transaktionsskat er en skat på transaktioner, hvor mindst den ene part er en finansiell institution. Finansielle transaktioner dækker over eksempelvis køb og salg af obligationer og aktier, men også mere specialiserede aftaler såsom lån mellem banker og handel med derivater. I Kommissionens forslag er en finansiell institution bredt defineret og omfatter blandt andet banker, investeringselskaber, realkreditinstitutter, børser og pensionselskaber.
En FTT betales ikke specielt af den finansielle sektor ...	Umiddelbart betales en skat på finansielle transaktioner af den eller de involverede finansielle institutioner. Regningen vil dog i praksis i et betydeligt omfang blive sendt videre til slutkunderne, dvs. ikke-finansielle virksomheder og husholdninger. Denne overvæltning betyder, at det er begrænset, hvor meget af skatten, der reelt betales af den finansielle sektor.
... og reducerer BNP	Overvæltningen af transaktionsskatten betyder også, at finansieringsomkostningerne for investeringer og anskaffelse af varige forbrugsgoder øges, og at afkastet af opsparingen reduceres. I sidste ende vil en transaktionsskat derfor betyde fald i investeringerne og dermed produktionen. EU-Kommissionen vurderer, at BNP på lang sigt vil falde med lidt over ½ pct. ⁵

5) I et senere teknisk papir er det anslåede BNP-tab justeret ned til godt ¼ pct. I dette papir er der dog følgende forbehold: "This technical fiche should be considered as a non-paper that commits only the commission's services involved in its preparation".

Boks I.1 Kommissionens forslag til skat på finansielle transaktioner

I EU-Kommissionens forslag til en finansiell transaktionsskat skelnes mellem handel med derivater og andre transaktioner.^{a)} Konkret indebærer forslaget, at der pålægges en skat på 0,01 pct. af værdien af den underliggende handel for en derivattransaktion og 0,1 pct. af værdien ved alle andre finansielle transaktioner.^{b)} Disse andre transaktioner består bl.a. af handel med obligationer, aktier og investeringsbeviser samt interbanklån. En række transaktioner er undtaget fra skatten. Det drejer sig eksempelvis om indskud i pengeinstitutter fra husholdninger og ikke-finansielle virksomheder, udlån til husholdninger og virksomheder, herunder boliglån, udstedelser af aktier og obligationer samt transaktioner, hvor ECB eller andre nationale centralbanker er den ene part.

Forslaget indebærer, at alle handler beskattes uanset, om handlen foretages direkte mellem to parter, eller om den foregår på børser. Kommissionen anslår, at det årlige provenu fra skatten vil udgøre ca. ½ pct. af BNP.^{c)} For Danmark svarer dette til et forventet provenu på knap 9 mia. kr.

Ved beskatning benyttes bopælsprincippet, og beskatningen omfatter i princippet alle transaktioner, hvori et finansielt institut bosiddende i EU er involveret. Finansielle transaktioner mellem en ikke-finansiell virksomhed eller husholdning i EU og en udenlandsk finansiell institution er også omfattet af transaktionsskatten.

^{a)} EU-Kommissionens forslag fremgår af: *Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax*, september 2011.

^{b)} En derivattransaktion omfatter bl.a. options-, termins- og swap-aftaler. Betragt eksempelvis en option på aktier, der for et beløb på 5.000 kr. giver ejeren af optionen ret til at købe for 100.000 kr. aktier i et selskab på et senere tidspunkt til en fastsat kurs. Skatten på denne option er 10 kr., nemlig 0,01 pct. af 100.000 kr., hvilket svarer til en effektiv skattesats på $10/5.000 = 0,2$ pct. af optionens værdi. En derivatforretning beskattes af dens såkaldte hypotetiske værdi, som i eksemplet er 100.000 kr.

^{c)} EU-Kommissionen, *Impact Assessment on a common system of financial transaction tax*, 2011.

Betydelig risiko for udflytning ved en FTT

Kommissionen anslår, at det årlige provenu fra skatten vil udgøre 57 mia. euro eller ca. ½ pct. af EU's samlede BNP. Vurderingen af provenuets størrelse er dog behæftet med stor usikkerhed. Usikkerheden skyldes, at det er vanskeligt at skønne over de afledte adfærdsændringer, herunder hvor stor en del af de finansielle transaktioner der vil blive flyttet ud af EU. Den høje mobilitet for finansielle transaktioner betyder, at der er en stor risiko for, at handlen med værdipapirer i betragteligt omfang vil flytte ud af EU. Eksempelvis kan internationale EU-banker vælge at placere værdi-

papirer i udenlandske datterselskaber, hvorfra handler imellem EU-banker eller med ikke-EU-banker kan gennemføres uden beskatning.

Ønsket om provenu er ikke en god begrundelse for en FTT ...

Et grundlæggende resultat fra teorien om optimal beskatning er, at skatter, der opkræves for at rejse et provenu til det offentlige, bør hvile på den bredest mulige base af endelig indkomst eller forbrug. Dette skyldes grundlæggende, at alle skatter, uanset hvem der formelt betaler dem, i sidste ende bæres af personer, der reelt får beskattet deres forbrug eller indkomst. Som udgangspunkt vil en skat, der, ud over påvirkningen af forbrug og indkomst, påvirker virksomhedernes produktionsbeslutninger og valg af input, være mere skadelig for økonomien end en skat, der direkte pålægges det samlede forbrug eller indkomsten.⁶ Finansielle tjenesteydelser er et væsentligt input i produktionen i mange virksomheder, og en transaktionskat vil derfor påvirke virksomhedernes beslutninger om omfang og type af finansielle transaktioner. En transaktionskat vil dermed indebære større forvriddinger i økonomien end en skat, der hviler på en bredere skattebase.

... men en FAT kan begrundes med momsfrigivelse for finansielle ydelser

En af de bredeste skattebaser, der findes, er momsgrundlaget, og i forhold til at undgå forvriddinger af økonomiske beslutninger er moms derfor en relativt god skat. Imidlertid er den finansielle sektors ydelser i vid udstrækning fritaget for moms, og der er derfor et godt argument for, at der bør være en beskatning af den finansielle sektor, der kompenserer for momsfrigivelsen, så finansiell aktivitet ikke begunstiges i forhold til anden aktivitet. En sådan skat er den såkaldte Financial Activity Tax (FAT), der er en skat på lønsum plus eventuelt overnormal profit i finansielle virksomheder. En FAT pålægges således indkomsten i den finansielle sektor, men ikke de transaktioner, som anvendes som input i produktionen i den finansielle sektor. Dermed er en FAT mindre forvridende sammenlignet med en FTT. På nuværende tidspunkt er det i EU, kun Danmark og Frankrig, som har en skat, der minder om FAT. I Danmark udgjorde

6) Jf., Diamond P. & Mirrlees J., Optimal taxation and public production I: Production efficiency, The American Economic Review 61 (1), 8-27, 1971.

provenuet fra lønsumsafgiften i den finansielle sektor i 2011 5,7 mia. kr., svarende til knap 0,4 pct. af BNP.

FTT er måske tænkt som en adfærdsregulerende skat ...

Et argument for en finansiell transaktionsskat kan også være ønsket om at regulere adfærden i den finansielle sektor i en ønsket retning. Skatter, der opkræves for at modvirke uhenigtsmæssig adfærd, er velkendt fra eksempelvis miljøbeskatning. I forbindelse med en FTT kunne det dels dreje sig om at hæmme adfærd, der bidrager til opbygning af finansielle bobler, dels om at fremme adfærd, der gør den finansielle sektor mere robust overfor brist af sådanne bobler.

... men en mere robust finansiell sektor fremmes bedre med andre midler

Analyser har peget på, at en del af forklaringen på finanskrisen skal findes i uhenigtsmæssig adfærd i den finansielle sektor før krisen, herunder en høj udlånsvækst baseret på kortfristet finansiering samt en ringe solvens.⁷ Erfaringerne fra krisen har allerede afstedkommet ændringer i reguleringen af banker mv. under eksempelvis Basel-aftalerne. Der arbejdes således både med at indføre strengere og mere konjunkturafhængige kapitalkrav og krav til mere langfristet og stabil finansiering i den finansielle sektor. Med henblik på at gøre den finansielle sektor mere robust er en sådan direkte regulering mere egnet end en FTT. Skal man pege på en skattemæssig regulering til dette formål er en (EU-) banksskat på den mindste stabile bankfinansiering bedre egnet. Sådanne skatter er indført i Sverige og England.

En FTT reducerer både omfanget af stabiliserende og destabiliserende handler

En finansiell transaktionsskat vil reducere omfanget af finansielle transaktioner. Transaktionsskatten vil især påvirke de kortsigtede transaktioner – og generelt indebære lavere handelsomfang på de finansielle markeder. I det omfang kortsigtede handler er en kilde til ustabilitet i form af større daglige udsving i renter og kurser eller risiko for bobledannelse, vil dette være et argument for at indføre en transaktionsskat. Teoretisk er det imidlertid ikke oplagt, om en reduktion af transaktionsomfanget vil føre til større eller mindre prisudsving på de finansielle markeder. Et højt transaktionsomfang og dermed en høj likviditet på markedet

7) Se eksempelvis Sørensen P. B., *Finanskrisen og den økonomiske videnskab*, Nationaløkonomisk tidsskrift 1-3, 2011.

kan på den ene side bidrage til at eliminere ubegrundede udsving i kurser og renter. På den anden siden kan der også være mekanismer, hvor et øget handelsomfang kan bidrage til øget volatilitet og risiko for opbygning af bobler, jf. boks I.2. En transaktionsskat vil grundlæggende reducere både de stabiliserende og de destabiliserende handler, og teoretisk er det ikke oplagt, hvad der betyder mest. De empiriske erfaringer er heller ikke entydige, men peger dog overvejende i retning af, at prisudsvingene øges, når transaktionsomkostningerne stiger, hvilket indførslen af en transaktionsskat ville medføre. Samlet set må det vurderes, at der er større risiko for at en FTT vil fremme bobledannelser, end der er chance for, at den vil hæmme bobledannelser.

**Valg af FTT
uafhængigt af
provenuets
anvendelse**

Et argument, der til tider fremføres for at indføre en transaktionsskat, er, at provenuet kan bruges på gavnlige projekter, der eksempelvis kan øge væksten gennem produktivitet fremmende investeringer. Dette er imidlertid ikke et godt argument. Hvis man kunne opnå et tilsvarende provenu på en mere hensigtsmæssig måde, eksempelvis gennem introduktion af en FAT, kunne provenuet anvendes på akkurat samme måde, som hvis provenuet stammer fra en transaktionsskat. Anvendelsen af provenuet kan således ikke i sig selv begrunde en beskatningstype frem for en anden.

Boks I.2 Adfærdseffekter af en finansiel transaktionsskat

En skat på finansielle transaktioner vil øge omkostningerne ved finansielle transaktioner og derigennem reducere omfanget af handler på de finansielle markeder. Det lavere transaktionsomfang vil blandt andet være et resultat af, at nogle handler vil blive flyttet ud af det område, der er dækket af skatten. Omfanget af denne udflytning vil afhænge af det konkrete design af skatten og ikke mindst størrelsen af det geografiske område, der er dækket.

Det lavere transaktionsomfang kan påvirke volatiliteten på de finansielle markeder; høj volatilitet er udtryk for hyppige og/eller store ændringer i prisen. Teoretisk kan sammenhængen mellem volatilitet og omfanget af transaktioner være både positiv og negativ.

Mange aktører og dermed mange transaktioner øger likviditeten på et marked, hvilket øger sandsynligheden for, at alle gavnlige handler gennemføres. Dette vil øge effektiviteten og den grundlæggende stabilitet på markedet. Mere grundlæggende skyldes den stabiliserende effekt, at det er profitabelt at købe, når prisen er lav i forhold til dens fundamentale værdi, og sælge når den er høj.^{a)} Dermed vil afvigelser i dagsprisen fra den fundamentale værdi blive elimineret gennem disse transaktioner, idet en for lav pris øger efterspørgslen, mens en for høj pris øger udbuddet. En transaktionsskat vil betyde, at afvigelser fra den fundamentale værdi, der er mindre end transaktionsskatten, ikke vil blive elimineret. Denne manglende lyst til at købe og sælge for at eliminere afvigelserne medfører et fald i likviditeten på markedet. Dette trækker i retning af, at et højt transaktionsomfang vil øge effektiviteten og reducere volatiliteten i markedet.

Et højt transaktionsomfang kan imidlertid også føre til øget volatilitet, hvis investorer følger en strategi, der resulterer i salg, når prisen falder, og køb, når prisen stiger. I sidste ende øger denne type adfærd risikoen for, at der opstår spekulative bobler.^{b)}

Grundlæggende hæmmer en transaktionsskat både de stabiliserende og de destabiliserende handler, og det er teoretisk vanskeligt at bestemme, hvilken effekt der er stærkest. Empirisk findes det overvejende, at den destabiliserende effekt af øgede transaktionsomkostninger dominerer. Dette betyder, at volatiliteten stiger som følge af introduktion af en transaktionsskat.^{c)}

fortsættes

Boks I.2 Adfærdseffekter af en finansiel transaktionsskat, fortsat

En række forhold i den finansielle sektor, eksempelvis krav til sikkerhedsstillelse ved lån, er en kilde til konjunkturforstærkende effekter.^{d)} I nogle teoretiske modeller spiller antallet af transaktioner en selvstændig rolle i denne sammenhæng. Sammenhængen mellem transaktionsomfanget og konjunkturerne hænger bl.a. sammen med ændringer i likviditeten og likviditetspræmien og dermed behovet for at stille sikkerhed ved lån over konjunkturcyklen. Denne sammenhæng udgør et teoretisk argument for indførelsen af en finansiel transaktionsskat.

a) Et aktivs fundamentale værdi udtrykker den hypotetiske værdi, som en person med fuld information om aktivets fremtidige afkast, ville være villig til at betale for aktivet givet de alternative placeringsmuligheder.

b) De Long J., Shleifer A., Summers L. & Waldmann R., Noise trader risk in financial markets, *Journal of Political Economy* 98(4), 703-738, 1990.

c) Uppal R., A short note on the Tobin tax: The costs and benefits of a tax on financial transactions, Working paper, EDHEC-Risk Institute, Juli 2011, giver en oversigt over en række forsøg på at skaffe empirisk belæg for mere versus mindre volatilitet.

d) Aghion P., Angeletos G-M, Banerjee A. & Manova K., Volatility and growth: credit constraints and productivity-enhancing investment, 2005, Working Paper.

FTT er ikke en god ide – FAT er

Sammenfattende er der således ikke meget, der taler for, at det er hensigtsmæssigt at indføre en skat på finansielle transaktioner. Der kan derimod være gode argumenter for på europæisk plan at indføre en fælles skat på den finansielle sektor, der kan modsvare den nuværende moms-fritagelse. En sådan skat vil kunne rejse et skatteprovenu og samtidig fjerne den nuværende forskelsbehandling. En sådan beskatning kan hensigtsmæssigt tage form af en generel skat på værditilvæksten i sektoren (lønsom og overnormal profit, en såkaldt FAT). En særskat på finansielle transaktioner bør kun indføres, hvis der kan identificeres uønskede sideeffekter knyttet til de finansielle transaktioner som sådan. Teoretisk er dette ikke klart, og empirisk er der ikke belæg herfor. Uønsket adfærd i den finansielle sektor bør sandsynligvis snarere reguleres ved regelsæt omkring solvens- og kapitalkrav, jf. blandt andet de nye Basel-regler, eller eventuelt ved en skat på den mindst stabile del af de finansielle institutioners finansiering.

I.4 Indenlandsk efterspørgsel

Svag efterspørgsel, men midlertidige forhold hjælper i 2012

Den samlede indenlandske efterspørgsel faldt en anelse i 2011 trods et mærkbart positivt bidrag fra lagerinvesteringerne. Den lave vækst skyldtes både fald i det private forbrug, de private investeringer og den offentlige efterspørgsel. Den indenlandske efterspørgsel befinder sig på et meget lavt niveau, og der er ikke udsigt til nogen hurtig normalisering. Efterspørgslen hæmmes blandt andet af en svag udvikling på boligmarkedet og en lav vækst i husholdningernes disponible indkomst. Selvom den underliggende udvikling er svag, ventes en vis fremgang i 2012 understøttet af den finanspolitiske lempelse, der øger både den offentlige efterspørgsel og det private forbrug via tilbagebetalingen af efterlønsbidrag. I 2013 forventes lavere vækst end i 2012 som følge af bortfald af disse midlertidige vækstimpulser, jf. tabel I.4.

Tabel I.4 Indenlandsk efterspørgsel opdelt på underkomponenter

	Årets priser		Mængdestigning			
	2011	2010	2011	2012	2013	2014
	Mia. kr.			Pct.		
Privat forbrug	868	1,9	-0,5	2,3	1,3	1,8
Bilkøb	40	34,3	10,8	1,3	-2,9	2,8
Andet forbrug	828	0,8	-1,0	2,4	1,5	1,8
Boliginvesteringer	83	-7,4	8,8	0,3	0,2	2,4
Erhvervsinvesteringer	187	-4,3	-3,5	6,6	7,7	2,6
Maskiner	147	1,8	0,2	7,5	5,4	4,7
Bygninger	39	-20,1	-15,7	3,0	16,9	-4,9
Privat efterspørgsel ekskl. lager	1.138	0,1	-0,4	2,9	2,3	2,0
Lagerinvesteringer	3	1,0	0,4	0,1	0,5	0,0
Offentligt forbrug og investeringer	551	0,8	-0,7	1,8	-1,3	0,9
Indenlandsk efterspørgsel	1.692	1,3	-0,1	2,6	1,7	1,6

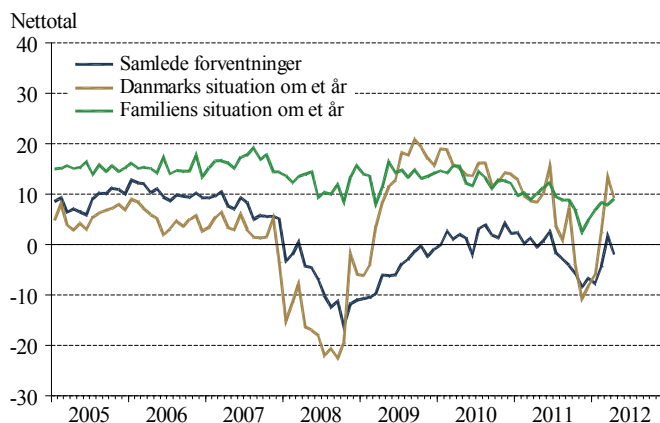
Anm.: Lagerinvesteringer er opgjort som vækstbidrag til indenlandsk efterspørgsel målt i pct.point.

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

Fald i det private forbrug i 2011

Det private forbrug faldt med 0,5 pct. i 2011. Konjunktursituationen blev kraftigt forværret hen over sommeren i takt med, at frygten, for at større lande i Europa ville blive ramt af statsgældskriser, bredte sig. I Danmark vidner dykket i forbrugertillidsindikatoren om, at forbrugernes tillid faldt drastisk i andet halvår af 2011, jf. figur I.22. Trods tillidsdykket voksede det private forbrug forholdsvis kraftigt i fjerde kvartal.

Figur I.22 Forbrugertillid



Anm.: Netttotal er et udtryk for tendensen i forbrugernes tillid. Seneste observation er april 2012. Egen sæsonkorrektur.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Fremgang i det private forbrug i 2012

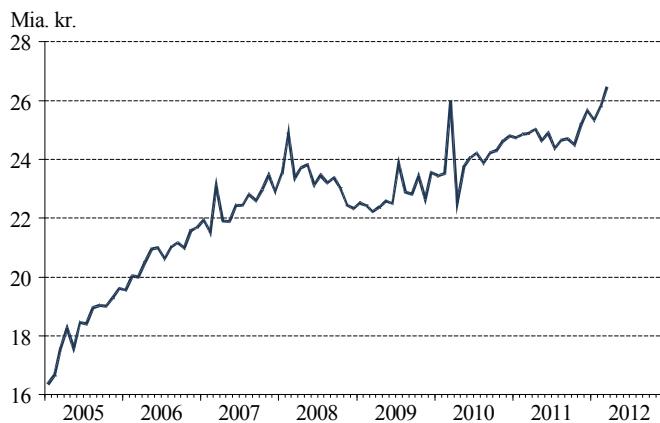
For indeværende år forventes en fremgang i det private forbrug på ca. 2¼ pct. Denne forventning bestyrkes af forbedringen i forbrugertilliden i begyndelsen af 2012 og de seneste tal for dankortomsætningen, der tyder på forbrugsfremgang i begyndelsen af i år, jf. figur I.23. Den finanspolitiske lempelse i 2012 indeholder en tilbagebetaling af efterlønsbidrag, til de som ønsker at forlade efterlønsordningen, på forventet 10 mia. kr., jf. *Dansk Økonomi, efterår 2011*. Den umiddelbare virkning på det private forbrug af udbetalingerne skønnes at udgøre ca. 6 mia. kr., hvilket med inddragelse af afledte effekter på produktion og beskæftigelse vurderes at give en samlet effekt på det priva-

te forbrug på ca. 8 mia. kr. i år. BNP-effekten vurderes at udgøre ca. 5 mia.kr.

Usikkerhed om effekt af efterløns-tilbagebetalinger

Skønnet for effekten på det private forbrug af muligheden for at få tilbagebetalt efterlønsbidrag er forbundet med usikkerhed. Usikkerheden knytter sig både til, hvor mange der vælger at forlade efterlønsordningen, og i hvilken grad de tilbagebetalte midler omsættes til forbrug frem for opsparring. Erfaringerne fra udbetalingen af SP-opsparring i 2009 peger i retning af en forholdsvis stor forbrugseffekt. Tilbagebetalingen af efterlønsbidragene adskiller sig imidlertid fra udbetalingen af SP-opsparring ved, at færre personer får udbetalt større beløb. Personer, som har indbetalt efterlønsbidrag i alle årene siden 1999, kan få udbetalt knap 70.000 kr. Nogle undersøgelser peger i retning af, at forbrugseffekten er begrænset ved relativt store udbetalte beløb.⁸ På den anden side tyder foreløbige opgørelser på, at flere end ventet vælger at udtræde af efterlønsordningen.

Figur 1.23 Dankortomsætning



Anm.: Egen sæsonkorrektur. Seneste observation er marts 2012.

Kilde: Nets Danmark og egne beregninger.

8) Kreiner mfl. (2012): Consumption Responses to Fiscal Stimulus Policy and the Household Price of Liquidity, University of Copenhagen and SFI.

**Svag udvikling i
disponibel
indkomst**

De kommende år ventes væksten i det private forbrug at blive hæmmet af en svag udvikling i husholdningernes disponible indkomst. Dette skyldes blandt andet, at der ved overenskomstforhandlingerne i begyndelsen af i år blev aftalt historisk lave lønstigninger, og at beskæftigelsesfaldet, der har stået på siden begyndelsen af 2009, ikke skønnes at være fuldt tilendebragt. Begge forhold begrænser fremgangen i lønindtægten. I tillæg forventes de disponible indkomster at blive udhulet af en forholdsvis høj inflation, der blandt andet skyldes stigende afgifter, jf. tabel I.5.

**Forbrugskvoten
ventes gradvist
normaliseret**

I 2011 nåede forbrugskvoten et historisk lavt niveau, hvilket blandt andet kan skyldes husholdningernes ønske om at konsolidere sig efter formuetabene i kølvandet på finanskrisen. Den lave forbrugskvote betyder, at det private forbrug kan vokse meget hurtigt i en periode, hvis husholdningernes forbrugstilbøjelighed normaliseres. Hvis forbrugskvoten i 2011 havde været på det historiske gennemsnit siden 1980, ville det private forbrug have været godt 6 pct. højere end det faktiske niveau. Dette vækstpotentiale forventes dog kun at blive frigivet gradvist de kommende år, jf. figur I.24.

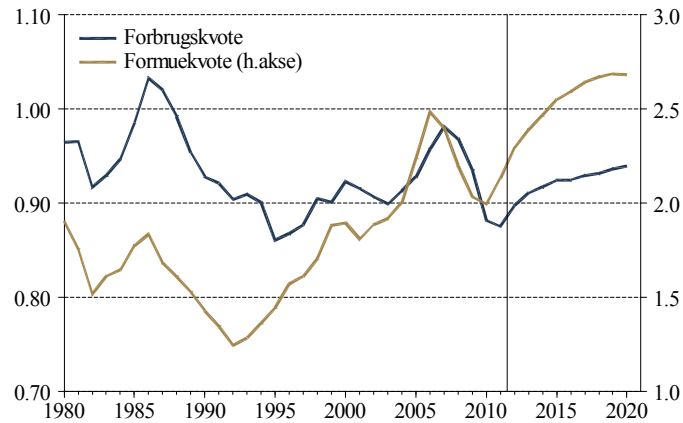
**Udsigt til fortsatte
boligprisfald**

Boligmarkedet er fortsat påvirket af krisen. Kontantprisen på enfamiliehuse faldt gennem det meste af 2011, og den reale huspris ligger ca. 25 pct. lavere, end da huspriserne toppede i 2007. På trods af prisfaldet og et stort boligudbud er antallet af bolighandler meget lavt. I år forventes kontantprisen på enfamiliehuse at falde med ca. 5 pct. og næste år med yderligere ca. 1¼ pct. Frem mod 2020 forventes den reale huspris at følge den historiske tendens i perioden 1955-2005, jf. figur I.25.

**Usikkerhed om den
fremtidige
udvikling på
boligmarkedet**

Der knytter sig nogen usikkerhed til skønnet for boligpriserne. Aktuelt understøttes boligmarkedet af meget lave renter, men før eller siden vil renterne stige til et mere normalt niveau, hvilket vil dæmpe boligprisudviklingen. Hertil kommer, at skatteværdien af rentefradragsretten fra og med i år løbende aftrappes. Det kan derfor ikke udelukkes, at udviklingen på boligmarkedet bliver svagere end skønnet i prognosen, og at boligpriserne de kommende år vil befinde sig under den tendensmæssige udvikling.

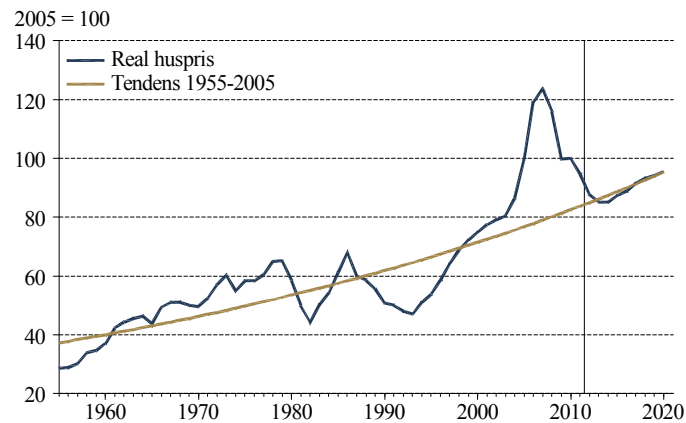
Figur I.24 Forbrugs- og formuekvote



Anm.: Forbrugskvoten er det private forbrugs andel af disponibel indkomst, og formuekvoten er den private formues andel af disponibel indkomst. Den private formue udgøres af husholdningernes finansielle formue, værdien af bolig og biler samt pensionsformue efter skat. Den disponible indkomst er SMEC's langsigtede disponible indkomst.

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

Figur I.25 Real huspris



Anm.: Den reale huspris er kontantprisen på enfamiliehuse deflateret med deflatoren for det private forbrug. Den eksponentielle vækstrate for den historiske tendens i de reale boligpriser er ca. 1,5 pct. p.a.

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

Tabel I.5 Disponibel indkomst, huspriser og forbrugerpriser

	2010	2011	2012	2013	2014
	----- Pct. -----				
Disponibel indkomst	3,7	4,6	4,0	0,8	1,8
Forbrugerpriser	2,5	2,5	2,5	1,9	1,8
Kontantpris på enfamiliehuse	2,7	-2,9	-4,9	-1,2	1,7

Anm.: Den angivne disponible indkomst er SMEC's kortsigtsindkomst. Ændringen i forbrugerpriserne er vækstraten i deflatoren for det private forbrug.

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

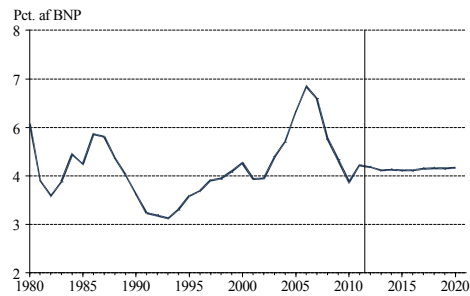
Høj vækst i boliginvesteringerne i 2011

Boliginvesteringerne voksede med knap 9 pct. i 2011, hvilket er forholdsvis meget set i lyset af det bratte boligprisfald og det generelt lave aktivitetsniveau. Fremgangen var i høj grad forårsaget af en vækst i offentligt støttet boligbyggeri. Hertil kommer, at BoligJobplanen, der trådte i kraft 1. juni 2011, må formodes at have stimuleret det private boligbyggeri. Som andel af BNP ligger boliginvesteringerne en anelse under det historiske gennemsnit siden 1980, jf. figur 1.26a.

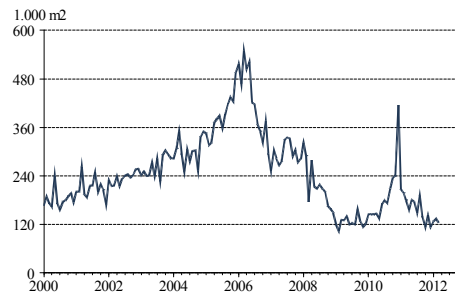
Omtrent uændrede boliginvesteringer i 2012 og 2013

Også i 2012 understøttes de private boliginvesteringer af BoligJobplanen, men faldet i boligpriserne skønnes at hæmme nybyggeriet i betydelig grad de kommende år. Denne vurdering støttes af et meget lavt antal byggetilladelser givet gennem 2011, jf. figur I.26b. Blandt andet som følge af regeringens kickstart og forårets aftale om at hæve Landsbyggefondens investeringsramme for renovering af almene boliger i 2012 ventes en vis fremgang i det offentligt støttede byggeri i år og næste år. Samlet skønnes boliginvesteringerne at være stort set uændrede i 2012 og 2013. De kommende år forventes boliginvesteringerne som andel af BNP at ligge omtrent på det gennemsnitlige historiske niveau siden 1980.

Figur I.26a Boliginvesteringer



Figur I.26b Byggetilladelser



Anm.: Egen sæsonkorrektion. Seneste observation for byggetilladelser er marts 2012.

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

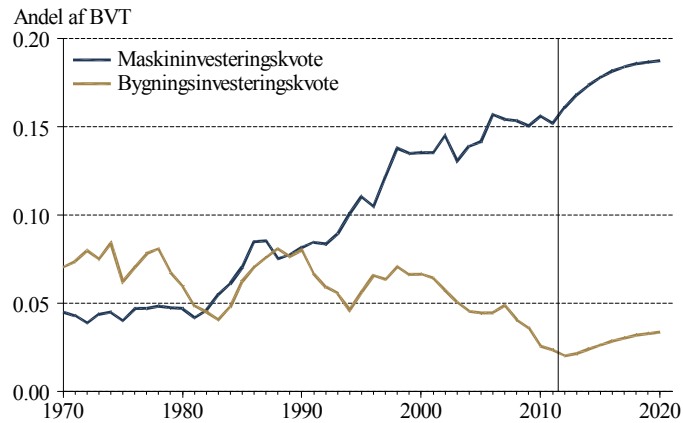
Vækst på 4½ pct. i erhvervsinvesteringerne

Ligesom boliginvesteringerne faldt erhvervsinvesteringerne meget kraftigt efter det økonomiske tilbageslag i 2008-09 og ligger fortsat på et lavt niveau. I år og næste år påvirkes erhvervsinvesteringerne positivt af energiaftalen, som blev indgået i foråret 2012. Aftalen skønnes af Finansministeriet at medføre investeringer på sammenlagt ca. 6½ mia. kr. i 2012 og 2013 hovedsageligt i privat regi i forsyningssektoren. Udgifterne til disse investeringer finansieres via energiregningen (PSO-ordninger), en forsyningsikkerhedsafgift på rumopvarmning og øgede afgifter på energiforsyning. Blandt andet som følge af denne aftale skønnes erhvervsinvesteringerne at stige med ca. 6½ pct. i år og lidt mere næste år. På længere sigt skønnes den stigende tendens i maskininvesteringssknoten at fortsætte, mens bygningsinvesteringssknoten ventes at flade ud, jf. figur 1.27.

Vækstbidrag fra lagerinvesteringer

Lagerinvesteringerne bidrog forholdsvis kraftigt til væksten i den indenlandske efterspørgsel i 2011. Efter et markant fald i 2009, hvor lagerinvesteringerne var stærkt negative, blev lagerinvesteringerne igen positive i løbet af 2011. Der har dog kun været tale om en delvis genopretning af niveauet, hvorfor det skønnes, at lagerinvesteringerne i de kommende år vil stige yderligere, hvilket vil give et positivt bidrag til væksten, jf. figur I.28.

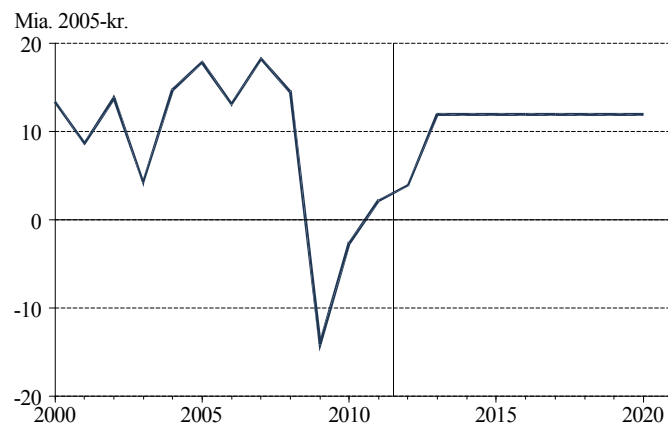
Figur I.27 Maskin- og bygningsinvesteringskvote



Anm.: Maskininvesteringskvoten er defineret som maskininvesteringerne i forhold til bruttoværditilvæksten i private byerhverv. Bygningsinvesteringskvoten er defineret på samme vis. Bygningsinvesteringerne indeholder ikke boliginvesteringerne.

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

Figur I.28 Lagerinvesteringer



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

I.5 Udenrigshandel og betalingsbalance

Rekordoverskud på betalingsbalancen i 2011

Med et overskud på 116 mia. kr. blev 2011 endnu et rekordår med hensyn til udviklingen på betalingsbalancen. Til grund for dette ligger mindre stigninger i overskuddet på både vare- og tjenestebalancen samt historisk høje renteindtægter på Danmarks formue i udlandet. Samlet set voksede eksporten og importen henholdsvis 6,8 pct. og 5,2 pct. i 2011, jf. tabel I.6. Den relativt høje vækst i eksporten afspejler en stigende verdenshandel og en forholdsvis kraftig vækst på de danske eksportmarkeder. I de kommende år er der udsigt til væsentligt lavere vækstrater både i importen og især i eksporten.

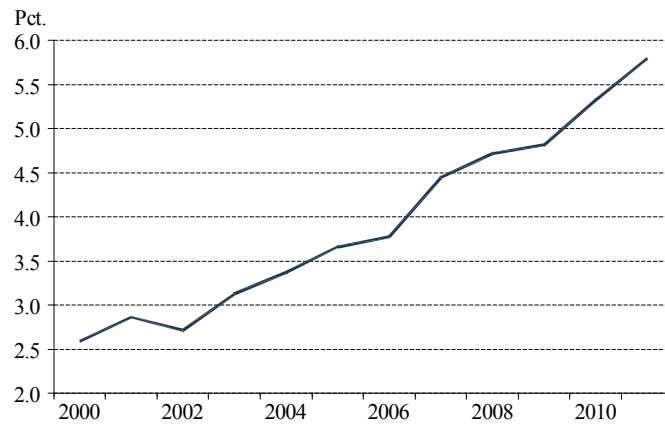
Forventning om opbremsning i vareeksporten i de kommende år

Vareeksporten steg med 5,9 pct. i 2011, hvilket blandt andet skyldtes en stærk økonomisk fremgang i flere af Danmarks vigtige samhandelspartnere, herunder Sverige og Tyskland. Efter en stigning i første kvartal har vareeksporten dog været stagnerende eller faldende igennem resten af 2011. Niveauet for vareeksporten ligger dermed forholdsvis lavt ved indgangen til 2012, hvilket alt andet lige vil trække i retning af en lavere vækstrate i 2012. Kombineret med generelt lave vækstforventninger for de danske eksportmarkeder ventes en svag udvikling i vareeksporten i 2012 og 2013. Vareimporten ventes omvendt at stige jævnt de kommende år, så den samlede effekt på overskuddet på varebalancen bliver negativ. Fra 2013 og 2014 er prognosen blandt andet baseret på en forventning om en generel tilidsgenopretning i Europa, som vil styrke den private efterspørgsel i både ind- og udland. Dette vil have positive afsmittende effekter på vareimporten og -eksporten.

BRIK-landene har øget betydning for vareeksporten

I modsætning til Danmarks mere traditionelle samhandelspartnere har der været en særdeles kraftig aktivitetsfremgang i BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien og Kina), som ventes at fortsætte i de kommende år. Vareeksporten til disse lande er siden 2000 vokset kraftigt og udgjorde i 2011 næsten 6 pct. af den samlede danske vareeksport, jf. figur I.29. Udviklingen understreger den øgede betydning af nye eksportmarkeder for dansk udenrigshandel. I de kommende år forventes fremgangen i disse lande at modvirke en del af den negative påvirkning fra det gældskriseramte Europa.

Figur I.29 Andel af samlet dansk vareeksport til Brasilien, Rusland, Indien og Kina



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Nordsøproduktion reduceres $\frac{1}{3}$ fra 2010 til 2020

Energiekspporten følger i store træk produktionen af olie og naturgas i Nordsøen. Til grund for fremskrivningen er lagt Energistyrelsens fremskrivning fra foråret 2011 inkl. teknologi- og efterforskningsressourcer. Fra 2010 til 2020 ventes produktionen at falde med knap $\frac{1}{3}$. Ifølge Energistyrelsens prognose ventes en stigning i produktionen i 2017 efter nogle års faldende produktion, men i nærværende prognose er det valgt at udglatte profilen for produktionen, så den samlede produktion i årene 2011-20 samt niveauet i 2020 svarer til Energistyrelsens prognose. Dette indebærer en forventning om et fald i energieksporten på 10-15 pct. i 2012-13, hvorefter eksporten er konstant frem til 2020.

Tabel I.6 Eksport og import

	Årets priser 2011	Mængdestigning				Prisstigning			
		2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
	Mia. kr.	----- Pct. -----		-----		----- Pct. -----		-----	
Vareeksport	599	5,9	-1,7	1,3	2,8	5,1	2,3	0,9	1,2
heraf industri	533	8,0	0,0	2,8	3,0	2,8	1,0	1,1	1,4
Tjenesteeksport	358	8,1	6,6	5,1	2,4	-4,0	1,5	1,1	2,0
Eksport i alt	957	6,8	1,4	2,8	2,6	1,5	2,0	1,0	1,5
Vareimport	562	5,2	4,0	3,8	2,2	6,4	3,6	0,9	0,7
heraf industri	462	4,7	5,2	4,0	1,8	1,9	1,0	1,0	1,0
Tjenesteimport	300	5,2	4,1	4,2	4,4	-1,0	2,2	1,1	2,2
Import i alt	863	5,2	4,0	3,9	2,9	3,7	3,1	1,0	1,2

Anm.: Industrieksport er varehandel ekskl. energi. Tilsvarende for industriimport.

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

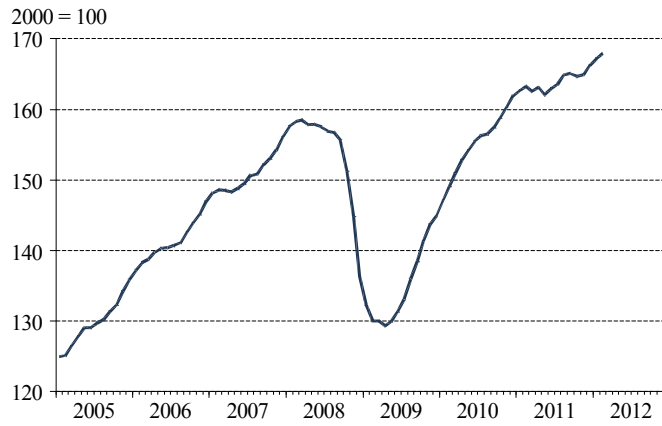
Høj vækst i tjenesteeksporten i 2011

Tjenesteeksporten steg med 8,1 pct. i 2011, og den forventes at stige jævnt i de kommende år. Eksport af søtransport udgør en stor del af tjenesteeksporten, og udviklingen i denne er stærkt påvirket af udviklingen i verdenshandlen. Siden det voldsomme fald i verdenshandlen som konsekvens af det globale tilbageslag har der fra 2009 været en kraftig genopretning, jf. figur I.30.

Faldende effektiv kronekurs

Den effektive kronekurs er faldet siden 2010, hvilket har styrket den danske konkurrenceevne, jf. figur I.31. Dette fald er især drevet af en styrkelse af den amerikanske dollar og den svenske krone over for euroen (og dermed den danske krone). Som en teknisk antagelse er det lagt til grund for prognosen, at den effektive kronekurs fremover vil være uændret.

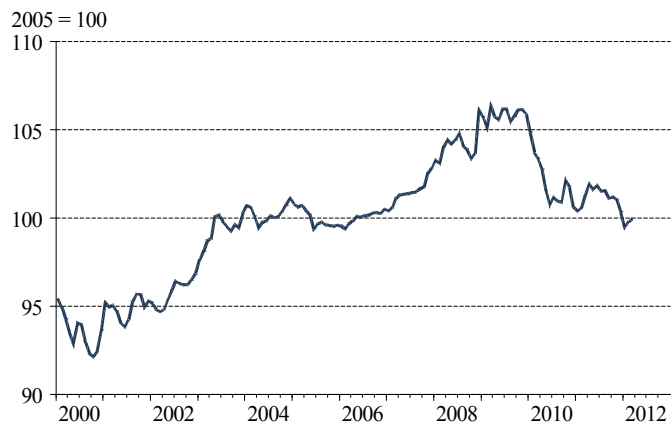
Figur I.30 Verdenshandel



Anm.: Seneste observation er februar 2012.

Kilde: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).

Figur I.31 Effektiv kronkurs



Anm.: Seneste observation er marts 2012.

Kilde: EcoWin.

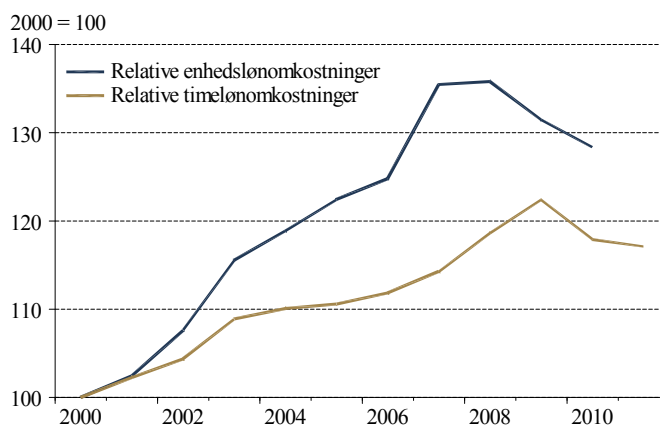
Udsigt til forbedringer i lønkonkurrenceevnen

Niveauet for lønomkostningerne har stor betydning for handlen med industrivarer og tjenester. De danske time-lønninger er over en lang periode vokset hurtigere end i udlandet, hvilket har hæmmet den danske lønkonkurrenceevne. Denne tendens til forværring af konkurrenceevnen ophørte dog i 2010 og 2011, hvor de danske lønninger udviklede sig stort set parallelt med udlandets. Faldet i den effektive kronekurs betød endvidere, at lønkonkurrenceevnen blev forbedret med næsten 4,5 pct. over disse to år. Fra 2012 ventes det, at de danske lønninger vil stige lidt langsommere end i udlandet, og der er dermed udsigt til en yderligere, men begrænset forbedring af konkurrenceevnen i de kommende år, jf. tabel I.7.

Produktivitetsudviklingen spiller en rolle

Udviklingen i den samlede konkurrenceevne er ikke kun et resultat af ændringer i valutakurs og forskel mellem lønstigningstakten i Danmark og udlandet. Hvis produktiviteten i Danmark stiger langsommere end i udlandet, og dette ikke modsvares af lavere lønstigninger, forværres konkurrenceevnen alt andet lige. I perioden 2000 til 2007 var den danske produktivetsudvikling i industrien netop markant svagere end i udlandet, og de relative enhedslønomkostninger steg derfor væsentlig mere end de relative timelønomkostninger, jf. figur I.32. Den relative produktivetsudvikling var omvendt gunstig i 2008 og 2009, og produktivetsudviklingen modvirkede dermed de direkte effekter af højere lønstigninger. I 2010 udviklede produktiviteten sig igen langsommere end i udlandet, men her bidrog den effektive kronekurs som tidligere nævnt til en forbedring af konkurrenceevnen.

Figur I.32 Relative løn- og enhedslønomkostninger



Anm.: Den brune kurve viser danske lønninger i industrien relativt til udlandets industrilønninger. Udlandet er beregnet med udgangspunkt i Nationalbankens dobbeltvejede eksportvægte. Den blå kurve viser de danske enhedslønomkostninger i industrien relativt til udlandet (eksklusiv Frankrig og Japan) baseret på data fra OECD. Enhedslønomkostninger er defineret som de gennemsnitlige lønomkostninger pr. produceret enhed.

Kilde: Danmarks Statistik, Bureau of Labor Statistics, OECD, *Economic Outlook* og egne beregninger.

Tabel I.7 Lønkonkurrenceevne

	2010	2011	2012	2013	2014
	----- Pct. -----				
Stigning i timelønomkostninger, indland	2,6	2,3	1,8	1,8	2,3
Stigning i timelønomkostninger, udland	2,6	2,1	2,0	2,3	2,7
Ændring i relativ løn	0,1	-0,2	0,3	0,6	0,4
Ændring i effektiv kronekurs	-3,6	-0,8	-1,5	0,0	0,0
Ændring i lønkonkurrenceevne	3,7	0,7	1,7	0,5	0,4

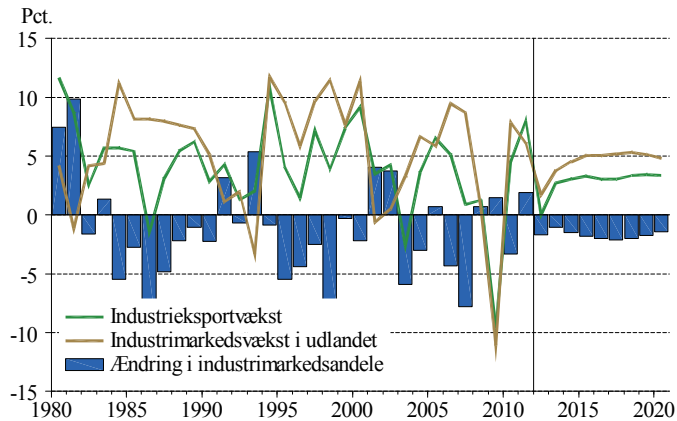
Anm.: Lønomkostninger indeholder udgifter for arbejdsgiveren pr. arbejdstime i form af løn og ATP-indbetaling. Lønudviklingen angiver stigningstakten for timelønomkostningerne i industrien. Se anmærkningen i bilagstabel I.8 for sammenvejningen af udenlandsk lønstigningstakt. Ændringen i den relative løn er lønstigningen i udlandet fratrukket lønstigningen i Danmark. Ændringen i lønkonkurrenceevnen er ændringen i den relative løn fratrukket ændringen i den effektive kronekurs. Et positivt tal indebærer en forbedring af konkurrenceevnen.

Kilde: Eurostat, EcoWin, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne skøn.

Forventning om fortsat tab af markedsandele

De danske markedsandele voksede i 2011, men de forventes at falde i de kommende år, jf. figur I.33. Baggrunden herfor er, at Danmark stadigvæk befinder sig i en historisk svækket konkurrenceposition over for udlandet. På trods af de nylige og forventede fremtidige relative fald er de danske time-lønninger og enhedslønninger fortsat meget høje i forhold til udlandet.

Figur I.33 Industrieksport, markedsvækst og -andele



Anm.: Markedsandelene er konstrueret ved at sætte den danske industrieksport i forhold til et vejet gennemsnit af aftagerlandenes industriimport. Både eksport og import er mængder. Aftagerlandenes import er sammenvæjet med udgangspunkt i de givne eksportvægte, jf. bilagstabel I.1.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, OECD, *Economic Outlook* og egne beregninger.

Udsigt til negativt vækstbidrag fra udenrigshandelen

Efter et positivt vækstbidrag på 1,1 pct.point i 2011 ventes vækstbidraget fra den samlede udenrigshandel igen at blive negativt i 2012 og frem. På kort sigt skal forklaringen findes i en relativt hurtig genopretning af importkvoten i forhold til eksportkvoten grundet de (i forhold til udlandet) mindre negative vækstudsigter for Danmark. På længere sigt vil stigningen i den danske arbejdsstyrke og dermed den samlede efterspørgsel samt den generelt svage konkurrenceevne også medvirke til det faldende vækstbidrag.

Forventning om faldende, men fortsat stort overskud på betalingsbalancen

Efter fire år med stigende overskud på betalingsbalancen forventes overskuddet at falde i de kommende år til et mere normalt niveau, jf. tabel I.8. Den indenlandske efterspørgsel i Danmark ventes som tidligere nævnt at stige i forhold til efterspørgslen på de danske eksportmarkeder, hvilket vil reducere overskuddet på varebalancen. Denne reduktion skønnes at være kraftigere end det stigende overskud på tjenestebalancen, hvorved overskuddet på den samlede varetjenestebalance vil falde. Nettorenteindtægterne forventes også at falde, da de stadigvæk befinder sig på et højt niveau i forhold til beholdningen af danske tilgodehavender i udlandet. Det faldende betalingsbalanceoverskud skal også ses på baggrund af en faldende opsparingskvote og stigende investeringer, jf. figur I.34. Investeringsniveauet og forbrugskvoten er meget lave, og de forventes frem mod 2020 at vende tilbage til et mere normalt niveau. En stigende forbrugskvote vil trække opsparingskvoten ned.

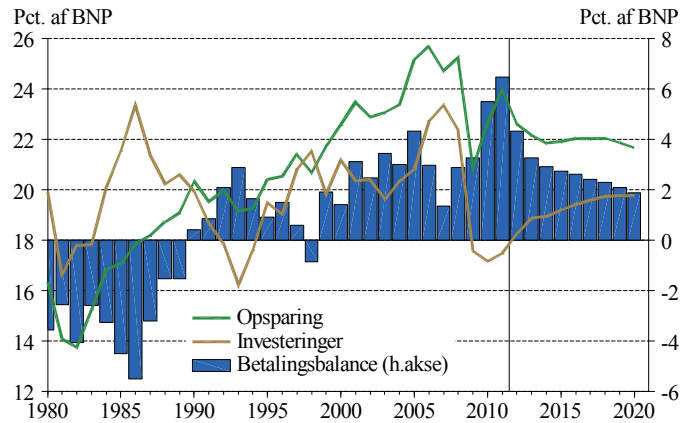
Tabel I.8 Betalingsbalancens løbende poster og udlandsgæld

	2010	2011	2012	2013	2014
	----- Mia. kr. -----				
Varebalance	36	37	-4	-18	-12
Tjenestebalance	57	58	68	75	71
Formueindkomst, netto	46	63	58	51	45
Øvrige poster	-42	-42	-43	-45	-47
Løbende poster i alt	97	116	80	62	57
Udlandsgæld, ultimo	-181	-441	-521	-583	-640
	----- Pct. af BNP -----				
Løbende poster i alt	5,5	6,5	4,3	3,3	2,9
Udlandsgæld, ultimo	-10,3	-24,7	-28,3	-30,8	-32,7

Anm.: Det er antaget, at ændringen i udlandsgælden i fremskrivningsperioden er lig med saldoen på betalingsbalancen.

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

Figur I.34 Betalingsbalance



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

I.6 Produktion, beskæftigelse og ledighed

Vækst på ca. 1¼ pct. i 2012

I 2011 voksede BNP med 1 pct. Væksten gennem året var meget svag med et direkte fald i andet halvår. Den svage udvikling, som har stået på siden det kraftige økonomiske tilbageslag i 2008-09, betyder, at aktiviteten fortsat er betydeligt under normalt niveau. På trods af en betragtelig mængde ledige ressourcer i økonomien forventes BNP-væksten i år og næste år kun at blive omkring 1¼ pct., hvilket kun er lidt mere end den underliggende strukturelle vækst i økonomien, jf. tabel I.9. Baggrunden for denne vurdering er en forventning om en forholdsvis svag udvikling i både indenlandsk og udenlandsk efterspørgsel de kommende år. Den forventede udvikling i arbejdsstyrken frem mod 2020 er beskrevet i afsnit I.9.

Tabel I.9 Produktion og beskæftigelse

	2011	2010	2011	2012	2013	2014
	Mia. kr.	-----	Mængdeændring i pct.	-----		
Bruttonationalprodukt	1.786	1,3	1,0	1,3	1,2	1,5
BVT i private byerhverv	919	1,2	2,4	2,6	2,5	2,3
Produktivitet i priv. byerhverv ^{a)}	324	5,1	2,2	3,1	2,6	1,5
		-----	Pct. af strukturelt BNP	-----		
Output gap		-3,5	-3,2	-2,9	-2,6	-2,3
	1.000 pers.	-----	Ændring i 1.000 pers.	-----		
Strukturel beskæftigelse	2.817	6	8	9	4	9
Beskæftigede	2.741	-63	-10	-5	1	18
Private byerhverv	1.825	-70	1	-9	-1	16
Registrerede ledige	109	16	-5	5	6	-1
Bruttoledige ^{b)}	162	34	-2	5	6	-3
Arbejdsstyrke ^{c)}	2.850	-48	-15	0	7	17

a) Produktiviteten i private byerhverv er målt ved bruttoværditilvæksten pr. arbejdstime.

b) Bruttoledigheden er summen af registrerede ledige og arbejdsmarkedsparete ledige i kortvarig aktivering.

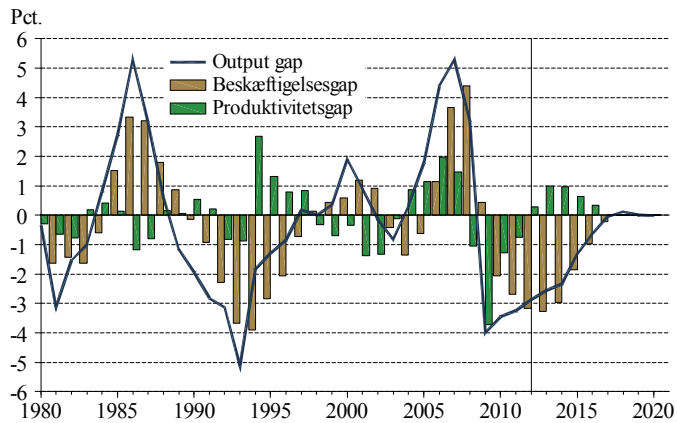
c) Arbejdsstyrken er summen af de beskæftigede og de registrerede ledige. Fremskrivningen medtager effekterne af tilbagetrækningsreformen, som har virkning fra og med 2014.

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

Langsom lukning af output gap

Aktivitetsniveauet er fortsat hæmmet af tilbageslaget i 2008-09, og produktionen er markant lavere end det strukturelle niveau, jf. figur I.35. I 2011 vurderes output gap at være negativt med godt 3 pct. For de næstkommende år forventes væksten i BNP at blive lidt højere end væksten i det underliggende strukturelle niveau, der blandt andet er påvirket negativt af et forventet fald i den gennemsnitlige arbejdstid. Først fra 2014 forventes efterspørgslen at stige tilstrækkeligt til, at konjunkturerne normaliseres. Lukningen af output gap forudsættes dog først tilendebragt hen imod 2020.

Figur I.35 Output gap



Anm.: Produktivitetsgap er forskellen mellem faktisk og strukturel timeproduktivitet i de private byerhverv. Output gap, som dækker hele økonomien, er tilnærmelsesvis lig med summen af produktivitetsgap i de private byerhverv og beskæftigelsesgap, der dækker hele økonomien. Den strukturelle produktivitet i de private byerhverv forudsættes at vokse med ca. 1½ pct. p.a.

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

Beskæftigelsesgap lukkes først fra 2014

De kommende år ventes produktivitetsgap at blive positivt i en årrække, mens beskæftigelsesgap er omtrent uændret i 2012 og 2013. Først fra 2014 skønnes beskæftigelsesgap at lukkes gradvist. Denne vurdering begrundes med, at arbejdsgiverne typisk justerer beskæftigelsen med forsinkelse på ændringer i efterspørgselsforholdene. Indledningsvis imødekommes eksempelvis en stigende efterspørgsel med en justering af intensiteten, hvormed de beskæftigede produktionsfaktorer udnyttes. Dette giver sig udslag i høj produktivitet. Først efter en periode med usædvanlig intensiv udnyttelse af produktionsfaktorerne øges beskæftigelsen for fortsat at efterkomme efterspørgslen.

Beskedent beskæftigelsesfald i år

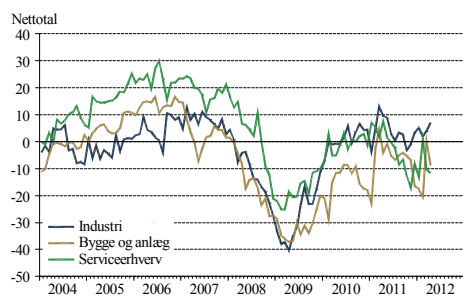
Det ventede beskæftigelsesfald i år er beskedent, og næste år skønnes beskæftigelsen at være stort set uændret. Denne vurdering bestyrkes af beskæftigelsesindikatorerne. Antallet af fyringsvarsler er faldet i begyndelsen af året, og antallet af opslåede stillinger på jobnet er stigende. Begge forhold peger i retning af, at beskæftigelsesfaldet, som har stået på siden 2009, aftager i år. Af Danmarks Statistiks konjunktur-

barometre fremgår det, at tendensen i erhvervenes beskæftigelsesforventninger generelt er forbedret siden lavpunktet i efteråret 2011. I både serviceerhvervene og bygge- og anlægssektoren er seneste udvikling i beskæftigelsesforventningerne imidlertid negativ. Indikatorerne tyder således på, at der vil ske et yderligere beskæftigelsesfald i år, men beskæftigessituationen nærmer sig et niveau, som erhvervene samlet set finder passende, jf. figur 1.36.

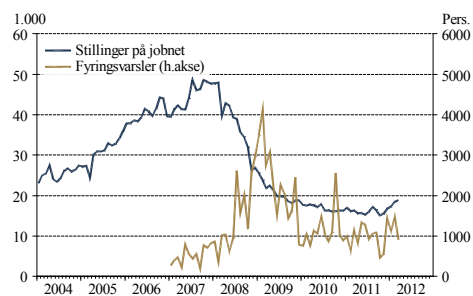
Lav, men svagt stigende ledighed

Den registrerede ledighed har været omtrent uændret gennem 2011, men steg svagt i begyndelsen af i år. Stigningen ændrer dog ikke på, at den registrerede ledighed med et niveau på omkring 110.000 personer er lav set i et historisk perspektiv. Langtidsledigheden er ligeledes lav og har endda en svagt faldende tendens, jf. figur 1.37.

Figur 1.36a Erhvervenes beskæftigelsesforventninger



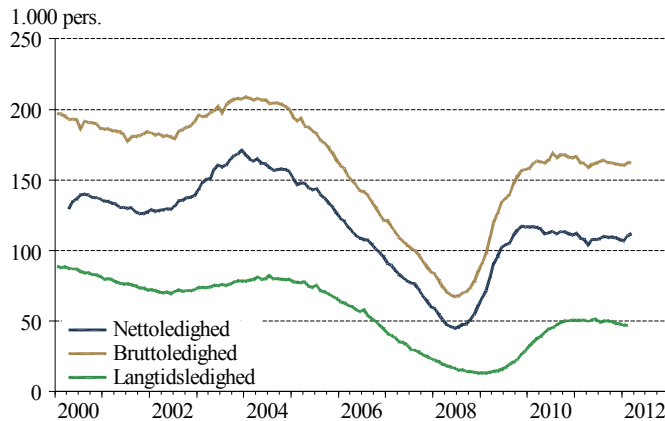
Figur 1.36b Ledige stillinger og fyringsvarsler



Anm.: Nettotal er et udtryk for tendensen i beskæftigelsesforventningerne for de kommende tre måneder. Alle indikatorer er sæsonkorrigerede. Seneste observation for erhvervenes beskæftigelsesforventninger er april 2012. For stillinger og fyringsvarsler på jobnet er seneste observation marts 2012.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, www.jobindsats.dk og egne beregninger.

Figur I.37 Netto-, brutto- og langtidsledighed



Anm.: Observationerne er sæsonkorrigerede. Danmarks Statistik har kun offentliggjort tal for bruttoledigheden tilbage til januar 2007. Før dette tidspunkt er bruttoledigheden beregnet på baggrund af DREAM-registret. Langtidsledige er ledige, der har været ledige eller i aktivering i mindst 80 pct. af tiden i de seneste 52 uger.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, www.jobindsats.dk og Beskæftigelsesministeriet og egne beregninger.

Stor stigning i antallet af ledige i aktivering

Bruttoledigheden, der er summen af de registrerede ledige og arbejdsmarkedsparete ledige i kortvarig aktivering, er steget til godt 160.000 personer. En væsentlig del af stigningen i bruttoledigheden skyldes en stigning i antallet af personer i kortvarig aktivering på godt 30.000 personer. Denne stigning er forholdsvis kraftig. I 2007 (før det økonomiske tilbageslag) var knap en tredjedel af de bruttoledige i aktivering, mens det i 2011 var knap halvdelen.

AAK og FOA også ramt af ledighed

Selvom ledighedsstigningen, der begyndte i 2008, har ramt bredt på arbejdsmarkedet, er nogle faggrupper særlig udsatte. Ledigheden steg kraftigst blandt a-kasse-medlemmer i de konjunkturfølsomme byggefag, men også metalarbejderne og 3F's medlemmer er forholdsvis hårdt ramte. Der er imidlertid sket en vis indsnævring af forskellen i ledigheden mellem disse grupper og medlemmerne i eksempelvis Akademikernes A-kasse (AAK) og Fag og Arbejde (FOA). Begge disse a-kasser har relativt mange medlemmer, som er beskæftigede i den offentlige sektor. I begyndelsen af krisen blev disse a-kassers medlemmer ikke så hårdt ramt af ledig-

hedsstigningen. Ledigheden er dog fortsat med at stige blandt medlemmerne i disse a-kasser, hvilket skal ses i lyset af reduktionen sidste år i den offentlige beskæftigelse. For andre grupper er ledigheden faldet siden toppunktet i 2009-10, jf. figur I.38a.

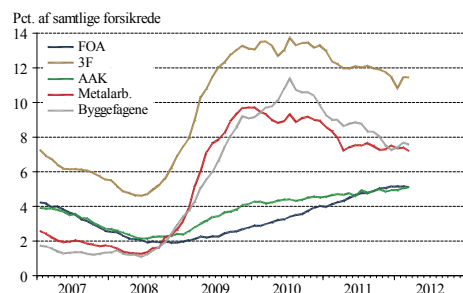
25-29-årige hårdt ramte af ledighed

Ledighedsstigningen har ramt alle aldersgrupper på arbejdsmarkedet, men navnlig de 25-29-årige har oplevet en kraftig stigning i ledigheden. Ledigheden blandt de 16-24-årige er også steget, men betydelig mindre end for de 25-29-årige, jf. figur I.38b.

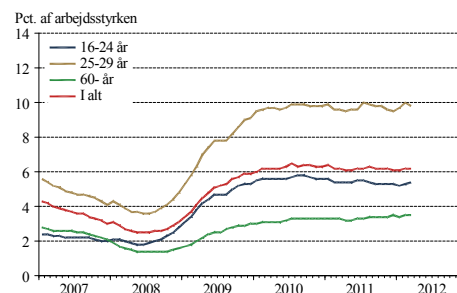
Ledigheden skønnes at stige svagt

I år og næste år ventes den registrerede ledighed at stige lidt, så den når op på ca. 120.000 personer i 2013. Frem mod 2020 skønnes ledigheden at falde tilbage mod det strukturelle niveau, der vurderes at være godt 100.000 personer. Antallet af aktiverede skønnes at forblive på det nuværende høje niveau i år, men herefter gradvist at falde tilbage mod et mere typisk niveau, jf. figur I.39.

Figur I.38a Ledige i udvalgte a-kasser



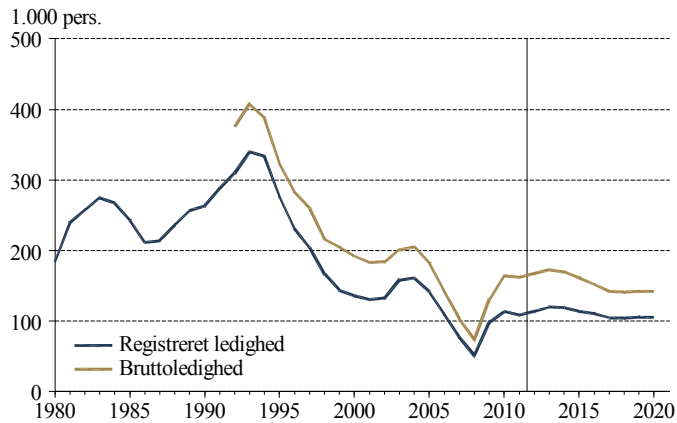
Figur I.38b Aldersfordelt ledighed



Anm.: Ledige i udvalgte a-kasser er bruttoledige i pct. af samtlige forsikrede i a-kassen. I byggefagernes a-kasse indgår Træ-Industri-Byg, Blik- og rør, El-faget, Malerfaget og Maritime. Den aldersfordelte ledighed er bruttoledige i pct. af arbejdsstyrken. Seneste observation er marts 2012.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Figur I.39 Ledighed



Anm.: Bruttoledigheden er summen af den registrerede ledighed og arbejdsmarkedsparete ledige i kortvarig aktivering. Danmarks Statistik offentliggør kun bruttoledigheden fra og med januar 2007. I perioden 1992-2006 er bruttoledigheden beregnet på Beskæftigelsesministeriets DREAM-register.

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

Fald i arbejdsstyrken på knap 100.000 personer

Den samlede stigning i ledigheden siden 2008 er betydelig mindre end faldet i beskæftigelsen, der ifølge både nationalregnskabet og den interviewbaserede arbejdskraftundersøgelse (AKU) udgjorde godt 160.000 personer frem til 2011. Arbejdsstyrken, der defineres som summen af de beskæftigede og de registrerede ledige, er dermed faldet med knap 100.000 personer de seneste tre år. Niveaue for arbejdsstyrken vurderes at være omtrent 80.000 personer under det strukturelle niveau.

Bekymring for tab af arbejdsevne

Faldet i arbejdsstyrken er meget stort, og det er væsentligt større, end hvad der kan forklares med stigningen i antallet af aktiverede. Udsigten til en langsom genopretning af beskæftigelsesniveauet de kommende år kan give anledning til bekymring for, at personer på kanten af arbejdsmarkedet mister arbejdsevne og måske varigt tabes for arbejdsstyrken. Der er imidlertid en række forhold, der indikerer, at omfanget af dette problem er mindre, end det store fald i arbejdsstyrken umiddelbart kunne give anledning til at vente.

Færre bijob og grænsearbejdere

En del af arbejdsstyrkefaldet skyldes et fald i antallet af bijob. Isoleret set kan færre bijob forklare et beskæftigelsesfald på ca. 30.000 personer, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2011*. Hertil kommer, at antallet af grænsearbejdere er faldet med ca. 15.000 i takt med de ringere beskæftigelsesmuligheder i Danmark. Begge forhold reducerer beskæftigelsen uden at øge ledigheden tilsvarende. Endvidere er begge forhold forventelige under et økonomisk tilbageslag og giver ikke umiddelbart anledning til bekymring for, at personer varigt tabes for arbejdsmarkedet.

Flere kontanthjælpsmodtagere uden for arbejdsstyrken

Faldet i arbejdsstyrken kan også skyldes, at der er sket en stigning i antallet af kontanthjælpsmodtagere uden for arbejdsstyrken. I opgørelsen af arbejdsstyrken medtages kun de kontanthjælpsmodtagere, som vurderes at være "jobklare", svarende til matchgruppe 1 i det nye matchgruppesystem. Antallet af kontanthjælpsmodtagere uden for arbejdsstyrken burde i udgangspunktet ikke være konjunkturfølsomt, men udviklingen siden 2004 tyder på en vis konjunkturfølsomhed. Stigningen siden 2008 udgør ca. 30.000 personer og kan derfor potentielt bidrage væsentligt til at forklare faldet i arbejdsstyrken. Ved udgangen af 2011 er antallet af personer i denne gruppe dog ikke højere end i 2004, hvor konjunktursituationen vurderes at have været omtrent neutral, jf. figur I.40.

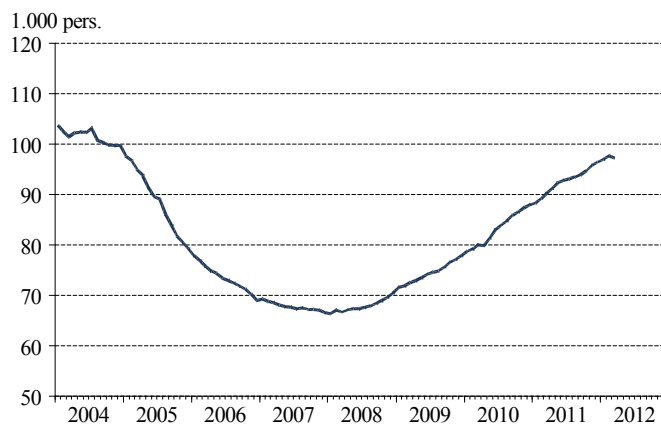
Flere under uddannelse

Fra 2008 til 2010 er der sket en stigning i tilgangen til uddannelse på ca. 15.000 personer, men set i forhold til udviklingen i antallet af 16-24-årige er der ikke tale om en stigende andel af unge, der har påbegyndt en uddannelse. Der kan desuden være et antal unge, som udskyder færdiggørelse af deres uddannelse, indtil der er bedre beskæftigelsesmuligheder.

Andre årsager til faldet i arbejdsstyrken

Arbejdsstyrkefaldet kan også dække over en stigning i antallet af personer, som er selvforsørgede eller lader sig forsørge af andre. Denne gruppe omfatter f.eks. ægtefæller, der ikke er berettigede til dagpenge, og som for en periode bliver forsørgt af ægtefælle. Gruppen omfatter også unge, som tager et sabbatår. For denne gruppe kan fraværet fra arbejdsstyrken være helt eller delvis frivillig.

Figur I.40 Kontanthjælpsmodtagere uden for arbejdsstyrken



Anm.: Observationerne dækker kontanthjælpsmodtagere, som ikke er indplaceret i matchgruppe 1 ("jobklar") efter det nye matchgruppesystem, og som derfor ikke tælles med i arbejdsstyrken. Observationerne er sæsonkorrigerede og seneste observation er marts 2012.

Kilde: www.jobindsats.dk og egne beregninger.

I.7 Løn og priser

Udsigt til høj inflation og reallønsfald

Inflationen har været forholdsvis høj siden 2010, jf. figur I.41a. De høje stigningstakter i forbrugerpriserne er et internationalt fænomen, som har været drevet af stigende verdensmarkedspriser på energi og fødevarer, jf. figur I.41b. Også i år skønnes inflationen at blive høj med omtrent 2½ pct., hvilket understøttes af en fortsat høj inflation i begyndelsen af året. Næste år ventes inflationen at falde til ca. 2 pct., da der forventes en moderat udvikling i verdensmarkedspriserne på energi og fødevarer. På baggrund af de meget lave aftalte lønstigninger ved overenskomstforhandlingerne i begyndelsen af i år ventes reallønnen at falde både i 2012 og 2013, jf. tabel I.10.

Tabel I.10 Inflation, lønomkostninger, realløn og produktivitet

	2010	2011	2012	2013	2014
	----- Pct. -----				
Forbrugerpriser ^{a)}	2,5	2,5	2,5	1,9	1,8
Lønomkostninger ^{b)}	2,6	2,3	1,8	1,8	2,3
Referenceforløb for lønninger ^{c)}	3,1	3,1	1,5	1,3	-
Realløn ^{d)}	0,1	-0,2	-0,7	-0,2	0,5
Produktrealløn ^{e)}	2,7	3,2	1,7	0,8	0,7
Produktivitet i private byerhverv ^{f)}	5,1	2,2	3,1	2,6	1,5

a) Ændringen i forbrugerpriserne er vækstraten i deflatoren for det private forbrug.

b) Lønomkostninger er arbejdsgiverens udgifter pr. arbejdstime i form af løn og indirekte omkostninger, herunder ATP-indbetaling, i industrien.

c) Referenceforløbet for de nominelle lønninger er baseret på overenskomstaftalerne i industrien.

d) Reallønnen er timelønnen deflateret med deflatoren for det private forbrug.

e) Produktreallønnen er timelønnen deflateret med BVT-deflatoren for private byerhverv.

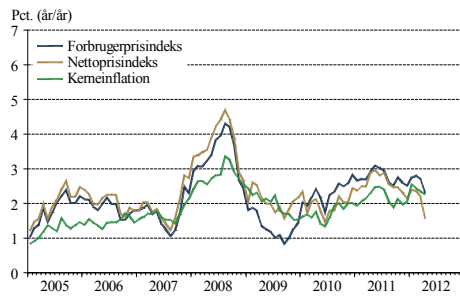
f) Produktiviteten i de private byerhverv er opgjort i BVT pr. arbejdstime.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Økonomi- og Indenrigsministeriet samt egne beregninger.

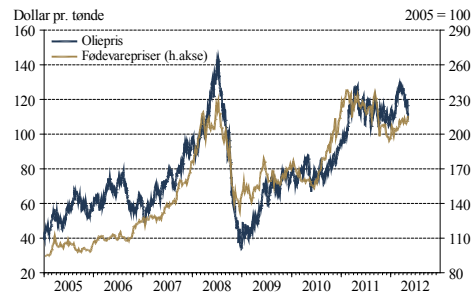
Afgiftsstigninger bidrager til høj inflation i år

Forventningen om en forholdsvis kraftig stigning i forbrugerpriserne i år kan især tilskrives det høje udgangspunkt for verdensmarkedspriserne på energi og råvarer i begyndelsen af i år, men også afgiftsstigninger bidrager til at øge forbrugerpriserne. I oktober 2011 indførtes en afgift på mættet fedt, hvilket i år er fulgt op med yderligere afgiftsstigninger på blandt andet sodavand, is, slik og chokolade. Hertil kommer, at finansloven for 2012 indebærer, at punkt-afgifterne generelt indekseres. Afgifter er ikke længere fastlagt i kronebeløb, men vil fremover blive indekseret i forhold til prisudviklingen. Disse afgiftsforhøjelser vurderes at øge inflationsraten med godt ¼ pct.point i 2012 og i 2013.

Figur I.41a Inflation



Figur I.41b Olie- og fødevarerpriser



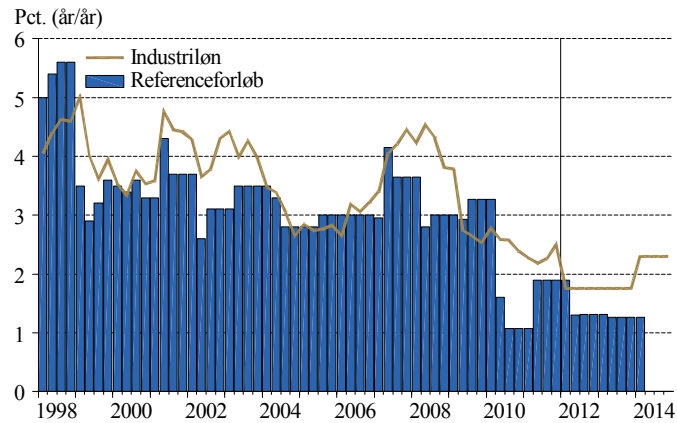
Anm.: Nettoprisindekset er forbrugerpriserne ekskl. afgifter og subsidier. Kerneinflationen er forbrugerprisindekset ekskl. energi og ikke-forarbejdede fødevarer. Olieprisen er Brent olie. Fødevarerprisindekset opdateres af The Economist. Seneste observation for prisindeksene i venstre figur er marts 2012. Seneste observation for olieprisen og fødevarerprisindekset er medio maj 2012.

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

Reallønsfald ventes at fortsætte i 2012 og 2013

Lønstigningstakten er aftaget betragteligt i takt med beskæftigelsesfaldet, som er fulgt i kølvandet på det økonomiske tilbageslag i 2008-09. I 2011 faldt reallønnen med 0,2 pct. – hvilket er det første reallønsfald siden 1980'erne. De svage beskæftigelsesudsigter har formentlig spillet en rolle for, at der ved overenskomstforhandlingerne blev aftalt historisk lave lønstigninger. I industrien blev indgået en toårig overenskomst med lønstigninger på godt $1\frac{1}{4}$ pct. i årene 2012 og 2013. Den aftalte lønstigning er meget lav, og på baggrund af udviklingen i 2010-11 forventes en restlønstigning på omtrent $\frac{1}{2}$ pct.point i 2012 og 2013, jf. figur I.42. Skønnet for den faktiske lønstigning er dog ikke højere, end at reallønnen ventes at falde både i år og næste år. Først i 2014 forventes reallønnen at stige svagt som led i normaliseringen af konjunkturerne.

Figur I.42 Industriløn og referenceforløb



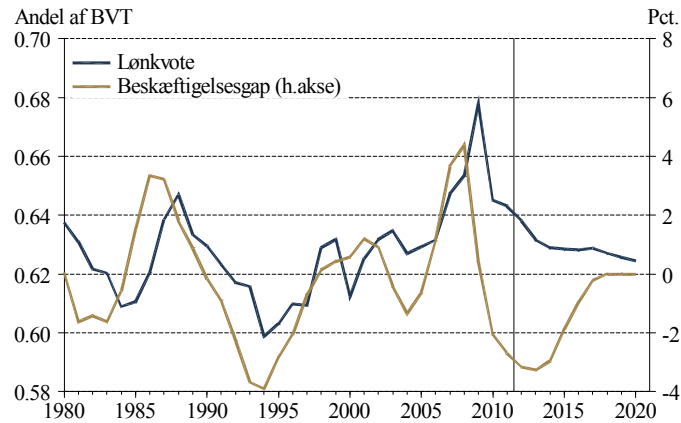
Anm.: Referenceforløbet for den nominelle lønudvikling er baseret på overenskomstforhandlingerne i industrien.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Økonomi- og Indenrigsministeriet og egne beregninger.

Fortsat fald i lønkvoten

Lønkvoten steg meget kraftigt under højkonjunktoren, som ledte op til finanskrisen, og nåede et historisk højt niveau i 2009. Den kraftige stigning i lønkvoten var et resultat af en kraftig reallønsfremgang kombineret med et fald i timeproduktiviteten. Faldet i timeproduktiviteten skal ses på baggrund af den store stigning i beskæftigelsen, som medførte et betydeligt positivt beskæftigelsesgap. Fremadrettet skønnes lønkvoten at falde yderligere som led i konjunkturnormaliseringen, idet timeproduktiviteten ventes at vokse betydeligt hurtigere end reallønnen, jf. figur I.43.

Figur I.43 Lønkvote og beskæftigelsesgap



Anm.: Lønkvoten er lønsum delt med BVT i de private byerhverv.

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

I.8 Offentlige finanser

Begrænset underskud i 2011

Trods den dårlige konjunktursituation udviste den offentlige saldo kun et relativt beskedent underskud på 1,9 pct. af BNP sidste år. Den væsentligste årsag, til at underskuddet ikke blev større, var et ekstraordinært stort provenu fra pensionsafkastbeskatningen (PAL) på 2,1 pct. af BNP, hvor det forventede provenu under antagelse af en normal forrentning af pensionsformuen er ca. 1 pct. af BNP. Også i 2010 var der et ekstraordinært stort PAL-provenu på 2,1 pct. af BNP.

EU-henstilling pga. forventet underskud over 3 pct.

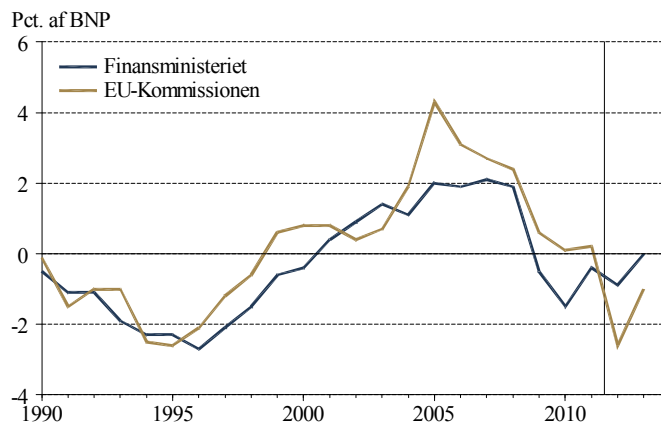
Danmark har modtaget en henstilling fra EU om at forbedre de offentlige finanser fra 2010 til 2013. Årsagen til henstillingen var en forventning om et offentligt underskud over 3 pct. af BNP i 2010 og 2011. Henstillingen indebærer, at Danmark skal forbedre den strukturelle saldo med 1½ pct. af BNP fra 2010 til 2013, og at underskuddet på de offentlige finanser skal være bragt ned under 3 pct. af BNP i 2013.

EU-henstilling overholdes

I nærværende fremskrivning er der udsigt til, at underskuddet i 2013 bliver under 3 pct. af BNP. Ifølge Finansministeriets beregning af den realiserede finanspolitik i 2011 og den planlagte i 2012-13 vil den strukturelle saldo

blive forbedret med ca. 1½ pct. af BNP fra 2010 til 2013. EU-Kommissionen vurderer på baggrund af Finansministeriets opgørelse af den strukturelle saldo, hvorvidt henstillingen er overholdt. Opgørelsen af strukturel saldo er forbundet med usikkerhed, og til sammenligning skønner EU-Kommissionen en forringelse af den strukturelle saldo på ca. 1 pct. af BNP fra 2010 til 2013, jf. figur I.44. Finansministeriets og EU-Kommissionens beregning af strukturel saldo er beskrevet i boks I.3.

Figur I.44 Strukturel saldo



Anm.: De to beregninger af strukturel saldo er beskrevet i boks I.3.

Kilde: *Konvergensprogram 2012* og *Cyclical adjustment of budget balances, Spring 2012*.

Boks I.3 Strukturel saldo beregnet af Finansministeriet og EU

Den strukturelle saldo er et mål for den underliggende stilling på de offentlige finanser og er den offentlige saldo rensset for bidrag fra konjunkturudsving og eventuelt andre midlertidige forhold. Den strukturelle saldo er ikke en faktisk statistisk opgørelse, men en beregnet størrelse, som beror på et vist element af skøn bl.a. i forhold til vurderingen af konjunktursituationen. Fastlæggelse af det strukturelle niveau for den offentlige saldo er forbundet med betydelig usikkerhed, og den strukturelle saldo vil afhænge af den valgte beregningsmetode.

En ofte anvendt metode til opgørelse af den strukturelle saldo i pct. af BNP (s^*) tager udgangspunkt i den faktiske saldo i pct. af BNP (s_t), som fratrækkes effekten af konjunktursituationen, der typisk kvantificeres ved at gange output gap (y^{gap}) med en beregnet budgetelasticitet (e). Output gap angiver forholdet mellem aktuelt BNP og strukturelt BNP, mens budgetelasticiteten angiver, hvor mange pct. af BNP saldoen forbedres som følge af en stigning i output gap på 1 pct.point. Derudover korrigeres undertiden for andre forhold (a_t), som ikke er korreleret med konjunkturerne, og som ikke vurderes at afspejle strukturelle forhold i de offentlige finanser f.eks. tilbagebetaling af efterlønsbidrag i 2012.

$$s_t^* = s_t - e \cdot y_t^{gap} - a_t$$

EU-Kommisionen og Finansministeriet anvender begge denne opgørelsesmetode. Derimod anvendes forskellige estimater for output gap og elasticiteter af forskellig størrelsesorden, som afspejler forskellige vurderinger af konjunktursituationen og gennemslaget på de offentlige finanser. Finansministeriet korrigerer endvidere for en række særlige forhold, bl.a. ekstraordinære indtægter fra Nordsøen og pensionsafkastbeskatning, mens EU-kommisionen ikke medtager sådanne forhold (dvs. $a_t = 0$). De to opgørelser kan derfor være væsentligt forskellige.

Den betydelige usikkerhed, som opgørelserne er forbundet med, kan også illustreres ved de revisioner, som løbende foretages. I efteråret 2008 skønnede EU-Kommisionen f.eks. den strukturelle saldo for Danmark i året 2007 til 3,7 pct. af BNP. I efteråret 2011 – tre år senere og på den anden side af finanskrisen – er skønnet nedjusteret med 1 pct. af BNP til 2,7 pct. af BNP. Revisionen afspejler i høj grad en revideret vurdering af konjunktursituationen og det strukturelle BNP.

**Samme underskud
i 2010 og 2013**

I 2013 ventes underskuddet på den offentlige saldo at være omtrent lige så stort som i 2010. I løbet af de tre år foretages ifølge Finansministeriets beregning en strukturel forbedring på 1½ pct. af BNP. Det negative bidrag til den offentlige saldo fra konjunktursituationen og andre midlertidige forhold er dermed ca. 1½ pct. af BNP større i 2013, end det var i 2010. Konjunktursituationen målt ved output gap ventes at være svagt forbedret i 2013 i forhold til 2010, mens beskæftigelsen forventes at være en smule lavere i 2013 end i 2010, hvilket isoleret set indebærer en lidt dårligere stilling på de offentlige finanser. Den væsentligste årsag til forskellen mellem 2010 og 2013 stammer fra de midlertidige bidrag til den offentlige saldo. I 2010-11 var der bl.a. et ekstraordinært højt provenu fra pensionsafkastbeskatningen, mens der i 2012-13 forudsættes et provenu, der er ca. 1¼ pct. lavere end provenuet i 2010-11.

**Udsigt til større
underskud**

I år ventes det offentlige underskud at blive væsentligt større end i 2011. Dette skyldes for det første, at der ikke forventes et ekstraordinært højt PAL-provenu. Det er beregningsteknisk lagt til grund for vurderingen, at PAL-provenuet vil afspejle en gennemsnitlig kursgevinst og en lav stigende rente fra og med 2012. For det andet vil tilbagebetalingen af efterlønsbidrag på forventet omkring 10 mia. kr. bidrage til at forværre saldoen ekstraordinært i år. Dertil kommer en stigning i udgifterne til offentligt forbrug og investeringer som følge af en forudsat realvækst i det offentlige forbrug på ca. 1¼ pct. og i de offentlige investeringer på knap 10 pct. Disse udgifter modsvares i et vist omfang af planlagte stigninger i skatter og afgifter. Der er ikke store forskelle mellem vurderingen af konjunktursituationen i 2011 og 2012. På denne baggrund skønnes de offentlige finanser at udvise et underskud på knap 4 pct. af BNP i år. De følgende år vil de offentlige finanser gradvist blive forbedret i takt med den forventede konjunktur-normalisering, jf. tabel I.11.

Tabel I.11 Den offentlige sektors indtægter og udgifter

	2011	2011	2012	2013	2014
	Mia. kr.	-----	Ændring i mia. kr.	-----	-----
Skatter	558	16,2	-17,0	22,2	27,9
heraf indkomstskatter	413	11,6	9,0	15,8	18,4
selskabsskat	50	2,1	-4,1	4,5	8,7
pensionsafkastbeskatning	37	0,7	-21,9	1,5	-0,8
Afgifter	302	8,8	17,0	12,1	14,4
Øvrige indtægter	90	9,4	-6,0	1,0	0,6
Indtægter i alt	949	34,4	-6,0	35,3	43,0
Offentligt forbrug	511	1,1	16,3	9,9	16,6
Offentlige investeringer	40	2,3	4,3	-7,5	1,0
Indkomstoverførsler	312	8,0	14,6	11,6	10,5
Øvrige udgifter	113	10,9	0,7	-7,0	3,4
Udgifter i alt	975	22,2	35,8	7,0	31,5
		-----	Mia. kr.	-----	-----
Primær saldo ^{a)}		-26,2	-68,1	-39,7	-28,3
Nettorenteindtægter		-8,5	-3,9	-4,4	-9,2
Saldo		-34,7	-72,0	-44,2	-37,5
		-----	Pct. af BNP	-----	-----
Saldo		-1,9	-3,9	-2,3	-1,9
Offentlig bruttogæld ^{b)}		46,5	41,0	42,1	42,6
		-----	Realvækst i pct.	-----	-----
Offentligt forbrug		-1,0	1,3	0,1	0,9
Offentlige investeringer		3,8	8,5	-18,0	1,6
		-----	1.000 pers.	-----	-----
Førtidspensionister		242	240	240	240
Efterlønsmodtagere		114	107	103	95
Folkepensionister		898	930	959	984

a) Den primære saldo er indtægter fratrukket udgifter, hvor begge er opgjort ekskl. renter.

b) Det er antaget, at ændringen i den offentlige formue i fremskrivningsperioden er lig den offentlige sektors saldo, dog korrigeret for træk på statens saldo i 2012.

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

Høj forbrugsvækst i 2012 pga. mindre forbrug i 2011

Det er lagt til grund for prognosen, at udgifterne til det offentlige forbrug i 2012-13 bliver som forudsat i *Konvergensprogram 2012*. I 2011 faldt det reale offentlige forbrug med 1 pct. Dette var første gang siden 1990, at der har været et reelt fald i det offentlige forbrug. Udgiften blev sidste år godt 6 mia. kr. lavere end budgetteret og med en forudsætning om, at de planlagte udgifter afholdes i år, indebærer det en betydelig forbrugsstigning i år. På denne baggrund forventes en real vækst i det offentlige forbrug fra 2011 til 2012 på ca. 1¼ pct. Med de givne forudsætninger er der udsigt til samme reale offentlige forbrug i år og næste år. I 2011 blev den offentlige beskæftigelse reduceret med ca. 11.000 personer. I løbet af 2012 ventes der som konsekvens af den planlagte stigning i det offentlige forbrug at blive foretaget offentlige ansættelser, som i et vist omfang ophæver faldet i 2011.

De planlagte offentlige investeringer er historisk høje ...

Den planlagte udgift til offentlige investeringer i 2012 er ifølge *Konvergensprogram 2012* knap 2½ pct. af BNP, hvilket er et historisk højt niveau. Et tilsvarende niveau er ikke set siden starten af 1980'erne, jf. figur I.45. Realvæksten skønnes at blive knap 10 pct. fra 2011 til 2012. Det betydelige investeringsomfang skyldes igangsættelse og fremrykning af investeringer i regeringens kickstart. Markante løft i investeringsaktiviteten inden for en kort planlægningshorisont kan vise sig vanskelige at realisere, jf. *Dansk Økonomi, forår 2011*, og det planlagte niveau i 2012 kan derfor vise sig at være for optimistisk.

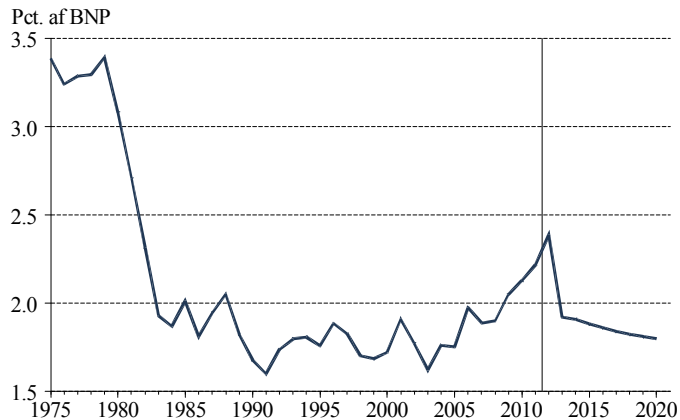
... og kan være svære at nå

Planlagt reduktion i 2013 er også historisk stor

Der planlægges i 2013 en markant tilpasning nedad i investeringsniveauet svarende til et reelt fald på knap 20 pct. Som for det planlagte niveau i 2012 vil der være tale om et forløb med et fald, der ikke er set siden 1980'erne. Den markante reduktion til et lavere niveau i 2013 hænger sammen med en planlagt normalisering af investeringsniveauet efter løftet i 2012 og fremrykninger i 2009-10. Med risiko for at nogle af de planlagte investeringer først finder sted i 2013 i stedet for 2012 efterlader tilpasningen nedad ikke meget plads til nye offentlige investeringer i 2013, og der er dermed brug for en stram planlægning og budgetdisciplin i både stat, kommuner og regioner. Regeringens kickstart omfatter renovering af almene boliger i

regi af Landsbyggefonden og private investeringer afledt af aftalen om dansk energipolitik frem mod 2020, som i et vist omfang afbøder faldet i de offentlige investeringer i 2013.

Figur I.45 Offentlige investeringer



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

85.000 flere folkepensionister på 3 år

I disse år er der af demografiske årsager en kraftig stigning i antallet af folkepensionister. Fra slutningen af 1980'erne frem til midten af 00'erne var der omkring 700.000 folkepensionister, men fra og med 2005 ventes en stigning på knap 350.000 personer frem mod 2017. Alene fra 2011 til 2014 forventes knap 85.000 flere folkepensionister, hvilket vil øge de offentlige udgifter til folkepension med ca. ½ pct. af BNP. Som følge af tilbagetrækningsaftalen er stigningen i antallet af både folkepensionister og efterlønsmodtagere lavere fra 2014 end der ellers var udsigt til. De ventede effekter af tilbagetrækningsaftalen er beskrevet i afsnit I.9 og kapitel III.

Skatte- og afgiftsstigninger

Som en del af finansloven for 2012 er der aftalt stigninger i skatter og afgifter på ca. 5 mia. kr. i 2012-13. Dette omfatter blandt andet øgede afgifter på øl, vin og usunde fødevarer samt nedsættelse af loft over skattefradrag for indbetalinger til ratepensioner. Dertil kommer, at nominalprincippet ophæves for punktafgifter mv., så de i hvert fald i 2012 og 2013 indekseres med inflationen, ligesom energiafgifterne

er blevet det siden 2008. Ejendomsværdiskatten er fortsat omfattet af nominalprincippet.

Finanspolitisk lempelse i år

Efter to år med meget lempelig finanspolitik i 2009-10 skete der en betydelig opstramning sidste år. Finanspolitikken skønnes at have reduceret væksten i BNP med ca. $\frac{3}{4}$ pct. i 2011, hvoraf hovedparten skyldes det reale fald i offentligt forbrug. I år er der udsigt til en lempelig finanspolitik igen som følge af høj realvækst i både offentligt forbrug og investeringer samt tilbagebetalingen af efterlønsbidrag, som samlet set skønnes at øge BNP-væksten med knap $\frac{1}{2}$ pct. af BNP i år. Som en konsekvens af de midlertidige lempelser i 2012 samt planlagt normalisering af investeringsniveauet skønnes finanspolitikken at reducere BNP-væksten med knap 1 pct.point i 2013, jf. tabel I.12. I et vist omfang kan faldet i de offentlige investeringer blive afbødet af fremrykket reovering af almene boliger og private investeringer afledt af aftalen for dansk energipolitik frem mod 2020. Både omfanget og den tidsmæssige placering af disse investeringer er dog særdeles usikker.

Tabel I.12 Finanseffekt 2008-14

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	----- Pct.point -----						
Udgifter i alt	-0,1	1,0	0,1	-0,6	0,6	-0,7	0,1
heraf offentligt forbrug	-0,1	0,9	0,0	-0,7	0,3	-0,1	0,1
off. investeringer	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,4	0,0
indkomstoverførsler	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0
Indtægter i alt	-0,1	0,3	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1
heraf personlige skatter	0,0	0,3	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1
boligskatter	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
punktafgifter	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Finanseffekt i alt	-0,2	1,3	0,2	-0,8	0,4	-0,9	0,2

Anm.: Den et-årige finanseffekt angiver finanspolitikens aktivitetsvirkning målt som finanspolitikens vækstbidrag til BNP i forhold til en situation med neutral finanspolitik i forhold til året før. Tilbagebetaling af efterlønsbidrag i 2012 og lavere indbetaling af efterlønsbidrag fra og med 2012 er indeholdt i posten "indkomstoverførsler". Ikke alle budgetposter er vist særskilt, men er indeholdt i totalposterne.

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

Budgetlov

Aftale om budgetlov med udgiftslofter for stat, kommuner og regioner

Regeringen har i marts 2011 indgået aftale om en budgetlov, hvormed der lægges op til et nyt system for styringen af de offentlige udgifter, jf. boks I.4. Udgiftsskred har været reglen snarere end undtagelsen i en årrække, og hensigten med det nye system er at bringe udgiftsudviklingen i overensstemmelse med, hvad der er planlagt. Et hovedelement i budgetloven er indførelsen af udgiftslofter i stat, kommuner og regioner. Lofterne angiver en øvre grænse for omfanget af udgifter, de enkelte sektorer kan afholde, og omfatter størstedelen af de offentlige udgifter.

Automatiske stabilisatorer får lov at virke frit

Ledighedsrelaterede udgifter er ikke omfattet af et udgiftsloft, og de automatiske stabilisatorer på udgiftssiden får dermed fortsat lov til at virke frit. Herudover er anlægsudgifter som udgangspunkt ikke loftsstyret, hvilket også gælder en række andre kapitalposter, herunder renteudgifter.

4-årige lofter, men mulighed for ændringer

Lofterne fastsættes for en løbende fireårig periode, og i 2013 fastsættes første gang lofter gældende for årene 2014-17. Der skal derefter årligt fastsættes et nyt loft for det nye fjerde år. Der er mulighed for undervejs at foretage tre overordnede typer af ændringer i de fireårige lofter. Først og fremmest kan Folketinget træffe beslutning om fastsættelse af nye udgiftslofter, såfremt der ønskes et nyt niveau og/eller en ny profil for de offentlige udgifter. Derudover kan finansministeren med tilslutning fra Finansudvalget foretage en omfordeling af lofterne mellem stat, kommuner og regioner. Endelig kan finansministeren administrativt forhøje eller reducere lofterne som følge af ny lovgivning, der medfører ændringer i skatteudgifter eller ledighedsrelaterede udgifter, som følge af ændret opgavefordeling mellem stat, kommuner og regioner samt ved ændrede pris- og lønforudsætninger.

Boks I.4 Budgetlov

Regeringen indgik den 27. marts 2012 en bred politisk aftale om en budgetlov, som er et lovkompleks bestående af fire lovforslag:

1. Forslag til budgetlov, som implementerer finanspagten og indfører udgiftslofter i stat, kommuner og regioner
2. Lovforslag om sanktioner over for kommunerne, såfremt økonomaftale og budgetter ikke overholdes
3. Lovforslag om sanktioner over for regionerne, såfremt økonomaftale og budgetter ikke overholdes
4. Lovforslag om styrkelse af De Økonomiske Råd som led i den løbende overvågning af de offentlige finanser og overholdelse af udgiftslofter

Budgetloven

Forslaget til budgetlov har bl.a. til formål at implementere finanspagtens bestemmelser om et balancekrav for de offentlige finanser samt en korrektionsmekanisme, der sættes i værk, såfremt underskuddet på de offentlige finanser afviger væsentligt fra balancekravet. Balancekravet angiver, at underskuddet på den strukturelle saldo maksimalt må udgøre 0,5 pct. af BNP. Ifølge forslaget er det finansministeren, som inden for rammerne af finanspagten fastsætter metoden for opgørelse af den strukturelle saldo. Korrektionsmekanismen består i, at finansministeren skal fremlægge en samlet plan for foranstaltninger, som bringer de offentlige finanser i overensstemmelse med balancekravet, hvis den strukturelle saldo for det kommende år ved opgørelse i august måned afviger med mindst 0,5 pct. af BNP fra balancekravet. I overensstemmelse med finanspagten er der mulighed for midlertidigt at afvige fra balancekravet i tilfælde af såkaldt "exceptionelle omstændigheder", så længe det ikke bringer den finanspolitiske holdbarhed på mellemlang sigt i fare. Med exceptionelle omstændigheder forstås en usædvanlig begivenhed, som har afgørende virkning på de offentlige finanser, og som ligger uden for statens kontrol, eller perioder med alvorligt økonomisk tilbageslag (som fastsat i den reviderede stabilitets- og vækstpagt). Derudover indføres 4-årige udgiftslofter for stat, kommuner og regioner, som har til formål at styrke styringen af de offentlige udgifter. Lofterne udgør en øvre grænse for størstedelen af udgifterne i den offentlige sektor og opgøres som et beløb i kroner. Lofterne fastsættes realt og opregnes hvert år til årets priser. Det statslige udgiftsloft omfatter to dellofter for hhv. statslige driftsudgifter i bred forstand og ikke-ledighedsrelaterede indkomstoverførsler, som tilsammen omfatter ca. 60 pct. af de statslige udgifter. Ledighedsrelaterede udgifter, anlægsudgifter samt tilskud til kommuner og regioner er uden for det statslige loft. Det kommunale loft omfatter serviceudgifterne til f.eks. skoler og ældreområdet svarende til ca. 70 pct. af de samlede kommunale udgifter.

Boks I.4 Budgetlov, fortsat

I regionerne indføres to lofter – et for sundhedsområdet og et for regional udvikling – som samlet set omfatter 97 pct. af de regionale udgifter. Finansministeren skal senest med forslaget til finanslov for finansåret 2014 fremsætte et lovforslag om udgiftslofter gældende for årene 2014-17.

Der er mulighed for undervejs at foretage tre overordnede typer af ændringer i de fireårige lofter. Først og fremmest kan Folketinget træffe beslutning om fastsættelse af nye udgiftslofter, såfremt der ønskes et nyt niveau og/eller en ny profil for de offentlige udgifter. Derudover kan finansministeren med tilslutning fra Finansudvalget foretage en neutral omfordeling af lofterne mellem stat, kommune og regioner i forbindelse med det årlige bloktilskudsaktstykke, hvor statens tilskud til kommuner og regioner fastsættes. Endelig kan finansministeren administrativt forhøje/reducere lofterne som følge af ny lovgivning, der medfører ændringer i skatteudgifter eller ledighedsrelaterede udgifter, som giver anledning til en forøgelse/reduktion i budgettet. Finansministeren kan ligeledes foretage administrative ændringer i lofterne begrundet i ny opgavefordeling mellem stat, kommuner og regioner i overensstemmelse med Det Udvidede Totalbalanceprincip (DUT) samt ved ændrede pris- og lønforudsætninger.

Sanktionslovgivningen i kommuner og regioner

Regeringen indgår årligt en økonomiaftale med Kommunernes Landsforening og Danske Regioner, hvor der aftales en samlet udgiftsramme for kommunernes og regionernes økonomi for det kommende år. Lovforslagene har til formål at styrke kommunernes og regionernes incitament til at overholde de aftalte udgiftsrammer i såvel budgettet som regnskabet. Med lovforslagene er der tale om, at allerede eksisterende sanktioner i kommunerne gøres permanente, og samtidig indføres tilsvarende sanktioner i regionerne, jf. boks I.5.

Lov om nye opgaver for De Økonomiske Råd

Med lovforslaget får De Økonomiske Råd til opgave årligt at vurdere holdbarheden af de langsigtede offentlige finanser og den mellemfristede udvikling i den offentlige saldo. Derudover får Rådene til opgave at vurdere, om de vedtagne udgiftslofter er afstemt med de finanspolitiske målsætninger, og om de vedtagne udgiftslofter overholdes i såvel planlægningsfasen, som når regnskabet foreligger.

Af bemærkningerne til lovforslaget fremgår det, at den uafhængige vurdering af de offentlige finanser skal ses i sammenhæng med tilsvarende konstruktioner i udlandet f.eks. Det Finansielle Råd i Sverige. Endvidere fremgår det, at EU-Kommissionen har foreslået, at medlemsstaterne etablerer uafhængige finansråd til overvågning af de finanspolitiske regler vedrørende budgetsaldoen.

Lofter understøttes af sanktioner

Udgiftslofterne vil blive understøttet af sanktionsmuligheder. I staten består sanktionen i, at en overskridelse af udgiftsloftet et givet år modsvares af en tilsvarende reduktion i det følgende års loft. For kommuner og regioner afspejler forslaget, at statens tilskud til kommuner og regioner kan nedsættes i tilfælde af, at de fastsatte udgiftsrammer ikke overholdes i budget og regnskab. Med sanktionslovgivningen over for kommuner og regioner er der tale om, at allerede eksisterende sanktionsmuligheder over for kommunerne gøres permanente, og samtidig indføres sanktionerne også over for regionerne, jf. boks I.5.

Budgetlov implementerer finanspagten i dansk lovgivning

Budgetloven har endvidere til formål at implementere finanspagtens bestemmelser i dansk lovgivning. Af budgetloven fremgår det, at de offentlige finanser skal udvise overskud eller være i balance, hvilket anses for overholdt, hvis underskuddet på den strukturelle saldo maksimalt udgør ½ pct. af BNP. Der etableres endvidere en korrektionsmekanisme, som angiver, at finansministeren skal fremlægge en plan, der forbedrer den strukturelle saldo i det følgende budgetår, hvis det forventede strukturelle underskud afviger væsentligt fra ½ pct. af BNP.

Strukturel saldo får central rolle i politiktilrettelæggelsen

Med budgetloven er der lagt op til, at den strukturelle saldo får en mere central rolle i den årlige fastlæggelse af finanspolitikken, end det hidtil har været tilfældet. Opgørelsen af den strukturelle saldo er imidlertid ikke en faktuel opgørelse, og forskellige beregningsmetoder kan give anledning til forskellig vurdering af den strukturelle saldo. I budgetloven fremgår det, at det er finansministeren, der inden for rammerne af finanspagten kan fastsætte de nærmere regler om metode for opgørelse af den strukturelle saldo til vurdering af overholdelse af budgetmålene. Finansministeriets beregning af strukturel saldo er beskrevet i boks I.3.

Boks I.5 Sanktioner i stat, kommuner og regioner

Med aftale om budgetlov indføres der sanktioner i stat, kommuner og regioner, hvis de fastlagte udgiftslofter ikke overholdes.

Hvis det statslige loft for driftsudgifter i bred forstand samlet set overskrides i regnskabet i et givet år, vil overskridelsen blive modregnet i det følgende års udgiftsloft. Hvis der i løbet af året er udsigt til et skred, kan finansministeren reducere de statslige driftsbevillinger svarende til den forventede overskridelse.

Med de årlige økonomaftaler fastlægges en ramme for kommunernes og regionernes udgifter. For at tilskynde til overholdelse af den aftalte ramme i *budgettet* kan staten gøre en andel af tilskuddet til kommuner/regioner betinget af, at budgetterne for kommuner/regioner under ét vedtages i henhold til aftalen. Der er mulighed for delvis individuel nedsættelse af tilskuddet for de enkelte kommuner/regioner, hvilket beslutes af økonomi- og indenrigsministeren baseret på en "konkret vurdering" af baggrunden for overskridelsen.

Ifølge lovforslaget skal staten modregne tilskuddet for det kommende år, hvis kommuner/regioner under ét i *regnskabet* overskrider budgettet. Der er lagt op til, at 40 pct. af modregningen sker kollektivt og fordeles mellem kommunerne i forhold til den enkelte kommunes befolkningsandel, og mellem regionerne i forhold til den enkeltes regions andel af udgiftsbehovet (grundlaget for den regionale bloktilskudsfordeling). De resterende 60 pct. af modregningen sker individuelt og fordeles i forhold til den enkelte kommunes/regions andel af overskridelsen.

Anlægsudgifter er som udgangspunkt ikke omfattet af lofter. Der er dog mulighed for, at en andel af tilskuddet kan betinges af, at anlægsbudgetterne vedtages i overensstemmelse med økonomaftalen. En nedsættelse af tilskuddet vil være kollektiv.

En andel af kommunernes tilskud har siden 2009 været betinget af, at budgetterne vedtages i henhold til økonomaftalen, og for regnskabet 2011 har der været indført en sanktionsmekanisme i kommunerne svarende til den i lovforslaget. Sanktioner har derimod hidtil ikke været gældende for regionerne. Med lovforslagene er der således tale om, at allerede eksisterende sanktioner i kommunerne gøres permanente, og samtidig indføres tilsvarende sanktioner i regionerne.

Herudover har der siden 2009 været sanktioner over for kommunerne, såfremt den samlede kommunale skatteudskrivning stiger mere end forudsat i økonomaftalen. Kommuner, som har hævet skatten, vil få modregnet en andel af merindtægterne i statens tilskud de efterfølgende fire år.

I.9 Fremskrivning til 2020

Langvarig konjunktur- normalisering

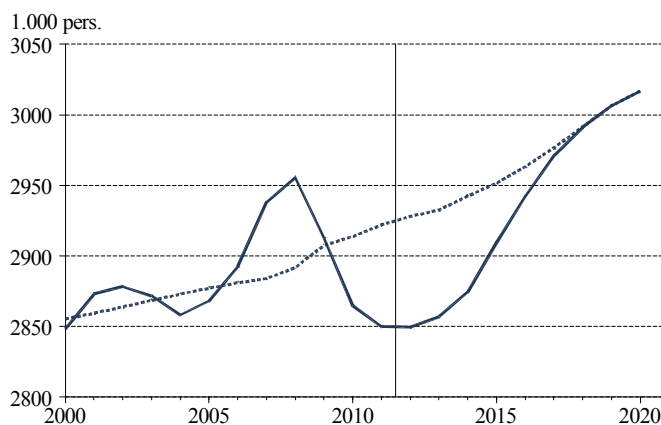
Dansk økonomi befinder sig aktuelt i en dyb lavkonjunktur, hvor produktionen vurderes at være ca. 3 pct. lavere end i en normal konjunktursituation. De kommende år er der som tidligere beskrevet udsigt til en langsom konjunkturnormalisering, og først hen imod 2020 ventes output gap at være lukket. I dette afsnit beskrives indledningsvis den forventede udvikling i arbejdsstyrken og BNP frem til 2020, hvorefter udviklingen på de offentlige finanser beskrives.

Arbejdsstyrke og BNP

Arbejdsstyrken stiger 165.000 fra 2011 til 2020

Fra 2011 til 2020 skønnes arbejdsstyrken at stige med ca. 165.000 personer, hvoraf ca. 70.000 personer skyldes den forventede konjunkturnormalisering. Den resterende stigning på ca. 95.000 personer skyldes vækst i den strukturelle arbejdsstyrke, jf. figur I.46. Arbejdsstyrken ventes dermed at stige med ca. 5¾ pct. fra 2011 til 2020, hvilket er et væsentligt bidrag til BNP-væksten. Forudsætningerne bag arbejdsstyrkefremskrivningen er beskrevet i boks I.6.

Figur I.46 Arbejdsstyrke til 2020



Anm.: Den stiplede kurve viser den strukturelle udvikling i arbejdsstyrken.

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

Boks I.6 Forudsætninger bag arbejdsstyrkeudviklingen

Udviklingen i antallet af personer i den strukturelle arbejdsstyrke og på efterløn, folke- og førtidspension i fremskrivningen bygger på DREAM's befolkningsfremskrivning fra maj 2012. Fremskrivningen er dokumenteret i notat fra DREAM, som kan fås ved henvendelse til De Økonomiske Råds Sekretariat. Hovedprincippet i fremskrivningen af den strukturelle arbejdsstyrke er en antagelse om, at frekvenserne for erhvervstilknytning og antal personer på hver type overførselsindkomst er konstante fordelt på alder, køn og herkomstgrupper. Der tages udgangspunkt i frekvenser baseret på RAS november 2007. I forhold til hovedprincippet er der nedenstående undtagelser:

1) Uddannelseseffekt: Der indlægges en effekt af uddannelse, sådan at frekvenserne skifter med uddannelsesniveaut. Effekten af ændret uddannelsesniveau er dog kun lig med $\frac{1}{3}$ af de observerede forskelle mellem forskellige uddannelsesniveauer inden for hver køns-, alders- og herkomstgruppe.

2) Efterlønsmodtagere: Efterlønsmodtagere fremskrives ikke med en konstant bestandsfrekvens. Der foretages en fremskrivning af udviklingen i tilmelding til efterlønsordningen (herunder tilmelding via fortrydelsesordningen), frafald fra ordningen og udnyttelsesgraden for de efterlønsberettigede. Metoden er nærmere beskrevet i kapitel II i *Dansk Økonomi, forår 2011*.

3) Velfærdsaftalen fra 2006 og tilbagetrækningsaftalen fra 2011: Disse politiske forlig medfører tilsammen, at aldersgrænserne for tildeling af efterløn og folkepension forskubbes opad i de kommende år, sådan at efterlønsalderen i 2023 vil være 64 år, og folkepensionsalderen fra 2022 vil være 67 år. Det antages, at ca. $\frac{1}{5}$ af de personer, der ellers ville have fået efterløn, vil overgå til andre overførselsindkomster, mens resten antages at indgå i arbejdsstyrken. Ændringerne i efterlønnen antages også at påvirke den fremtidige tilmelding til og udnyttelse af efterlønsordningen, jf. *Dansk Økonomi, forår 2011*.

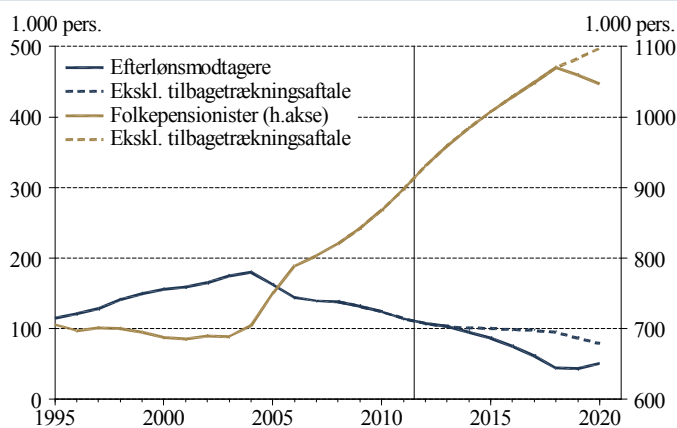
4) Derudover er der indlagt skønnede effekter af andre politiske tiltag, herunder afskaffelsen i 2011 af starthjælp mv.

5) I SMEC følger beskæftigelse og arbejdsstyrke nationalregnskabet's opgørelse, og den strukturelle arbejdsstyrke fremskrives fra og med 2009 med ændringen i den strukturelle arbejdsstyrke i DREAM's fremskrivning. Til og med 2011 er anvendt de af Danmarks Statistik offentliggjorte tal for antallet af folkepensionister, førtidspensionister og efterlønsmodtagere. For de to sidstnævnte kategorier er der lidt flere modtagere end i DREAM-fremskrivningen, og den strukturelle arbejdsstyrke er reduceret tilsvarende.

Tilbagetrækningsaftalen løfter arbejdsstyrken ca. 60.000

Tilbagetrækningsaftalen, som blev vedtaget i efteråret 2011, indebærer dels en afkortning af efterlønsperioden fra fem til tre år, dels en fremrykning af de stigninger i efterløns- og folkepensionsaldrene, der blev aftalt med velfærdsforliget i 2006. Antallet af efterlønsmodtagere ventes samlet set at blive reduceret med ca. 75.000 personer fra 2010 til 2020. Heraf skønnes tilbagetrækningsaftalen at give anledning til et fald på 30.000 personer. Omvendt er der udsigt til, at antallet af folkepensionister stiger med ca. 180.000 personer fra 2010 til 2020. Fremrykningen af stigningen i folkepensionsalderen som følge af tilbagetrækningsaftalen reducerer isoleret set antallet af folkepensionister i 2020 med ca. 50.000 personer, jf. figur I.47. Tilbagetrækningsaftalen vurderes altså at nedbringe antallet af efterlønsmodtagere og folkepensionister med ca. 80.000 personer i 2020. Ikke alle disse kan forventes at fortsætte i arbejdsstyrken, men vil i stedet modtage førtidspension eller andre indkomsterstatende ydelser. Samlet set vurderes tilbagetrækningsaftalen dermed at øge arbejdsstyrken med ca. 60.000 personer.

Figur I.47 Efterlønnere og folkepensionister



Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, DREAM's befolknings- og arbejdsstyrkefremskrivning samt egne beregninger.

Arbejdsstyrken falder for de 25-59-årige ...

Antallet af personer mellem 25 og 59 år i arbejdsstyrken ventes at falde med ca. 30.000 personer fra 2008 til 2020. Dette skyldes, at befolkningen i denne aldersgruppe ifølge

befolkningsfremskrivningen reduceres i denne periode. I samme periode stiger antallet af personer under 25 år og over 65 år markant. Der er dermed udsigt til en periode med "demografisk modvind", hvor kernearbejdsstyrken falder, samtidig med at antallet af yngre og ældre personer øges kraftigt, jf. figur I.48.

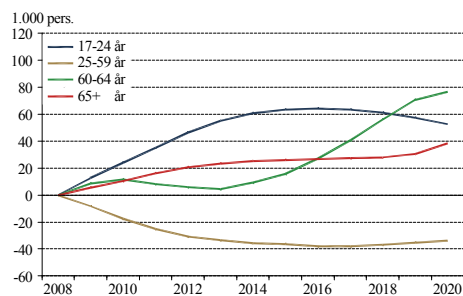
**... og stiger for
unge og ældre**

Ifølge befolkningsprognosen sker der også et fald i antallet af personer mellem 60 og 64 år fra 2008 til 2020. Erhvervsdeltagelsen øges dog for disse årgange. Antallet af efterlønsmodtagere er faldet fra 2008 til 2011 og ventes ifølge fremskrivningen også at falde de kommende år. Dette øger erhvervsdeltagelsen for aldersgruppen. Når tilbagetrækningsaftalen får virkning fra 2014, ventes en betydelig stigning i arbejdsstyrken for de 60-64-årige. Der sker også en kraftig vækst i antallet af personer på 65 år og derover, som ventes at stige med ca. 300.000 alene frem til 2020. Selvom erhvervsfrekvensen er beskeden for de ældre over 65 år, er der alligevel udsigt til et bidrag til stigningen i arbejdsstyrken på ca. 25.000 fra denne gruppe. Dertil kommer en yderligere stigning fra 2018 som følge af tilbagetrækningsaftalen. Antallet af personer mellem 17 og 24 år ventes også at stige de kommende år, men i langt mindre omfang. Samlet ventes frem til omkring 2016 en stigning i arbejdsstyrken på godt 60.000 personer mellem 17 og 64 år, hvoraf langt hovedparten ifølge fremskrivningen er studerende med et bijob.

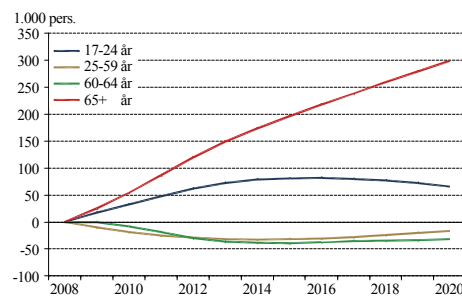
**Gennemsnitlig
arbejdstid falder**

Da arbejdsstyrkestigningen sker for aldersgrupper, hvor arbejdstiden er lavere end for kernearbejdsstyrken, antages den gennemsnitlige arbejdstid at falde. I første halvdel af 00'erne var den gennemsnitlige arbejdstid i Danmark ifølge nationalregnskabets opgørelse ca. 1.580 timer om året, og frem mod 2020 ventes den årlige arbejdstid at falde med ca. 25 timer, heraf ca. 6 timer fra 2011 til 2020, svarende til et fald på knap ½ pct.

Figur I.48a Strukturel arbejdsstyrke



Figur I.48b Befolkning



Anm.: Figurerne viser ændringen i antal personer i den strukturelle arbejdsstyrke hhv. befolkningen i forhold til niveauet i 2008.

Kilde: DREAM's befolknings- og arbejdsstyrkefremskrivning.

Regeringen venter stigning i arbejdsstyrken på 115.000 fra 2011 til 2020 uden reformer

I fremskrivningen i *Konvergensprogram 2012* (KP12) er der en stigning i arbejdsstyrken fra 2011 til 2020 på 115.000 personer (i det såkaldte "udfordringsforløb" uden reformer og med sædvanlige antagelser om væksten i det offentlige forbrug), hvoraf ca. 65.000 skyldes konjunkturnormalisering. I nærværende fremskrivning ventes arbejdsstyrken fra 2011 til 2020 at stige med ca. 50.000 personer mere end i KP12, hvilket betyder, at arbejdsstyrken målt i personer er ca. 1¾ pct. højere i 2020.⁹ Forskellen i antallet personer modsvares dog delvist af en modsatrettet forskel i udviklingen i den gennemsnitlige arbejdstid. I regeringens fremskrivning er der færre erhvervsaktive unge og ældre end i nærværende fremskrivning. Da disse aldersgrupper som nævnt har forholdsvis lav arbejdstid, er den gennemsnitlige arbejdstid i KP12 højere, og forskellen i den samlede beskæftigelse målt i timer er som følge heraf lidt mindre end 1 pct. i 2020, svarende til ca. 25.000 fuldtidsbeskæftigede.

9) Der er en række forskelle i såvel datagrundlag som beregnings-tekniske forudsætninger mellem de to arbejdsstyrkefremskrivninger. Bl.a. er regeringens fremskrivning baseret på befolkningsprognosen fra 2011, hvor nærværende fremskrivning bygger på en nyere prognose fra 2012.

**I 2020-planen
forudsættes
yderligere stigning
på 60.000**

I regeringens 2020-plan, som blev fremlagt i begyndelsen af maj 2012, planlægges reformer svarende til en yderligere stigning i arbejdsstyrken frem mod 2020 på 60.000 personer. Dermed vil der ifølge regeringens beregninger blive tale om en samlet stigning i arbejdsstyrken på ca. 180.000 personer fra 2011 til 2020. Dette er kun lidt mere end den stigning, som er indlagt i nærværende fremskrivning, men i modsætning til regeringens 2020-plan opnås stigningen i nærværende fremskrivning uden yderligere reformer. Forskellen skyldes forskellige vurderinger af udviklingen i arbejdsstyrken frem mod 2020.

**Ledighed
forudsættes at være
på strukturelt
niveau i 2020**

I takt med normaliseringen af konjunkturerne forventes arbejdsstyrken at vende tilbage til det strukturelle niveau, der som nævnt ventes at stige markant frem mod 2020. I fremskrivningen lægges det til grund, at beskæftigelsen øges i takt med stigningen i den strukturelle arbejdsstyrke. En forudsætning for, at den stigende arbejdsstyrke ikke slår ud i øget ledighed, er, at der er en tilstrækkelig efterspørgsel efter arbejdskraft. I prognosen forudsættes det, at efterspørgslen vokser tilstrækkeligt til, at ledigheden i 2020 er bragt ned på det strukturelle niveau, som vurderes at være ca. 3½ pct. af arbejdsstyrken. Forudsætningen om, at en stigende arbejdsstyrke slår ud i en tilsvarende stigning i beskæftigelsen bygger blandt andet på, at løndannelsen er tilstrækkelig fleksibel til at opsuge stigningen i arbejdsudbuddet. En væsentlig del af stigningen i den strukturelle arbejdsstyrke i de kommende år skyldes, at personer, der allerede er i beskæftigelse, som følge af tilbagetrækningsaftalen antages at undlade at udtræde af arbejdsmarkedet. Dette taler for, at den stigende arbejdsstyrke hurtigt vil slå ud i stigende beskæftigelse frem for øget ledighed.

**Strukturel vækst
på knap 1½ pct. om
året i perioden
2011-20**

I nærværende fremskrivning er den strukturelle vækst i BNP forudsat at blive knap 1½ pct. om året i perioden 2011-20. Til denne årlige vækst bidrager væksten i den strukturelle arbejdsstyrke på ca. 95.000 personer med ca. ½ pct.point, mens den resterende ca. 1 pct.point skyldes vækst i den strukturelle timeproduktivitet. I de private byerhverv ventes en stigning i den strukturelle timeproduktivitet på 1½ pct. om året, men den gennemsnitlige produktivitetstigning i hele økonomien trækkes ned, blandt andet fordi produk-

tionen i Nordsøen forventes reduceret med ca. $\frac{1}{3}$ frem til 2020. Produktiviteten i Nordsø-erhvervet er meget høj, fordi få ansatte kan udvinde stor økonomisk værdi fra undergrunden. Dertil kommer, at der nationalregnskabs teknisk ikke beregnes produktivitetsstigninger i den offentlige sektor ud over eventuelle effekter af ændret uddannelse og anciennitet.

Konjunkturgenopretning løfter væksten de kommende år

Aktuelt skønnes produktionen at være omkring 3 pct. under det strukturelle niveau. Da output gap forudsættes at være lukket i 2020, ventes normaliseringen af konjunkturterne de kommende år at føre til en vækst i BNP på i gennemsnit $1\frac{3}{4}$ pct. årligt, hvilket er knap $\frac{1}{2}$ pct.point højere end den underliggende strukturelle vækst.

Usikkerhed om fremskrivning

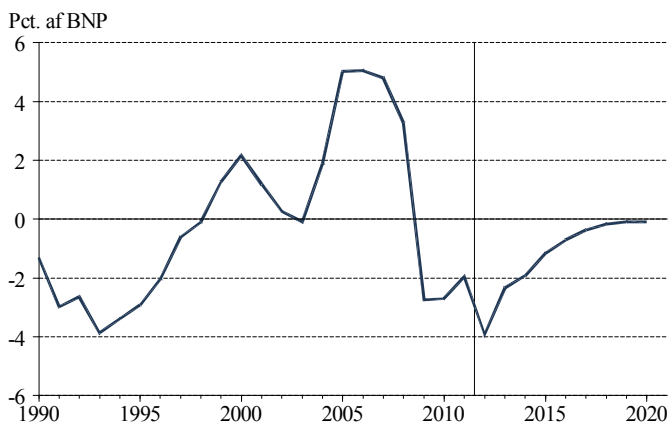
Fremskrivningen er forbundet med betydelig usikkerhed herunder den usikkerhed, som knytter sig til forudsætningerne om produktivitetsudviklingen og om udviklingen i arbejdsstyrken. Dette illustreres bl.a. af forskellen mellem arbejdsstyrkeudviklingen i nærværende fremskrivning og fremskrivningen i *Konvergensprogram 2012*. Usikkerheden knytter sig både til niveauet for (den strukturelle) arbejdsstyrke og til den fremtidige udvikling heri. Usikkerheden om niveauet drejer sig om, at det kan vise sig, at vurderingen af det nuværende strukturelle niveau for arbejdsstyrken er for høj. En eventuel overvurdering af det nuværende niveau kan skyldes, at en større del af beskæftigelsesfremgangen under højkonjunkturen end vurderet var konjunkturbetinget. Det kan også være, at den aktuelle lavkonjunktur allerede har skubbet personer på kanten af arbejdsmarkedet varigt ud af arbejdsstyrken. Hvis niveauet for den nuværende strukturelle arbejdsstyrke er overvurderet, er det konjunkturbetingede arbejdsstyrkegap mindre, og dermed vil konjunkturnormaliseringen give anledning til en mindre stigning i arbejdsstyrke, beskæftigelse og BNP. Usikkerhed om udviklingen i arbejdsstyrken afspejler blandt andet vurderinger om anvendelse af efterlønsordningen. Eksempelvis kan det være, at færre end forventet vælger at melde sig ud af efterlønsordningen således, at der ikke sker den ventede reduktion i antal efterlønsmodtagere. I givet fald kan den forventede strukturelle stigning i arbejdsstyrken frem mod 2020 kan vise sig at være overvurderet.

Offentlige finanser

Konjunkturgenopretning og konsolidering forbedrer de offentlige finanser

Udviklingen i de offentlige finanser er de kommende år præget af den forventede konjunkturalisering. Fra 2011 til 2020 ventes de offentlige finanser at blive forbedret med ca. 1 $\frac{3}{4}$ pct. af BNP, hvorved der opnås omtrent balance på den offentlige saldo i 2020, jf. figur I.49. Heraf vurderes ca. $\frac{3}{4}$ pct. af BNP at være en strukturel forbedring. Denne vurdering er baseret på en supplerende beregning af strukturelle saldo, hvor der er beregnet et strukturelt niveau for en lang række poster på den offentlige saldo, jf. boks I.7. Den beregnede strukturelle forbedring skyldes hovedsageligt den planlagte konsolidering frem til 2013. Fra og med 2013 ventes den strukturelle saldo at være omtrent i balance frem til omkring 2020. Derefter er der udsigt til en gradvis forværring af de offentlige finanser og en lang årrække med strukturelle underskud på langt mere end $\frac{1}{2}$ pct. af BNP, jf. kapitel III.

Figur I.49 Offentlig saldo



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

Boks I.7 Supplerende beregning af strukturel saldo

Som beskrevet i boks I.3 i afsnit I.8 beregnes strukturel saldo sædvanligvis ved at rense den faktiske saldo for konjunkturudsving ved anvendelse af output gap og en budgetmultiplikator, og derudover kan der foretages korrektioner for andre midlertidige indtægter eller udgifter. Som et supplement til denne type beregning er der beregnet et strukturelt niveau for hver enkelt post på den offentlige saldo med det detaljeringsniveau, som er i De Økonomiske Råds makroøkonometriske model SMEC, som anvendes til udarbejdelse af de halvårslige konjunkturvurderinger. Den præcise afgrænsning af, hvilke ændringer der er strukturelt eller konjunkturrelt betingede – eller bundet i et midlertidigt forhold, er vanskelig at foretage, og dette giver anledning til en usikkerhed i opgørelsen af strukturel saldo. Beregningen er en videreudvikling af beregningsmetoden præsenteret i *Dansk Økonomi, efterår 2010*. Metoden – og den resulterende strukturelle saldo – afviger fra Finansministeriets beregning, som beskrives i boks I.3.

Udgifter

Udviklingen i offentligt forbrug og investeringer er i høj grad politisk fastlagt, og derfor fastlægges det strukturelle niveau i beregningen som de faktiske udgifter i pct. af strukturelt BNP. De strukturelle udgifter til dagpenge og kontanthjælp til arbejdsmarkedsparate kontanthjælpsmodtagere samt til aktivering mv. er bestemt ud fra udviklingen i den strukturelle ledighed. Udgifterne til pensioner (folke- og førtidspension samt efterløn) og kontanthjælp til ikke-arbejdsmarkedsparate personer udgør hovedparten af indkomstoverførslerne og afhænger hovedsageligt af antallet af personer på de enkelte ordninger. Det antages, at der ikke er konjunkturfølsomhed i antallet, og det strukturelle niveau sættes lig de faktiske udgifter i pct. af strukturelt BNP. De øvrige offentlige udgifter omfatter bl.a. overførsler til Færøerne og Grønland samt EU-bidrag, og den strukturelle udgift er i stort omfang antaget at udgøre en konstant andel af strukturelt BNP baseret på den historiske udvikling.

Indtægter

Indkomstskatter i form af arbejdsmarkedsbidrag, stats- og kommuneskat udgør knap halvdelen af de offentlige indtægter, og for disse skatter er beregnet et strukturelt grundlag, som bl.a. afhænger af en forudsætning om en konstant lønkvote, indkomstoverførslerne i pct. af strukturelt BNP og nettorenteindtægterne i den private ikke-pensionssektor under forudsætning af en normal forrentning. Det strukturelle grundlag for moms og de forskellige punktafgifter er fastlagt ud fra et skøn for ligevægtsniveauet for det private forbrug i forhold til disponibel indkomst samt sammensætning af forbruget. Disponibel indkomst i pct. af BNP afhænger – ligesom grundlaget for skat – af lønindkomst, indkomstoverførsler, renteindtægter mv. fratrukket skattebetalinger. Det strukturelle grundlag for

Boks I.7 Supplerende beregning af strukturel saldo, fortsat

forbrugsandelene er fastlagt ved at udglatte de faktiske andele og fortsætte den historiske tendens i fremskrivningen til 2020. Provenuet fra PAL-skatten varierer meget fra år til år, og det strukturelle provenu er fastlagt ved at antage en normal forrentning af den faktiske pensionsformue det pågældende år. Provenuet fra nordsøbeskatningen afhænger af olieprisen og produktionen af olie og naturgas i Nordsøen og kan variere en del fra år til år, hvorfor det strukturelle provenu er fastlagt ved at udglatte det faktiske provenu. Også for de offentlige nettorentindtægter fastlægges det strukturelle niveau ved at udglatte de faktiske indtægter. For en række øvrige offentlige indtægter er det strukturelle provenu i stort omfang antaget at udgøre en konstant andel af strukturelt BNP baseret på den historiske udvikling ekskl. ekstraordinære, midlertidige indtægter. Dette drejer sig om bl.a. selskabsskat, registreringsafgift samt forskellige overførsler til den offentlige sektor fra udlandet (EU-tilskud mv.) og den private sektor.

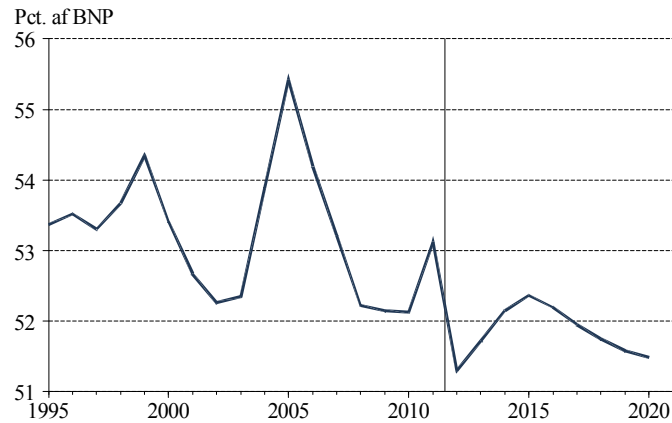
Sammenhæng mellem strukturel saldo og finanseffekt

Ændringen i strukturel saldo kan (for de fleste poster) opdeles i en ændring i sats og en ændring i strukturelt grundlag. Satsændringer indgår i beregningen af de direkte provenuer, der anvendes i beregningen af finanseffekter, mens ændring i grundlaget, eksempelvis en underliggende tendens til stigende forbrugskvote, kun medregnes i den strukturelle saldo.

Tendens til indtægtsreduktion

De offentlige indtægter varierer betragteligt fra år til år – også udover hvad konjunktursituationen kan forklare. Eksempelvis er der store udsving i provenuet fra pensionsafkastskatten. Set i et længere perspektiv har den underliggende tendens i de offentlige indtægter som andel af BNP dog udvist et fald, jf. figur I.50.

Figur I.50 Offentlige indtægter



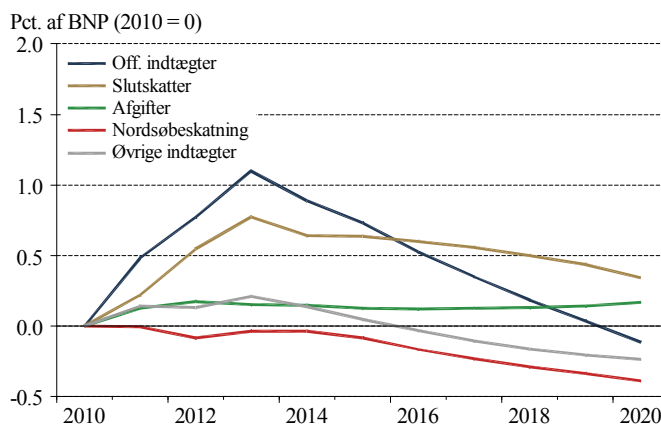
Anm.: Offentlige indtægter ekskl. renteindtægter.

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

**Omtrent samme
strukturelle
indtægter
i 2010 og 2020**

Tendensen til faldende indtægter ventes brudt i fremskrivningen, hvor der på baggrund af den supplerende beregning af strukturel saldo skønnes at være omtrent samme strukturelle niveau for de offentlige indtægter ekskl. renter i 2010 og 2020. Dette dækker dog over en række modsatrettede bevægelser. Provenuet fra nordsøbeskatningen ventes således at falde knap $\frac{1}{2}$ pct. af BNP frem mod 2020 som følge af et forventet fald i produktionen af olie og naturgas. Skattereformen i forårspakke 2.0 indeholder en gradvis indfasning af finansieringselementer, genopretningsaftalen og finansloven for 2012 medfører yderligere skattestigninger bl.a. fastfrysning af progressionsgrænser til 2013 og højere afgifter. I den anden retning trækker en underliggende tendens til svagt fald i skattegrundlaget, bl.a. som følge af lavere indkomstoverførsler i pct. af BNP. Fremover skønnes indekseringen af punktafgifter mv. at opretholde provenuet som andel af BNP, jf. figur I.51.

Figur I.51 Strukturelle indtægter siden 2010



Anm.: Figuren viser udviklingen i de strukturelle indtægter i pct. af BNP fra 2010 til 2020, hvor værdien i 2010 er indekseret til 0. De fire viste grupper af indtægtsposter summerer til de samlede offentlige indtægter ekskl. renter (blå kurve). Øvrige indtægter dækker bl.a. over offentlige afskrivninger og EU-midler.

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

Stort fald i udgifterne som andel af BNP

De samlede offentlige udgifter udgør i årene 2009-12 knap 55 pct. af BNP, hvilket er et historisk højt niveau. Frem mod 2020 ventes en betydelig nedbringelse af de offentlige udgifter, og i 2020 skønnes udgifterne at udgøre knap 51 pct. af BNP. Udgiftsniveauet er dog fortsat højere i 2020 end i starten af 00'erne, hvilket skyldes et højere niveau for det offentlige forbrug, jf. figur I.52. Udgiften til indkomstoverførsler udgør aktuelt knap 17½ pct. af BNP, hvoraf en del skyldes konjunkturbetingede udsving i form af højere udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse mv. Udgifterne til indkomstoverførsler ventes at blive reduceret til ca. 16½ pct. af BNP i 2020.

Figur I.52a Offentlige udgifter



Figur I.52b Offentligt forbrug



Anm.: De offentlige udgifter er vist ekskl. rentebetalinger. I højre figur viser den stiplede kurve udgiften til offentligt forbrug i pct. af strukturelt BNP.

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

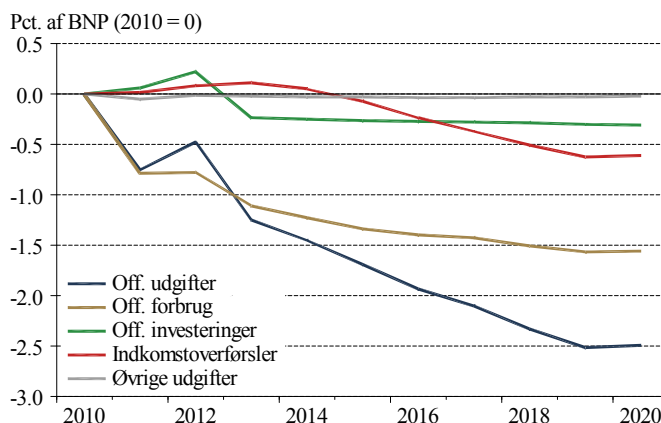
Det offentlige forbrug antages at vokse med ca. 0,9 pct. om året fra 2014

På baggrund af den demografiske udvikling og forudsætningerne om udviklingen i den strukturelle arbejdsstyrke og produktivitet indebærer en antagelse om uændrede reale standarder i det offentlige forbrug en realvækst på ca. 0,9 pct. om året i gennemsnit for perioden 2014-20. Udgiften til offentligt forbrug ventes at udgøre omkring 27¼ pct. af strukturelt BNP i 2020, hvilket er væsentlig lavere end i 2009, hvor udgiften toppede med knap 29 pct. af strukturelt BNP.

Strukturelt fald i udgifterne skyldes især offentligt forbrug

De samlede offentlige udgifter ekskl. renteudgifter ventes at blive strukturelt forbedret med ca. 2½ pct. af BNP fra 2010 til 2020, jf. figur I.53. Den væsentligste forklaring bag udviklingen i de offentlige udgifter er udviklingen i det offentlige forbrug. Udgiften til offentligt forbrug forudsættes reduceret med ca. 1½ pct. af strukturelt BNP. Dette fald afspejler primært genopretningsaftalen, der fra 2010 til 2013 vurderes at reducere udgiften til offentligt forbrug med godt 1 pct. af strukturelt BNP. I fremskrivningen forudsættes en normalisering af udgifterne til offentlige investeringer. Fra 2010 til 2013 ventes en reduktion i investeringerne på ca. ¼ pct. af BNP.

Figur I.53 Strukturelle udgifter fra 2010 til 2020



Anm.: Figuren viser udviklingen i de strukturelle udgifter i pct. af BNP fra 2010 til 2020, hvor værdien er indekseret til 0 i 2010. De fire viste grupper summerer til de samlede offentlige udgifter (blå kurve). Øvrige udgifter dækker bl.a. over overførsler til Færøerne og Grønland samt EU-bidrag.

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

Lavere indkomstoverførsler

Fra 2010 til 2020 er der udsigt til et fald i de strukturelle udgifter til indkomstoverførsler på godt $\frac{1}{2}$ pct. af BNP. Faldet dækker over et relativt stort fald i udgifterne til efterløn på ca. $\frac{3}{4}$ pct. af strukturelt BNP fra 2010 til 2020, mens udgifterne til folke- og førtidspension ventes at stige. Faldet i udgifterne til efterløn skyldes hovedsageligt effekten af, at efterlønsperioden som led i tilbagetrækningsaftalen reduceres fra fem til tre år.

2020-plan

Regeringen fremlagde i begyndelsen af maj 2012 en 2020-plan, der blandt andet bygger på VK-regeringens mål om strukturel balance i 2020. Planen lægger op til reformer på en række områder, herunder førtidspension, fleksjob, kontanthjælp og skat, svarende til et krav om ca. 60.000 flere i arbejdsstyrken. De penge, som i givet fald kommer i kassen, skal ifølge regeringens plan i første omgang bruges til at lukke det hul i de offentlige finanser i 2020, som ifølge regeringens vurdering er på knap $\frac{1}{2}$ pct. af BNP. Derefter skal pengene bruges til at opfylde den nye, mere ambitiøse uddannelsesmålsætning om, at 60 pct. af en ungdomsårgang

skal have en videregående uddannelse. Endelig vil yderligere midler som følge af reformer ifølge planen blive anvendt til finansiering af en hurtigere grøn omstilling og vækstfremmende initiativer. Regeringen lægger således op til, at det skal være en stigning i arbejdsudbuddet frem mod 2020, som dels skal sikre balance på de offentlige finanser i 2020, dels give mulighed for at øge udgifterne yderligere.

Fremskrivning i konvergensprogram

2020-planen er baseret på en fremskrivning, som fremgår af *Konvergensprogram 2012* (KP12). Det såkaldte udfordringsforløb i KP12, hvor allerede vedtaget politik lægges til grund samt en antagelse om en demografisk betinget stigning i det offentlige forbrug, kan sammenlignes med nærværende fremskrivning. Som tidligere nævnt ventes en større stigning i arbejdsstyrke og beskæftigelse i nærværende fremskrivning end i KP12. Målt som timebeskæftigelse er niveauet i 2020 knap 1 pct. højere i nærværende fremskrivning end i KP12, og nominelt BNP er ligeledes knap 1 pct. højere.

Mindre underskud i 2020 end i KP12

I udfordringsforløbet i KP12 ventes et underskud på den offentlige saldo på 7 mia. kr., svarende til knap ½ pct. af BNP i 2020, jf. tabel I.13. I nærværende fremskrivning skønnes den offentlige saldo med et underskud på 2 mia. kr. at være næsten i balance i 2020. Forskellen på den offentlige saldo mellem KP12 og nærværende fremskrivning udgør dermed omkring 5 mia. kr., svarende til ca. ¼ pct. af BNP. Bag forskellen i forventet underskud i 2020 ligger forskellige vurderinger af udviklingen i en række forskellige makroøkonomiske størrelser. En af disse forskelle er den nævnte forskel i vurderingen af arbejdsstyrken og timebeskæftigelsen.

Lidt flere overførselsmodtagere end i KP12

I nærværende fremskrivning, der som nævnt er baseret på en nyere befolkningsfremskrivning end KP12, ventes generelt lidt flere overførselsmodtagere i 2020, end det der tilfældet i KP12. Den væsentligste forskel er i antallet af folkepensionister, hvor den nye befolkningsfremskrivning indebærer en lille stigning i levetiden og dermed lidt flere folkepensionister. I konvergensprogrammet antages den strukturelle ledighed at være 3,3 pct. af arbejdsstyrken, mens der i nærværende fremskrivning forudsættes en struk-

turel ledighed på ca. 3½ pct. Samlet skønnes udgifterne til indkomstoverførsler at være knap ½ pct. af BNP højere i 2020 i nærværende fremskrivning end i KP12. Dette er den væsentligste, enkeltstående forskel på udgiftssiden mellem de to fremskrivninger. De samlede offentlige udgifter ekskl. renteudgifter skønnes i 2020 at være ca. ¾ pct. af BNP højere i nærværende fremskrivning end i KP12.

Tabel I.13 Sammenligning af fremskrivninger

	DØR		KP12
	2011	2020	udfordringsforløb 2020
	----- 1.000 pers. -----		
Arbejdsstyrke	2.850	3.017	2.964
Folkepensionister	898	1.047	1.032
Efterlønsmodtagere	114	51	50
Førtidspensionister	242	263	271
Ledige	109	106	98
Kontanthjælpsmodtagere (ekskl. ledige)	84	80	76
	----- Pct. af BNP -----		
Offentlige indtægter	53,1	51,5	50,5
heraf skatter	31,2	29,7	29,6
afgifter	16,9	18,0	17,2
Offentlige udgifter	54,6	50,9	50,1
heraf offentligt forbrug	28,6	27,2	27,1
indkomstoverførsler	17,4	16,5	16,1
Primær saldo	-1,5	0,6	0,4
Offentlig saldo	-1,9	-0,1	-0,4
ØMU-gæld	46,5	35,3	41,3

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, *Konvergensprogram 2012* og egne beregninger.

**Højere indtægter
end i KP12**

Effekten af de højere udgifter bliver mere end modvirket af, at indtægterne også vurderes at være højere i nærværende fremskrivning. Samlet vurderes indtægterne i 2020 at være omkring 1 pct. af BNP større end i KP12. En af de væsentligste forklaringer bag forskellen er en højere privat forbrugskvote i nærværende fremskrivning, hvilket indebærer et højere afgiftsprodukt end vurderet i KP12.

**Fremskrivninger
er usikre**

Fremskrivninger af den økonomiske udvikling og konsekvensen for de offentlige finanser er baseret på en lang række forudsætninger. Forskellige forudsætninger om udviklingen i arbejdsstyrke, forskelle i renteforudsætninger eller forskellige vurderinger af det underliggende niveau for forskellige skattebasers størrelse i forhold til BNP giver anledning til forskelle i vurderingen af den offentlige saldo. Alle disse forudsætninger er baseret på skøn og er dermed behæftet med større eller mindre usikkerhed. Sammenlignes to fremskrivninger, vil der uundgåeligt være forskellig vurdering på en lang række områder, hvor nogle trækker i den ene retning og nogle i den anden. Set i lyset heraf er en forskel på 5 mia. kr. for skønnet for den offentlige saldo otte år ud i fremtiden en forholdsvis beskedne forskel.

**Hvis arbejds-
styrken er 25.000
lavere, forværres
saldoen med ca.
0,2 pct. af BNP**

Som illustration af følsomheden over for én antagelse, er det beregnet, hvad en lavere vækst i arbejdsstyrken kan betyde for fremskrivningen. Lavere arbejdsstyrke reducerer BNP og forværre den offentlige saldo. Mange offentlige indtægter og udgifter følger overordnet set BNP, men nogle poster især på udgiftssiden må antages ikke at blive påvirket af ændret BNP. Dette drejer sig bl.a. om en række indkomstoverførsler og renteudgifter. Lavere BNP vil ad den vej forværre de offentlige finanser i pct. af BNP. Effekten på de offentlige finanser af et lavere arbejdsudbud afhænger desuden af, hvorvidt de personer, som træder ud af arbejdsmarkedet i stedet modtager en offentlig indkomstoverførsel. Modelberegningerne viser, at 25.000 færre fuldtidsbeskæftigede, der i stedet modtager eksempelvis førtidspension, permanent vil forværre den primære offentlige saldo med ca. 0,4 pct. af BNP. Hvis der i stedet er tale om personer, som ikke i stedet overgår til offentlige indkomststøttede ydelser, vil forværringen af saldoen blive mindre, ca. 0,2 pct. af BNP, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2011*.

I.10 Aktuel økonomisk politik

Usikkerhed om statsfinanser i Europa bidrager til svage konjunkturer

Dansk økonomi er ligesom resten af Europa præget af bekymringen for statsfinanser i en række europæiske lande. Mistilliden til de offentlige finanser har i forskelligt omfang ramt både mindre og større lande især i det sydlige Europa. Selvom der er stor tillid til de offentlige finanser i Danmark, har statsgældskrisen i Europa også påvirket den danske økonomi negativt. Utryghed og usikkerhed om de fremtidige indkomst- og afsætningsforhold gør, at forbrugere og virksomheder holder igen med forbrug og investeringer. I kombination med de gennemførte finanspolitiske stramninger har tilbageholdenhed blandt forbrugere og virksomheder betydet, at der stort set ikke har været fremgang i BNP i Danmark igennem det seneste halvandet år.

Finanspolitiske stramninger og EU-tiltag bidrager til at genskabe tillid ...

I Europa er der generelt udsigt til en meget svag aktivitetsudvikling i de kommende år. De svage vækstudsigter skyldes både de finanspolitiske stramninger og den fundamentale bekymring for konsekvenserne af statsgældsproblemerne. De finanspolitiske stramninger, der er gennemført i de fleste lande i Europa, kombineret med de initiativer fra EU, IMF og ECB, som er gennemført inden for det seneste halve til hele år, bidrager positivt til, at tilliden til de offentlige finanser gradvist kan genvindes. Tillidsgenopretningen kan dog ikke tages for givet. Det er sandsynligt, at der vil komme perioder med større uro på markederne for statsobligationer, og det kan ikke udelukkes, at situationen i enkelte lande kan komme så meget ud af kontrol, at en ukontrolleret statsbankerot bliver resultatet. Konsekvenserne for den økonomiske udvikling i Europa og Danmark i en sådan situation er meget svære at vurdere på forhånd.

... men intet er sikkert

Finanspolitisk lempelse i Danmark i 2012 hensigtsmæssig

Til forskel fra de fleste andre europæiske lande bliver finanspolitikken efter en stor opstramning i 2011 lempet i Danmark i 2012. Lempelsen består af høj vækst i de offentlige investeringer, en mærkbar stigning i offentligt forbrug samt tilbagebetaling af efterlønsbidrag. Finanspolitikken i 2012 vurderes at forøge væksten i BNP med knap ½ pct.point i forhold til en situation med neutral finanspolitik. Den finanspolitiske lempelse i 2012 er velbegrundet i lyset af den svage udvikling i den indenlandske efterspørgsel og

den usikre situation i Danmarks samhandelslande. Den finanspolitiske lempelse bidrager til, at der er udsigt til en beskeden fremgang i dansk økonomi i 2012, mens der ventes stagnation eller i nogle tilfælde ligefrem tilbagegang i de øvrige europæiske lande.

Stor tillid til de offentlige finanser i Danmark

En vigtig forudsætning for lempelsen af finanspolitikken i 2012 er, at der i Danmark til forskel fra flere andre europæiske lande er tillid til de offentlige finanser. Dette skal blandt andet ses i lyset af, at Danmark har relativt sunde offentlige finanser. Den danske bruttogæld var i 2011 på 47 pct. af BNP, hvilket er betydeligt lavere end gennemsnittet i EU på over 80 pct. af BNP. Budgetunderskuddet i Danmark var i 2011 på knap 2 pct. af BNP, hvilket også er lavere end i de fleste lande i EU. Som et af de få europæiske lande har Danmark desuden, med indregning af tilbagetrækningsaftalen og under antagelse af ophævelse af nominalprincippet for punktafgifter, holdbare offentlige finanser på lang sigt, jf. kapitel III. De sunde offentlige finanser kan ikke mindst tilskrives, at der har været en tradition for at indrette finanspolitikken med henblik på at sikre offentlige overskud eller balance mellem indtægter og udgifter på længere sigt.

Kraftig forværring af de offentlige finanser under krisen

I forbindelse med tilbageslaget i 2008-09 blev de offentlige finanser kraftigt svækket i såvel Danmark som de fleste andre lande. I Danmark blev et overskud på den offentlige saldo på godt 5 pct. af BNP i årene op til tilbageslaget vendt til et underskud på knap 2 pct. af BNP i 2011. Forværringen skyldtes både de automatiske stabilisatorer og diskretionære finanspolitiske tiltag for at mildne krisens konsekvenser.

EU-henstilling om en saldoforbedring på 1½ pct. fra 2010-13

En forventning om, at underskuddet på den faktiske saldo i 2010 og 2011 ville overstige 3 pct. af BNP, medførte, at Danmark i juni 2010 fik en henstilling fra EU om at forbedre den strukturelle offentlige saldo med mindst 1½ pct. af BNP fra 2010 til 2013. Underskuddene i 2010 og 2011 viste sig at blive mindre end 3 pct., hvilket i høj grad skyldtes ekstraordinære indtægter fra især pensionsafkastskatten. For 2012 forventes underskuddet på den offentlige saldo at overstige 3 pct. af BNP blandt andet som konsekvens af den svage konjunktursituation, tilbagebetalingen af efterløns-

bidrag og en antagelse om, at provenuet fra pensionsafkastskatten reduceres fra det usædvanligt høje niveau i 2011.

**Stramning i 2013
nødvendig for at
overholde EU-
henstilling ...**

Finanspolitikken i Danmark er tilrettelagt med henblik på at opfylde EU-henstillingen om en forbedring af den strukturelle saldo frem mod 2013. Det betyder, at der er lagt op til at gennemføre betydelige stramninger i 2013 efter lempelsen i 2012. De planlagte stramninger betyder, at finanspolitikken vil dæmpe væksten med knap 1 pct.point i 2013 i forhold til en situation med en neutral finanspolitik. Opstramningen skyldes ikke mindst et planlagt fald i de offentlige investeringer. I et vist omfang kan faldet i de offentlige investeringer blive afbødet af fremrykket renovering af almene boliger og investeringer afledt af aftalen om dansk energipolitik frem mod 2020. Både omfanget og den tidsmæssige placering af disse investeringer er dog særdeles usikker.

**... men ikke
konjunkturmæssigt
velbegrunderet**

I lyset af den aktuelt særdeles skrøbelige konjunktursituation er det i udgangspunktet ikke hensigtsmæssigt at stramme finanspolitikken så meget, som der er lagt op til i 2013. Stramningen må da også helt overvejende opfattes som afledt af ønsket om at leve op til EU-henstillingen. Der er gode grunde til at overholde henstillingen, men ud fra en konjunkturmæssig vurdering ville det være mere hensigtsmæssigt, hvis den påkrævede forbedring af den strukturelle balance først skulle være opnået senere, f.eks. i 2015.

**Forventning om
omtrent balance
i 2020 bygger på
stor stigning i
beskæftigelsen**

Med den planlagte finanspolitik og den forudsatte normalisering af konjunkturerne er der udsigt til omtrent balance på de offentlige budgetter i 2020. Denne forventning bygger blandt andet på, at beskæftigelsen vil stige med omkring 170.000 personer fra 2011 til 2020. Af denne stigning skyldes omkring halvdelen, at beskæftigelsen aktuelt skønnes at ligge 90.000 under det strukturelle niveau, og at den forventede konjunkturnormalisering derfor formodes at bevirke en stigning i beskæftigelsen i denne størrelsesorden. Yderligere knap 60.000 kan tilskrives effekten af tilbagetrækningsaftalen, mens den resterende del af stigningen på ca. 20.000 skyldes andre, herunder demografiske, forhold, der øger den strukturelle arbejdsstyrke. Det er lagt til grund for fremskrivningen, at stigningen i beskæftigelsen på

omkring 170.000 personer vil ske uden yderligere reformer, ud over de stigninger i tilbagetrækningsaldrene, der følger af tilbagetrækningsaftalen.

Regeringen forventer et lille underskud i 2020 med uændret politik

Regeringen har i maj 2012 fremlagt en ny 2020-plan, der bygger oven på *Konvergensprogram 2012*, som udkom i slutningen af april måned. I konvergensprogrammet skønnes det, at der med uændret politik vil være et underskud i 2020 på ca. 7 mia. kr., mens fremskrivningen præsenteret i dette kapitel har et underskud på ca. 2 mia. Forskellen skyldes blandt andet, at der i nærværende fremskrivning er en mere positiv udvikling i arbejdsstyrken, i 2020 således 50.000 personer flere i arbejdsstyrken svarende til 30.000 ekstra fuldtidsbeskæftigede. Forskellen skyldes dels, at nærværende fremskrivning bygger på en nyere befolkningsprognose, dels mindre forskelle i antagelser vedrørende eksempelvis erhvervsfrekvenser og overgang til førtidspension. Forskellen i udviklingen i arbejdsstyrke og offentlig saldo illustrerer en del af den usikkerhed og følsomhed overfor underliggende antagelser, der er forbundet med prognoser 8-10 år frem i tid.

Planlagte reformer i 2020-plan skal finansiere øgede udgifter – og lukke hul i 2020

I 2020-planen lægges op til, at der skal gennemføres nye reformer og andre tiltag, der kan løfte den strukturelle beskæftigelse med 60.000 personer i 2020. Regeringens ambition er, at de offentlige finanser hermed kan styrkes med 14 mia. kr. i 2020. Af denne budgetforbedring lægges der op til, at halvdelen anvendes til at skabe balance i 2020, mens den anden halvdel anvendes til at finansiere nye udgiftskrævende initiativer, herunder mere ambitiøse uddannelsesmål, højere offentlig velfærd og større udgifter til grøn omstilling.

Målsætning om balance i 2020

2020-planen bygger videre på den tidligere regerings mål om balance i 2020. Der kan være god fornuft i dette mål, blandt andet fordi det er relativt operationelt eksempelvis i forhold til en målsætning om holdbare og troværdige offentlige finanser. Balance i 2020 er skrapere end Danmarks nuværende mellemfristede budgetmål, der tillader et underskud på ½ pct. af BNP. Ved at sigte mod balance opnås en lille sikkerhedsmargin i forhold til bristede forudsætninger. Hvis forudsætningerne holder, vil opfyldelse af målsætning-

gen om balance i 2020 sikre, at der er et lille, ekstra stabiliseringspolitisk råderum.

Usikkerhed taler for en forsigtig strategi

Givet målet om balance i 2020 indebærer fremskrivningen præsenteret i kapitel I, at højere udgifter nødvendiggør reformer eller andre tiltag, der kan give den nødvendige finansiering. Behovet for nye reformer afhænger af det ønskede omfang af initiativer, der vil medføre højere udgifter (eller lavere skatter), og er dermed i høj grad et politisk anliggende. Et forsigtighedsprincip og kravet om et maksimalt strukturelt underskud på ½ pct. af BNP vil tilsige, at de højere udgifter først kan afholdes, når der er rimelig sikkerhed for virkningen af de gennemførte finansieringstiltag. I lyset af den usikkerhed, der er omkring udviklingen frem mod 2020, bør en forsigtig strategi følges. Regeringens 2020-plan indebærer, at halvdelen af provenuet fra nye reformer bruges til at forbedre saldoen, mens den anden halvdel anvendes til at finansiere øgede udgifter. Ud fra et forsigtighedshensyn vurderes det at være anbefalelsesværdigt at følge dette fordelingsprincip indtil videre, også selv om underskuddet i 2020 i nærværende fremskrivning er mindre end i regeringens fremskrivning.

Behov for strammere udgiftsstyring

En af forudsætningerne for strukturel balance i 2020 og en langsigtsholdbar finanspolitik er, at de offentlige udgifter ikke skrider i forhold til det planlagte. Der har historisk været mere eller mindre systematiske overskridelser af de opstillede mål for realvæksten i det offentlige forbrug. Der er derfor et behov for en stram styring af udgifterne til det offentlige forbrug mv. På statens område har der længe været anvendt rammestyring, og aftalesystemet på det kommunale og regionale område er også et forsøg på styring af udgifterne. Udgifterne er imidlertid steget mere end planlagt og aftalt, hvilket understreger behovet for en opstramning af udgiftsstyringen.

Budgetlov med flerårige udgiftslofter og sanktioner kan bidrage til bedre styring

Regeringen har i foråret 2012 fremsat et forslag om en budgetlov. Budgetloven omfatter blandt andet etablering af flerårige udgiftslofter, der skal gælde fra 2014. Det Økonomiske Råds formandskab har tidligere anbefalet indførelsen af flerårige udgiftslofter. Regeringen har også fremsat forslag om at gøre sanktionsmulighederne ved overskridel-

ser af de planlagte udgifter permanente for kommunerne og at indføre tilsvarende sanktioner for regionerne. De kommunale regnskaber for 2011 udviste markant lavere driftsudgifter end aftalt og budgetteret. De skærpede sanktioner over for kommunerne, der har haft virkning i 2011, ser således ud til at have haft en effekt. Det er derfor fornuftigt at gøre sanktionsmulighederne permanente. Formandskabet har tidligere anbefalet, at der for at styrke incitamentet til aftale- og budgetoverholdelse i den enkelte kommune eller region skulle indføres individuelle sanktioner.

**Fireårige
udgiftslofter**

Udgiftslofterne dækker løbende fire år og omfatter de fleste af de offentlige udgifter, som ikke er relateret til ledighed, renter eller investeringer. Der bliver fem særskilte lofter for henholdsvis kommunale driftsudgifter, regionale driftsudgifter dels på sundhedsområdet og dels til regional udvikling, statslige udgifter til indkomstoverførsler samt statslige udgifter til drift, EU-bidrag mv. Størrelsen af udgiftslofterne fastlægges på baggrund af målet for den strukturelle saldo, og den makroøkonomiske fremskrivning bag beregningen må kun indregne provenu fra reformer, der er flertal for i Folketinget.

**Hyppige ændringer
kan svække
troværdighed**

Der er kun begrænsede muligheder for at ændre lofterne undervejs. På den ene side er det hensigtsmæssigt med en vis fleksibilitet i de udgiftspolitiske rammer og mulighed for at tilpasse lofterne ved ændrede forudsætninger. På den anden side er det centralt, at lofterne udstikker troværdige rammer for den førte udgiftspolitik. Løbende ændringer kan svække lofternes troværdighed. Det er dermed afgørende, at ændringer begrænses, og at ændringerne i givet fald både er gennemskuelige og velbegrundede samt i fuld overensstemmelse med de finanspolitiske målsætninger.

**Overholdelse af
målsætning om
balance i 2020
implicerer
holdbarhed**

De nye tiltag har samlet set til formål at understøtte opfyldelsen af de mellemfristede målsætninger, hvilket overordnet set er positivt. Vedtagelse af budgetloven vil samtidig indebære implementering af finanspagten, der blandt andet indeholder et krav om, at det strukturelle underskud på de offentlige finanser som udgangspunkt højst må udgøre ½ pct. af BNP. Regeringen har samtidig holdt fast i den tidligere regerings mål om strukturel balance i 2020.

Udsigt til stigende underskud efter 2020

Efter 2020 er udsigt til en gradvis forværring af de offentlige finanser. Forværringen skyldes primært demografiske forhold og lavere produktion af olie og naturgas i Nordsøen. Selvom finanspolitikken teknisk set er holdbar på lang sigt, er der således udsigt til en længere årrække efter 2020 med strukturelle underskud på 2-2½ pct. af BNP, jf. kapitel III. De store underskud betyder, at den danske finanspolitik uden yderligere reformer eller finanspolitiske opstramminger vil komme i strid med finanspagten.

Tiltag og reformer, der forbedrer saldoen, kan gennemføres før eller efter 2020

Hvis finanspolitikken også efter 2020 skal overholde kravet om, at den strukturelle saldo ikke må udvise et underskud, der er større end ½ pct. af BNP, er der behov for tiltag, som kan forbedre de offentlige finanser. Hvis man allerede inden 2020 ønsker at gennemføre så store stramminger, at der med de givne forudsætninger aldrig opstår strukturelle underskud på over ½ pct. af BNP, vil det føre til et betydeligt overskud i 2020. Gennemførelsen af tiltag, der forbedrer den strukturelle saldo markant inden 2020, vil samtidig trække i retning af en langsommere normalisering af konjunktursituationen. Hvis saldoforbedringerne alternativt udskydes til efter 2020, vil kravet til saldoforbedringer blive større, men strammingerne vil forventeligt kunne gennemføres i en mere normal konjunktursituation.

Ikke oplagt, om en stramning skal gennemføres før eller efter 2020

Hvornår og hvordan tiltag, der kan forbedre de offentlige finanser, skal gennemføres, afhænger af de politiske prioriteringer, herunder hensynet til de forskellige generationer. Jo senere saldoforbedringen gennemføres, jo større skal den være. Omvendt kan der være både økonomiske og fordelingsmæssige overvejelser, der gør, at ekstra stramminger på kort sigt ikke er realistiske eller hensigtsmæssige. Der er allerede gennemført flere tiltag, herunder genopretningsaftalen og tilbagetækningsreformen, og regeringen har annonceret yderligere reformer, der kan forventes at træde i kraft før 2020. De allerede vedtagne og planlagte reformer involverer alle på den ene eller anden måde behov for større økonomiske tilpasninger, herunder store stigninger i beskæftigelsen op imod det strukturelle niveau. Det er derfor ikke oplagt, at de finanspolitiske udfordringer, Danmark står overfor på længere sigt, bør håndteres via tiltag før 2020.

EU-forslag om skat på finansielle transaktioner er ikke en god idé

EU-Kommissionen har i september 2011 fremsat et forslag om en fælles minimumsstandard for beskatning af finansielle transaktioner inden for EU. Det vurderes imidlertid ikke, at være hensigtsmæssigt at indføre en sådan skat. En skat på finansielle transaktioner betales i første omgang af finansielle institutioner, men i sidste ende vil skatten i vid udstrækning blive båret af virksomheder og husholdninger via højere finansieringsomkostninger, som påvirker investeringer, opsparing og dermed BNP negativt.

Ikke oplagt, at en skat på finansielle transaktioner mindsker risiko for ustabilitet

En særskat på finansielle transaktioner bør kun indføres, hvis der kan påpeges uønskede sideeffekter knyttet til de finansielle transaktioner som sådan. Som udgangspunkt er mange handler positivt, fordi de øger likviditeten og dermed effektiviteten på markederne, men der kan også være finansielle transaktioner, der destabiliserer markedet. Teoretisk er det ikke oplagt, om en transaktionsskat vil virke stabiliserende eller destabiliserende, men empirisk er der ikke fundet belæg for, at mange transaktioner øger ustabiliteten på de finansielle markeder, snarere tværtimod. Behovet for at begrænse risikofyldt adfærd i den finansielle sektor håndteres bedre via kapital- og likviditetskrav mv. end via en finansiell transaktionsskat. En finansiell transaktionsskat bør heller ikke indføres med et argument om, at den vil rejse et provenu, der anvendes til eksempelvis vækstskabende initiativer. Finansiering af ønskværdige initiativer bør ske på den mest hensigtsmæssige måde – og her er en generel skat at foretrække frem for en særskat på finansielle transaktioner.

Den finansielle sektors nuværende momsfrigørelse bør håndteres via en skat på lønsum (og overnormal profit)

Hvis man på europæisk plan ønsker at øge skatteprovenuet gennem en højere beskatning af den finansielle sektor, bør denne i første omgang sigte på at kompensere for den nuværende momsfrigørelse, der gælder for de fleste finansielle tjenesteydelser på EU-plan. Til dette formål er en afgift på lønsum (og evt. overnormal profit) i den finansielle sektor velegnet. Den danske lønsumsavgift, der er en afgift, som kun få europæiske lande aktuelt har, kan eksempelvis bruges som model.

Bilagstabel I.1 BNP-vækst i udvalgte lande

	Eksport- vægt	Mængdestigning				
		2010	2011	2012	2013	2014
	Andel	-----		Pct.	-----	
USA	10,1	3,0	1,7	2,3	2,5	2,5
Japan	1,8	4,5	-0,7	1,8	1,5	1,7
Kina	3,3	10,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Tyskland	18,3	3,6	3,1	0,8	1,7	2,0
Frankrig	5,4	1,4	1,7	0,4	1,3	1,9
Italien	3,3	1,8	0,5	-1,1	0,4	1,1
UK	9,0	2,1	0,7	0,8	1,7	1,8
Spanien	3,1	-0,1	0,7	-1,3	0,0	0,8
Holland	5,1	1,6	1,3	-0,5	1,6	1,8
Belgien	2,2	2,2	2,0	0,5	1,0	1,3
Schweiz	1,4	2,7	1,9	0,8	1,7	2,5
Østrig	1,1	2,3	3,2	0,8	1,0	1,0
Sverige	13,2	5,8	4,0	0,6	1,9	2,3
Norge	8,5	0,7	1,7	2,3	2,5	2,8
Finland	3,5	3,7	2,9	1,0	1,8	2,0
Irland	1,4	-0,4	0,7	0,0	1,2	2,1
Portugal	0,4	1,4	-1,6	-3,2	-0,9	1,3
Grækenland	0,4	-3,5	-6,9	-5,5	-1,0	0,3
Danmark		1,3	1,0	1,3	1,2	1,5
EU	74,9	2,1	1,6	0,2	1,3	1,7
EU-15	66,4	2,1	1,5	0,1	1,2	1,7
Nye EU-lande	8,5	2,6	3,5	2,2	2,8	2,9
Euroområdet	44,4	1,9	1,7	-0,1	1,1	1,6
Aftagere	100	3,1	2,4	1,2	2,0	2,3

Anm.: Eksportvægtene angiver sammensætningen af industrieksporten i 2011. De viste lande aftager 82,9 pct. af Danmarks industrieksport. Væksten i EU-15, de nye EU-lande og euroområdet er sammenvejet med BNP-vægte, mens aftagere er sammenvejet med eksportvægte.

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

Bilagstabel I.2 Hovedposter på forsyningsbalancen

	Årets priser		Mængdestigning										
	2011	2011	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
	Mia. kr.												Pct.
Privat forbrug	868		3,8	3,6	3,0	-0,3	-4,2	1,9	-0,5	2,3	1,3	1,8	
Offentligt forbrug	511		1,3	2,8	1,3	1,9	2,5	0,3	-1,0	1,3	0,1	0,9	
Offentlige investeringer	40		0,8	16,6	-3,0	-2,5	4,7	8,5	3,8	8,5	-18,0	1,6	
Boliginvesteringer	83		17,3	9,6	-6,0	-15,8	-14,0	-7,4	8,8	0,3	0,2	2,4	
Erhvervsinvesteringer	187		-0,2	16,1	4,0	1,0	-15,3	-3,7	-3,2	6,7	7,4	2,8	
Lagerændringer	3		0,2	-0,3	0,3	-0,3	-2,3	1,0	0,4	0,1	0,5	0,0	
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.692		3,4	5,2	2,3	-0,9	-6,7	1,3	-0,1	2,6	1,7	1,6	
Vareeksport	599		5,7	4,3	-0,6	0,9	-9,9	3,7	5,9	-1,7	1,3	2,8	
heraf industrivarer	533		6,5	5,2	0,9	1,2	-9,6	4,5	8,0	0,0	2,8	3,0	
Tjenesteeksport	358		12,7	17,8	8,6	7,3	-9,5	2,5	8,1	6,6	5,1	2,4	
Eksporport i alt	957		8,0	9,0	2,8	3,3	-9,8	3,2	6,8	1,4	2,8	2,6	
Samlet efterspørgsel	2.649		4,9	6,5	2,5	0,6	-7,8	2,0	2,3	2,2	2,1	2,0	
Vareimport	562		9,3	11,4	2,9	1,6	-13,5	3,9	5,2	4,0	3,8	2,2	
heraf industrivarer	462		9,0	11,9	2,8	-0,4	-14,8	4,8	4,7	5,2	4,0	1,8	
Tjenesteimport	300		14,8	17,5	7,0	6,7	-8,1	2,8	5,2	4,1	4,2	4,4	
Import i alt	863		11,1	13,4	4,3	3,3	-11,6	3,5	5,2	4,0	3,9	2,9	
Bruttonationalprodukt	1.786		2,4	3,4	1,6	-0,8	-5,8	1,3	1,0	1,3	1,2	1,5	
Bruttoværditilvækst	1.535		1,5	3,2	1,6	-0,4	-5,5	1,0	1,1	1,1	1,2	1,6	
heraf private byerhverv	919		2,6	4,9	3,1	-0,3	-9,2	1,2	2,4	2,6	2,5	2,3	

Anm.: Mængdestigning i "Lagerændringer" angiver vækstbidraget til BNP.

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

Bilagstabel I.3 Hovedposter på forsyningsbalancen, vækstsbidrag

	Bidrag til vækst i BNP										
	2011	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Årets priser	Pct.point										
Mia. kr.	Pct.										
Privat forbrug	868	1,8	1,7	1,5	-0,2	-2,0	0,9	-0,2	1,1	0,6	0,9
Offentligt forbrug	511	0,3	0,7	0,3	0,5	0,7	0,1	-0,3	0,4	0,0	0,2
Offentlige investeringer	40	0,0	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	-0,4	0,0
Boliginvesteringer	83	0,9	0,6	-0,4	-1,0	-0,7	-0,4	0,4	0,0	0,0	0,1
Erhvervsinvesteringer	187	0,0	1,9	0,5	0,1	-2,2	-0,5	-0,4	0,7	0,9	0,3
Lagerændringer	3	0,2	-0,3	0,3	-0,3	-2,3	1,0	0,4	0,1	0,5	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	1.692	3,3	4,9	2,2	-0,9	-6,5	1,3	-0,1	2,5	1,6	1,6
Vareeksport	599	1,7	1,4	-0,2	0,3	-3,3	1,1	1,8	-0,6	0,4	0,9
heraf industrivarer	533	1,8	1,5	0,3	0,4	-2,8	1,2	2,2	0,0	0,8	0,9
Tjenesteeksport	358	1,9	3,0	1,6	1,4	-2,0	0,4	1,6	1,3	1,1	0,5
Eksporport i alt	957	3,6	4,4	1,4	1,7	-5,3	1,5	3,4	0,7	1,5	1,4
Samlet efterspørgsel	2.649	6,9	9,3	3,7	0,9	-11,8	2,8	3,3	3,2	3,1	3,0
Vareimport	562	-2,6	-3,4	-1,0	-0,5	4,6	-1,1	-1,5	-1,3	-1,2	-0,7
heraf industrivarer	462	-2,3	-3,2	-0,8	0,1	4,3	-1,2	-1,2	-1,4	-1,1	-0,5
Tjenesteimport	300	-1,9	-2,5	-1,1	-1,1	1,4	-0,5	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8
Import i alt	863	-4,5	-5,9	-2,1	-1,7	6,0	-1,5	-2,3	-1,9	-2,0	-1,5
Bruttonationalprodukt	1.786	2,4	3,4	1,6	-0,8	-5,8	1,3	1,0	1,3	1,2	1,5

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

Bilagstabel I.4 Løn- og restindkomst

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	----- Mia. kr. -----									
Bruttoværditilvækst i alt	1.309	1.379	1.436	1.499	1.434	1.510	1.535	1.571	1.615	1.670
Lønsum	824	871	929	979	972	974	987	1.002	1.020	1.050
Nettorestindkomst	242	253	235	219	168	246	263	263	280	294
Afskrivninger	246	257	273	299	297	290	286	306	314	324
Anden produktionsskat	-2	-2	-1	2	-3	0	-1	0	1	2
Bruttoværditilvækst, off. sektor	294	305	313	330	351	362	361	372	381	391
Lønsum	267	278	284	299	322	334	331	341	350	360
Afskrivninger	29	30	31	33	33	34	35	36	37	37
Anden produktionsskat	-2	-3	-3	-3	-4	-5	-5	-6	-6	-6
Bruttoværditilvækst, privat sektor	1.015	1.074	1.123	1.169	1.083	1.148	1.174	1.199	1.234	1.278
Lønsum	556	593	645	680	650	641	656	662	670	690
Nettorestindkomst	242	253	235	219	168	246	263	263	280	294
Afskrivninger	216	228	241	266	264	256	251	269	277	287
Anden produktionsskat	0	1	2	4	1	5	4	5	7	7
	----- Pct. -----									
Lønvote i alt	62,9	63,2	64,7	65,3	67,8	64,5	64,3	63,8	63,2	62,9
Lønvote, privat sektor	54,8	55,2	57,5	58,2	60,0	55,8	55,9	55,2	54,3	54,0

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

Bilagstabel I.5 Indkomster, forbrug og opsparing i den private sektor

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	----- Mia. kr. -----									
Lønsum	824	871	929	979	972	974	987	1.002	1.020	1.050
Restindkomst mv.	485	508	506	519	462	536	548	568	595	620
Bruttoværditilvækst	1.309	1.379	1.436	1.499	1.434	1.510	1.535	1.571	1.615	1.670
+ Nettoerter	27	31	23	27	30	46	61	51	44	44
+ Overførsler m.m.	242	241	243	248	269	288	295	310	321	331
Bruttoindkomst	1.577	1.651	1.702	1.774	1.733	1.845	1.891	1.932	1.980	2.045
- Direkte skatter	490	497	507	516	495	520	535	519	541	569
- Andre skatter	20	20	21	22	20	21	23	22	21	22
- Anden produktionskat	-2	-2	-1	2	-3	0	-1	0	1	2
Disponibel bruttoindkomst	1.279	1.355	1.403	1.485	1.471	1.546	1.571	1.660	1.681	1.727
- Afskrivninger	246	257	273	299	297	290	286	306	314	324
Disponibel nettoindkomst	1.034	1.098	1.130	1.187	1.174	1.256	1.285	1.354	1.367	1.403
- Korrektion for skat af pension mv.	231	276	294	319	303	291	294	340	335	341
Disponibel indkomst, jf. SMEC (lang sigt)	803	822	836	867	871	965	991	1.015	1.032	1.062
Anvendt til privat forbrug	745	787	820	840	815	851	868	910	940	975
Anvendt til privat nettoopsparing	58	35	15	27	56	114	123	104	92	88

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

Bilagstabel I.6 Indkomster og forbrugskvoter

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	----- Nominel vækst i pct. -----									
Bruttoindkomst	5,3	4,6	3,0	4,1	-2,1	6,3	2,5	2,1	2,5	3,2
Disponibel bruttoindkomst	3,1	6,2	3,5	5,0	-1,2	6,8	2,3	4,3	1,8	2,5
Disponibel nettoindkomst	3,3	6,2	3,0	5,0	-1,1	7,0	2,3	5,4	1,0	2,6
Disponibel indkomst, SMEC	3,7	2,3	1,7	3,8	0,5	10,8	2,7	2,4	1,7	2,9
	----- Pct. -----									
Forbrugskvote, SMEC's indkomstdefinition	92,8	95,7	98,2	96,9	93,5	88,2	87,5	89,7	91,1	91,7
Forbrugskvote, SMEC's indkomst- og forbrugsdef.	91,3	93,8	96,7	96,3	94,3	88,0	87,0	89,3	90,8	91,4

Anm.: Bruttoindkomsten indeholder løn- og restindkomst, transferinger samt renteindtægter. Fratrækkes direkte og andre skatter fremkommer den disponible bruttoindkomst, og trækkes yderligere de private afskrivninger fra, fremkommer disponibel nettoindkomst. Den (langsigtede) disponible indkomst ifølge SMEC fremkommer ved at se bort fra renteindtægter samt skatten af pensionsopsparing og renteindtægter. Forbrugskvoten med anvendelse af SMEC's forbrugsdefinition anvender et forbrugsbegreb, hvor bilkøbet er trukket ud af forbruget, og en beregnet bilydelse er inkluderet i stedet.

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

Bilagstabel I.7 Eksport og import opdelt på underkomponenter

	Årets priser												Mængdestigning												Prisstigning											
	2011			2007			2008			2009			2010			2011			2012			2013			2014											
	Mia. kr.	Pct.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Pct.	Mia. kr.	Pct.	Pct.												
Eksport	957			2,8	3,3	3,3	-9,8	3,2	6,8	1,4	2,8	2,6	1,4	4,9	-8,3	7,8	1,5	2,0	1,0	1,5	1,5															
Energi	66			-10,9	-1,8	-12,3	-4,2	-11,2	-15,9	-11,1	0,0	0,3	24,3	-25,6	25,6	28,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	-0,4														
Varer i øvrigt	533			0,9	1,2	-9,6	4,5	8,0	0,0	2,8	3,0	2,5	3,2	3,2	-3,5	3,4	2,8	1,0	1,1	1,4	1,4															
Turisme	37			-2,8	-1,3	-4,8	6,9	-6,0	7,8	6,8	6,0	1,9	3,1	3,1	1,7	1,7	2,2	1,8	1,5	1,5	1,5															
Søfart	160			20,0	0,6	-19,8	15,0	8,6	1,3	4,0	5,0	-1,3	4,2	-13,1	13,0	-4,6	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2															
Tjenester i øvrigt	161			0,2	17,4	-0,1	-8,8	11,1	11,6	5,8	-0,9	1,1	4,2	-13,1	13,0	-4,6	0,8	1,1	1,6	1,6	1,6															
Import	863			4,3	3,3	-11,6	3,5	5,2	4,0	3,9	2,9	1,8	3,3	-8,5	4,5	3,7	3,1	1,0	1,2	1,2																
Energi	101			4,3	18,4	-6,1	-2,9	8,4	-1,5	2,6	3,7	-4,5	25,0	-32,8	28,6	33,2	16,3	0,4	-0,6	-0,6																
Varer i øvrigt	462			2,8	-0,4	-14,8	4,8	4,7	5,2	4,0	1,8	2,6	2,2	-5,7	1,8	1,9	1,0	1,0	1,0	1,0																
Turisme	39			5,6	0,0	1,0	3,3	-6,5	4,6	3,9	4,0	3,1	0,6	-1,4	4,9	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0																
Søfart	95			22,9	-8,8	-4,1	-8,5	3,5	5,9	8,0	8,7	-1,3	4,2	-13,1	13,0	-4,6	2,2	2,2	2,2	2,2																
Tjenester i øvrigt	166			-4,0	21,9	-13,0	10,2	9,4	2,9	2,0	1,8	4,1	-2,4	-1,0	-1,2	0,3	2,2	1,0	2,0	2,0																

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

Bilagstabel I.8 Lønkurrenceevne og forbrugerpriser

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	----- Pct. -----									
Stigning i timelønomskostninger, udland	2,0	2,0	3,3	3,0	1,4	2,6	2,1	2,0	2,3	2,7
Tyskland	0,6	2,7	1,4	2,3	1,9	2,1	2,8	2,2	2,2	2,5
USA	3,0	1,4	5,0	2,0	2,1	2,0	2,1	2,0	2,5	3,0
Storbritannien	3,2	2,8	4,4	3,5	-0,6	5,1	1,7	1,5	2,1	3,0
Frankrig	3,6	2,5	2,7	3,1	0,3	1,8	1,8	1,5	2,0	2,5
Sverige	2,5	-0,5	7,4	3,1	0,8	3,2	2,4	2,5	2,5	3,0
Japan	0,2	-0,9	0,1	2,8	-0,8	3,8	0,4	1,4	1,4	1,0
Italien	2,8	2,5	2,7	3,4	3,3	2,8	1,3	1,5	2,2	2,5
Norge	1,9	5,4	6,6	4,5	1,8	3,7	4,1	3,4	4,1	4,5
Belgien	0,2	2,2	2,4	4,2	2,7	1,1	1,6	2,4	2,5	2,5
Holland	2,0	1,9	1,6	4,8	2,8	1,3	2,5	2,1	2,4	2,5
Stigning i timelønomskostninger, Danmark	2,7	3,1	4,0	4,2	2,9	2,6	2,3	1,8	1,8	2,3
Ændring i relativ lønudvikling	-0,8	-1,1	-0,7	-1,2	-1,5	0,1	-0,2	0,3	0,6	0,4
Ændring i effektiv kronekurs	-0,3	0,0	1,5	2,6	1,7	-3,6	-0,8	-1,5	0,0	0,0
Ændring i lønkurrenceevne	-0,5	-1,1	-2,2	-3,8	-3,2	3,7	0,7	1,7	0,5	0,4
Forbrugerpriser, Danmark	1,5	1,9	1,2	2,7	1,3	2,5	2,5	2,5	1,9	1,8

Ann.: Ændringen i den relative lønudvikling er beregnet som lønstigningsstakten i udlandet fratrukket lønstigningsstakten i Danmark, mens ændringen i lønkurrenceevnen er beregnet som ændringen i den relative lønudvikling minus ændringen i den effektive kronekurs. En positiv ændring i den relative lønudvikling bidrager til en forbedring af konkurrenceevnen. En stigning i den effektive kronekurs bidrager til en forværring af konkurrenceevnen. Lønomskostningerne omfatter både direkte og indirekte omkostninger og angiver stigningsstakten for timelønomskostningerne i industrien. Timelønomskostningerne i udlandet er vejlet sammen med dobbeltvejede eksportvægte, der afspejler landenes betydning som konkurrenter for dansk industrieksport. Forbrugerpriserne er målt ved væksten i deflatoren for det private forbrug.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Bureau of Labor Statistics, *International Comparisons of Hourly Compensation Costs for Production Workers in Manufacturing*, OECD, EcoWin og egne beregninger.

Bilagstabel I.9 Offentlige finanser

	2011	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	Mia. kr.	Pct. af BNP									
Skatter	558	33,0	31,7	31,1	30,6	30,9	30,9	31,2	29,4	29,8	30,2
heraf indkomstskatter	413	23,3	23,1	23,4	23,5	25,0	22,9	23,1	23,0	23,2	23,3
selskabsskat	50	3,9	4,4	3,8	3,3	2,3	2,7	2,8	2,5	2,7	3,0
pensionsafkastbeskatning	37	2,4	0,8	0,3	0,5	0,5	2,1	2,1	0,8	0,9	0,8
Afgifter	302	17,7	17,9	17,7	17,1	16,8	16,7	16,9	17,3	17,5	17,6
Øvrige indtægter	90	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,6	5,0	4,6	4,5	4,4
Indtægter i alt	949	55,4	54,2	53,2	52,2	52,1	52,1	53,1	51,3	51,7	52,1
Offentligt forbrug	511	26,0	25,9	26,0	26,5	29,8	29,1	28,6	28,7	28,4	28,3
Offentlige investeringer	40	1,8	2,0	1,9	1,9	2,1	2,1	2,2	2,4	1,9	1,9
Indkomstoverførsler	312	16,5	15,6	15,2	15,0	17,0	17,3	17,4	17,7	17,9	17,8
Øvrige udgifter	113	5,0	4,9	5,0	5,4	5,7	5,8	6,3	6,2	5,6	5,6
Udgifter i alt	975	49,3	48,4	48,0	48,9	54,6	54,3	54,6	55,0	53,8	53,6
Primær saldo	-26	6,1	5,8	5,3	3,4	-2,4	-2,2	-1,5	-3,7	-2,1	-1,4
Nettorenteindtægter	-9	-1,1	-0,8	-0,5	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,5
Offentlig saldo	-35	5,0	5,0	4,8	3,3	-2,7	-2,7	-1,9	-3,9	-2,3	-1,9
Bruttogæld	831	37,8	32,1	27,5	33,4	40,6	42,9	46,5	41,0	42,1	42,6
Finanseffekt (ændring i realt BNP)		Pct.point									
		0,4	0,8	0,3	-0,2	1,3	0,2	-0,8	0,4	-0,9	0,2
Førtidspensionister		1.000 pers.									
Efterlønsmodtagere		249	239	238	238	241	242	242	240	240	240
Folkepensionister		162	144	140	138	131	124	114	107	103	95
		750	789	803	821	842	868	898	930	959	984

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

Bilagstabel I.10 Realøkonomisk udvikling til 2020

	2005-10	2010-15	2015-20
	----- Pct. p.a. ^{a)} -----		
Strukturelt BNP	0,9	1,0	1,6
BNP	-0,1	1,4	1,9
BVT i private byerhverv	-0,2	2,5	2,4
Timeproduktiviteten i private byerhverv	0,2	2,1	1,3
Timeløn	3,4	2,2	3,3
Forbrugerpriser	1,9	2,1	2,1
Kontantpris	1,9	-0,6	4,0
Privat forbrug	0,7	1,5	2,5
Boliginvesteringer	-7,1	2,9	2,7
Erhvervsinvesteringer	-0,3	3,7	3,8
Offentligt forbrug	1,8	0,4	0,9
Offentlige investeringer	4,6	-0,9	1,6
Eksport	1,5	3,2	3,3
Import	2,3	3,8	3,9
BNP i udlandet	1,4	2,1	2,6
	2005	2010	2015
	----- 1.000 pers. -----		
Strukturel arbejdsstyrke	2.877	2.914	2.952
Arbejdsstyrke	2.868	2.865	2.909
Beskæftigelse	2.727	2.751	2.795
Ledighed	141	114	114
	----- Pct. -----		
Rente, 10 årig statsobligation	3,40	2,93	3,25
Rente, 30 årig realkreditobligation	4,35	4,68	4,75
	----- Dollar pr. tønde (Brent) -----		
Olieforsyning	54	80	115
	----- Pct. af BNP -----		
Betalingsbalance	4,3	5,5	2,7
Offentlig saldo	5,0	-2,7	-1,2

a) Gennemsnitlig vækst i perioden 2005-10, 2010-15 hhv. 2015-20.

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

KAPITEL II

DEN EUROPÆISKE STATSGÆLDSKRISE

II.1 Indledning

Statsgældskrise i euroområdet

Usikkerheden omkring konsekvenserne af de statsfinansielle problemer i flere eurolande er en af de primære årsager til den svage økonomiske udvikling i såvel euroområdet som det øvrige Europa. Dette kapitel omhandler statsgældskrisen og berører dens baggrund såvel som mulige løsningstiltag.

Indsnævring af rentespænd og opbygning af ubalancer efter euroens indførelse

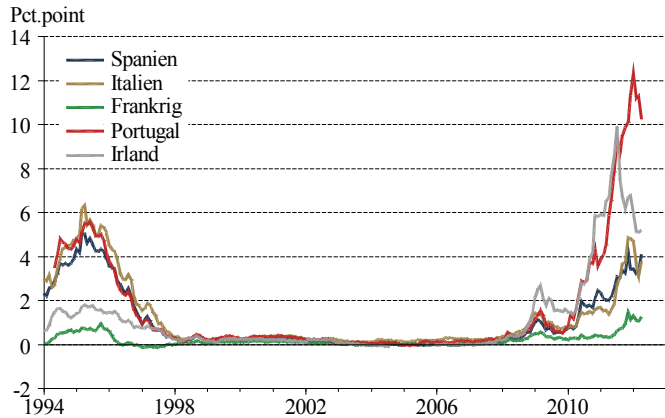
I årene op til euroens indførelse i 1999 skete en næsten fuldstændig indsnævring af rentespændene på statspapirer mellem de kommende eurolande, jf. figur II.1. En række lande oplevede som følge af fastlåsnings af valutakurserne meget hurtigt lavere renter både på privat gæld og statsgæld. Dette bidrog til, at disse lande kunne opnå en kraftig økonomisk fremgang samtidig med, at lave renteudgifter medvirkede til at forbedre de offentlige finanser. Den økonomiske udvikling var på overfladen gunstig, men gradvist opstod i flere af eurolandene en række ubalancer blandt andet på boligmarkederne, på de finansielle markeder, på statsfinanserne og i relation til konkurrenceevnen. Euromedlemskabet har formentlig forstærket disse ubalancer.

Krisen ramte – men var i første omgang ikke en gældskrise

Rentespændene på statspapirer var ubetydelige helt frem til umiddelbart efter tilbageslaget i 2008-09. Den økonomiske og finansielle krise betød imidlertid, at de offentlige finanser i de fleste lande blev kraftigt forværrede. De store underskud betød, at der opstod tvivl om en række landes mulighed for at servicere gælden, og i løbet af 2010 og foråret 2011 steg renterne på græske, irske og portugisiske statsobligationer så meget, at de nævnte lande så sig nødsagede til at anmode om nødlån fra andre europæiske lande og den internationale valutafond (IMF). Den manglende tillid er ikke kun resultat af den aktuelle krise, men i høj grad også en konsekvens af en mere grundlæggende uholdbar finanspolitik, blandt andet som resultat af en alt for lempelig finanspolitik i adskillige lande i en årrække.

Kapitlet er færdigredigeret den 14. maj 2012.

Figur II.1 Rentespænd på statspapirer



Anm.: Figuren viser rentespændet på 10-årige statsobligationer i forhold til Tyskland. Seneste observation er april 2012.

Kilde: EcoWin.

Tillidskrise

Fra omkring sommeren 2011 intensiveredes frygten for, at de statsfinansielle problemer også ville ramme større og mere betydningsfulde økonomier i eurosamarbejdet, herunder Spanien og Italien. Denne frygt gav sig udslag i svigtende tillid til de pågældende landes statsfinanser og bidrog til tilbageholdenhed blandt husholdninger og virksomheder. Den svigtende tillid slog ud i markante fald i aktiekurserne, stigende rentespænd i de udsatte lande og fald i BNP i euroområdet. Flere tillidsindikatorer rettede sig noget i begyndelsen af 2012, men der har igen i den senere tid vist sig at være betydelig bekymring for konsekvenserne af statsgældsproblemerne.

Kapitelindhold

Dette kapitel beskriver indledningsvist baggrunden for den europæiske statsgældskrise. I afsnit II.2 gives et kort overblik over den økonomiske udvikling i udvalgte eurolande siden 2000 med særlig fokus på de forhold, der vurderes at have været afgørende for den statsfinansielle krises opståen. Desuden beskrives nogle af de tiltag, der er blevet gennemført i EU-regi siden 2010 for at forhindre statsgældskrisen i at udvikle sig til et nyt stort tilbageslag. I afsnit II.3 diskuteres, hvorfor der generelt er behov for at begrænse de enkelte landes finanspolitik i en møntunion, og den nuværende

indretning af det finanspolitiske regelsæt i EU beskrives. I afsnit II.4 diskuteres forskellige former for kriseinstrumenter, der har til formål at håndtere tilfælde, hvor de finanspolitiske rammer ikke har været tilstrækkelige til at afværge en statsgældskrise. Endelig samles i afsnit II.5 op på den aktuelle statsgældskrise, og der kommenteres på, hvilke tiltag der i den nuværende situation og mere generelt bør anvendes for at afværge eller inddæmme sådanne kriser.

II.2 Den makroøkonomiske udvikling i euroområdet siden 2000

**Fire faser:
Euroopstart,
finanskrise,
genopretning og
tillidskrise**

Dette afsnit giver et overblik over den økonomiske udvikling i euroområdet siden 2000 og opridsrer baggrunden for den nuværende statsgældskrise. Indledningsvist betragtes perioden frem mod sommeren 2008, hvor den finansielle krise brød ud og gav sig udslag i faldende aktivitet og stigende ledighed. Derefter beskrives den akutte finanskrise i perioden fra sommeren 2008 og frem til sommeren 2009. Efterfølgende betragtes den delvise genopretning af tilliden til den finansielle sektor og den økonomiske aktivitet, der forekom i visse dele af euroområdet fra sommeren 2009 og frem til sommeren 2011. Endelig beskrives perioden fra sommeren 2011, hvor der udviklede sig frygt for, at statsfinansielle kriser i enkelte eurolande ville sprede sig til større og mere betydningsfulde lande.

Perioden frem mod finanskrisen – 2000-2008

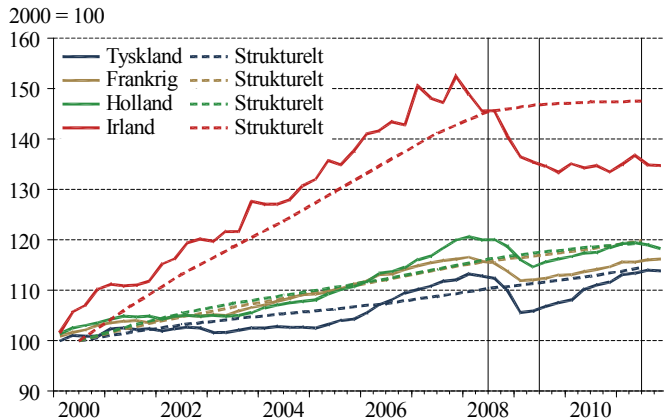
**Stabilitet og
fremgang**

I årene umiddelbart efter etableringen af eurosamarbejdet i 1999 var økonomierne i euroområdet prægede af de negative verdensøkonomiske konsekvenser af den såkaldte dot-com krise i 2000 og senere terrorangrebet i USA den 11. september 2001. Den følgende periode fra omkring 2003 og frem mod 2008 var omvendt præget af økonomisk fremgang og stabilitet. Fremgangen i euroområdet kom blandt andet til udtryk ved, at ledigheden faldt fra over 10 pct. i slutningen af 1990'erne til under 7½ pct. i begyndelsen af 2008. Faldet i ledigheden i den betragtede periode var markant større i Europa end i eksempelvis USA.

Kraftig vækst i Spanien, Irland og Grækenland

Der er flere forklaringer på den relativt gunstige udvikling i de europæiske økonomier i denne periode. Fremgangen var ikke udelukkende et europæisk fænomen, men der var dog nogle særlige forhold, der stimulerede aktivitetsfremgangen, i særdeleshed indenfor euroområdet. Euroens indførelse i 1999 bidrog således til kapitalindstrømning og rentefald i flere lande, hvilket var medvirkende til at stimulere forbrugs- og investeringslysten blandt husholdninger og virksomheder. Især Irland og flere sydeuropæiske lande nød godt af rentefaldet, og BNP voksede særlig kraftigt i Irland, Spanien og Grækenland frem mod 2008, jf. figur II.2 og II.3. Den økonomiske fremgang var mindre kraftig, men dog stadig betydelig, i flere central- og nordeuropæiske lande.

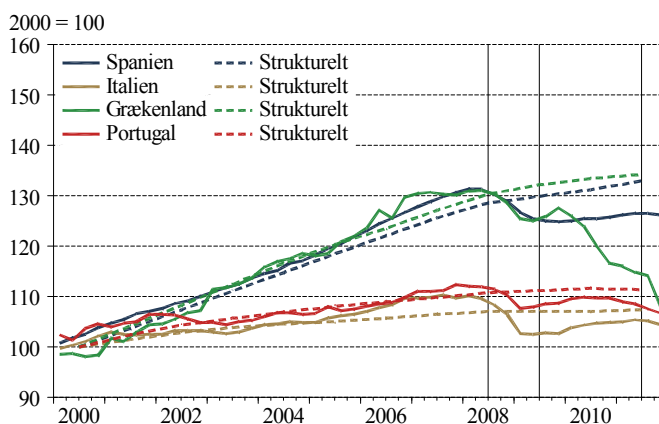
Figur II.2 BNP i udvalgte eurolande



Anm.: De lodrette streger svarer til inddelingen i fire delperioder, jf. ovenfor. I figurene angiver strukturelt BNP OECD's skøn. Strukturelt BNP er normeret til 100 i år 2000. Seneste observationer er 4. kvartal 2011.

Kilde: EcoWin og OECD, *Economic Outlook*.

Figur II.3 BNP i udvalgte eurolande



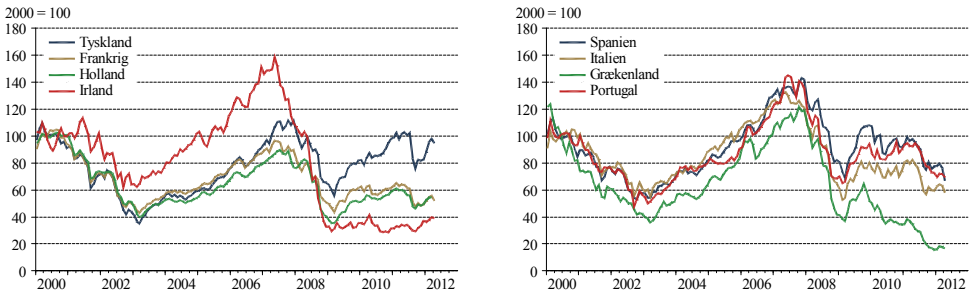
Anm.: Se anmærkning til figur II.2.

Kilde: EcoWin og OECD, *Economic Outlook*.

Kraftige aktiekursstigninger

Den økonomiske fremgang i euroområdet kom også til udtryk ved kraftige stigninger i aktiekurserne frem til 2007, jf. figur II.4. De stigende aktiekurser var dog ikke et særligt europæisk fænomen, og eksempelvis de amerikanske aktiekurser steg også kraftigt. En del af disse kursstigninger har formentlig ligget udover, hvad den økonomiske fremgang har kunnet forklare og afspejlet for positive forventninger til virksomhedernes fremtidige profitabilitet, pris- og renteudvikling samt til risici. Optimismen på aktiemarkederne har samtidig til en vis grad været selvforstærkende, idet stigende aktiekurser i sig selv kan tendere mod at skabe en aktivitetsfremgang, hvilket yderligere stimulerer aktiekurserne. De kraftige aktiekursstigninger ophørte i løbet af 2007, og i 2008 indtraf et kraftigt fald i aktiekurserne som et fundamentalt led i den globale finanskrisen.

Figur II.4 Aktiekurser i udvalgte eurolande



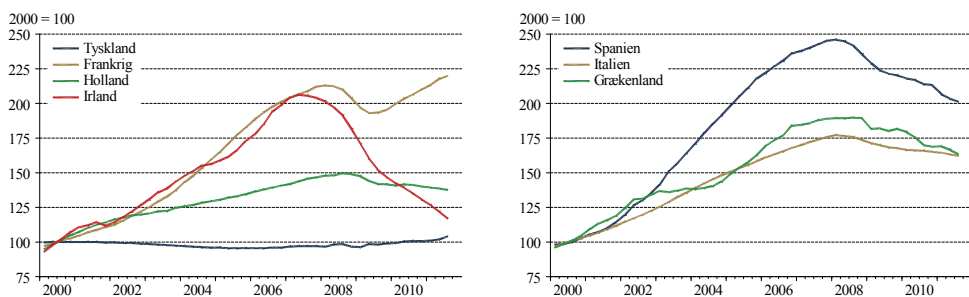
Anm.: Seneste observationer er april 2012.

Kilde: EcoWin.

Kraftige boligprisstigninger i visse lande

Ligesom aktiemarkederne var boligmarkederne i flere eurolande prægede af kraftige prisstigninger, jf. figur II.5. Boligprisstigningerne var især voldsomme i Spanien, Irland og Frankrig. Ligesom for aktiekurserne har den kraftige vækst i huspriserne formentlig i en vis grad afspejlet illusoriske forventninger omkring fremtidige vækstudsigter og prisudvikling samt en undervurdering af rente og risici. De kraftige boligprisstigninger bidrog til et boom i byggeaktiviteten i lande som Spanien og Irland. Der var dog også enkelte lande, herunder Holland, hvor prisstigningerne på fast ejendom var betydeligt mere afdæmpede, mens husprisstigninger var helt fraværende i Tyskland i den betragtede periode. I de lande, der oplevede kraftige prisstigninger på fast ejendom, blev husprisstigningerne udover den økonomiske fremgang og lave renter understøttet af en kraftig finansiel ekspansion i form af høj udlånsvækst. Dette var i særdeleshed tilfældet i Spanien og Irland fra 2004 og frem til 2008, jf. figur II.6. I flere år voksede udlånene med mere end 20 pct. af BNP i disse lande, hvor udlånene som andel af BNP nåede op på meget høje niveauer over 200 pct.

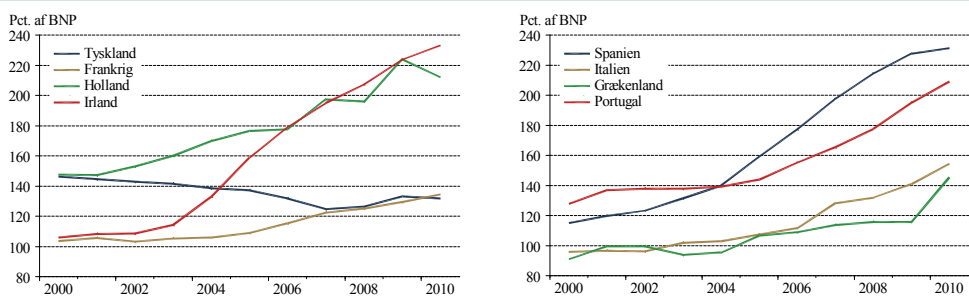
Figur II.5 Huspriser i udvalgte eurolande



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2011. OECD's husprisdatabase indeholder ikke huspriser for Portugal.

Kilde: OECD's husprisdatabase.

Figur II.6 Bankudlån i udvalgte eurolande



Anm.: Figureerne viser indenlandsk kredit stillet til rådighed af banksektoren.

Kilde: World Development Indicators. The World Bank.

Lempelig finanspolitik bidrog til fremgang ...

På trods af den gunstige økonomiske udvikling havde en stor del af eurolandene betydelige offentlige budgetunderskud i årene op til 2008, jf. figur II.7 og II.8. Dette gælder eksempelvis Grækenland, Portugal og Italien, men også Tyskland og Frankrig. Finanspolitikken bidrog dermed til den kraftige aktivitetsfremgang og var derfor medskyldig i overophedningen af bolig- og aktiemarkedene i flere lande. Mange eurolande havde trods de gunstige konjunkturer budgetunderskud, der konsekvent var lige omkring og i flere tilfælde systematisk over treprocentsgrænsen. De adskillige overskridelser af underskudsgrænsen gav ikke anledning til, at landene blev pålagt sanktioner, som pagten ellers åbnede mulighed for, jf. også afsnit II.3.

... og brud på stabilitets- og vækstpagten

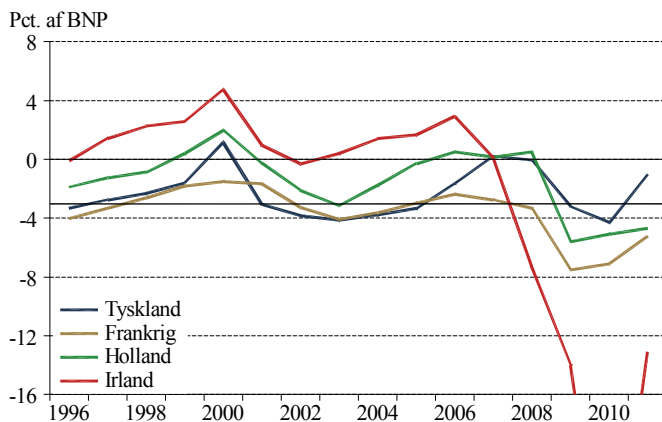
Stor gæld ...

De systemiske underskud bidrog til, at den offentlige gæld i flere eurolande steg som andel af BNP eller forblev høj. I Grækenland og Italien forblev gælden på et niveau over 100 pct. af BNP, og i Portugal steg gælden fra under 50 pct. i 2000 til næsten 70 pct. i 2007. Gælden blev heller ikke nedbragt i lande som Tyskland og Frankrig og lå i begge lande lidt over grænsen på 60 pct. i 2007.

... og langsigtede udfordringer

De gode tider blev altså ikke, eller kun i yderst beskedent omfang, brugt til at konsolidere de offentlige finanser. Der var blandt andet som resultat heraf betydelige problemer relateret til den langsigtede finanspolitiske holdbarhed, allerede før krisen satte ind. Holdbarhedsberegninger foretaget af EU-Kommissionen i 2006 viste, at de offentlige finanser permanent skulle forbedres med mellem 3 og 4½ pct. af BNP i Tyskland, Frankrig, Grækenland, Italien og Spanien for at sikre langsigtet balance mellem indtægter og udgifter. Holdbarhedsproblemerne var et resultat af den store offentlige gæld i kombination med de forventede fremtidige demografiske forhold og indretningen af velfærdssystemerne.

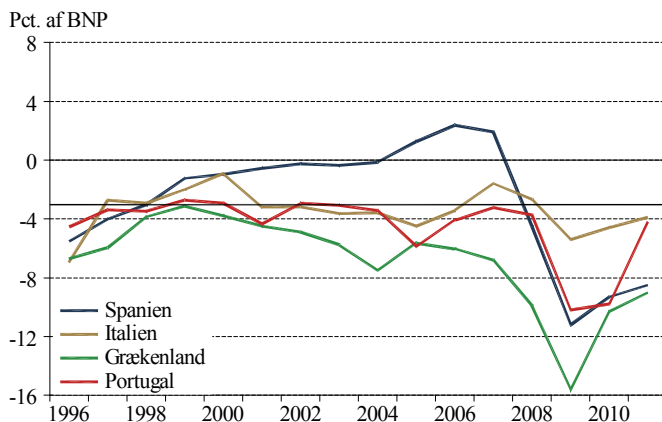
Figur II.7 Offentlig saldo i udvalgte eurolande



Anm.: Den vandrette streg angiver treprocentgrænsen i stabilitets- og vækstpacten. Irlands budgetunderskud er ikke vist i 2010, da dette var exceptionelt stort som følge af kapitalindskud i banksektoren.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* og Eurostat.

Figur II.8 Offentlig saldo i udvalgte eurolande



Anm.: Den vandrette streg angiver treprocentgrænsen i stabilitets- og vækstpacten.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* og Eurostat.

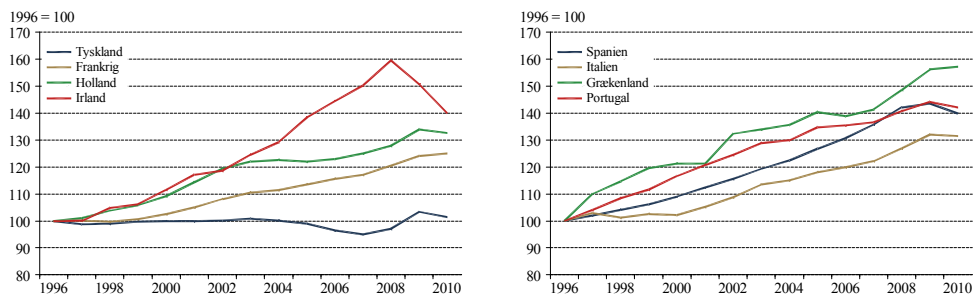
Tillid til de offentlige finanser

Som nævnt skete der i perioden op til euroens indførelse en indsnævring af rentespændene på statspapirer, og helt frem til sommeren 2008 var spændene (meget) tæt på nul. Der var dermed stor tillid til de offentlige finanser på trods af de betydelige offentlige underskud og den store offentlige gæld. Indsnævringen af rentespændene afspejler blandt andet, at indførelsen af en fælles valuta i euroområdet eliminerede den risikopræmie, der skyldtes valutakursusikkerhed, men også kreditrisikopræmien var stort set fraværende frem til 2008. Dette kan afspejle, at aktørerne på de finansielle markeder forventede, at eurokonstruktionen ville gavne den finanspolitiske disciplin. Fraværet af kreditrisikoen kan også opfattes som udtryk for forventninger om, at andre eurolande vil komme lande i alvorlige statsfinansielle problemer til undsætning, såfremt det skulle komme så vidt.

Konkurrenceevneforværring i Sydeuropa

I løbet af den betragtede periode oplevede flere lande en betydelig forværring af konkurrenceevnen, jf. figur II.9. Dette var i særdeleshed tilfældet for flere sydeuropæiske lande. Manglende strukturreformer og stivheder på arbejdsmarkedet er formentlig nogle af de væsentlige årsager til, at lønningerne i disse lande steg relativt kraftigt i forhold til produktivitetsudviklingen. Tyskland var et af de eneste eurolande, der oplevede fald i de reale enhedsløn-kostninger i den betragtede periode, hvilket blandt andet skal ses i lyset af reformer på arbejdsmarkedet og af-dæmpede lønstigninger i den tyske fremstillingssektor. Den svækkede konkurrenceevne i flere sydeuropæiske lande bidrog til betydelige og stigende underskud på landenes betalingsbalancer, jf. figur II.10. Den forværrede betalingsbalance kan desuden være udtryk for, at de sydeuropæiske lande, på grund af deres eksportsammensætning, ikke i lige så høj grad som de nordeuropæiske har kunnet lukrere på fremgang i flere af de asiatiske økonomier. De store betalingsbalanceunderskud afspejlede i visse lande også en generel overophedning.

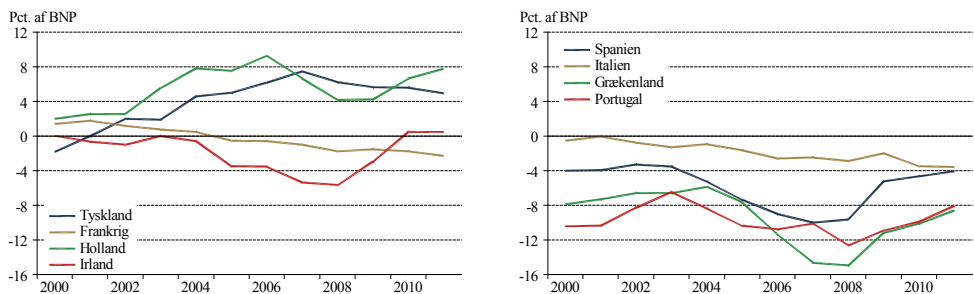
Figur II.9 Enhedslønøkonomkostninger i udvalgte eurolande



Anm.: Enhedslønøkonomkostninger er defineret som de gennemsnitlige lønomkostninger pr. produceret enhed. I figuren er vist enhedslønøkonomkostninger for hele økonomien.

Kilde: OECD.

Figur II.10 Betalingsbalance i udvalgte eurolande



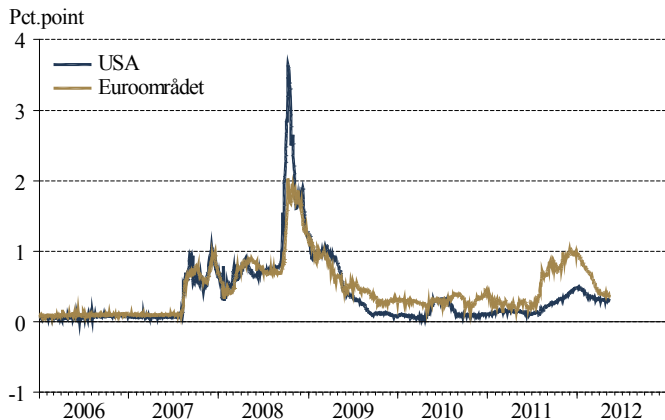
Kilde: OECD, *Economic Outlook*.

Akut finanskriser – 2008-2009

Kraftige aktiekurs- og boligprisfald

De europæiske økonomier blev som resten af verden ramt af den finansielle krise, der for alvor udspillede sig, efter den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers gik konkurs i september 2008. Konkursen blev blandt andet udløst af massive tab på såkaldte subprime-realkreditlån og generelle prisfald på det amerikanske boligmarked. Dette samt andre krak i den finansielle sektor bidrog til at afsløre, at forventninger og risikovurderinger havde været overoptimistiske. Uroen bredte sig på de internationale finansielle markeder, og i løbet af efteråret 2008 steg risikopræmierne på pengemarkederne kraftigt, jf. figur II.11. Disse forhold var medvirkende til, at aktiekurserne samt forbruger- og erhvervstilliden styrteddykkede henover efteråret 2008 og foråret 2009. Flere eurolande, herunder i særdeleshed Spanien, Irland og Frankrig, oplevede ligesom USA betydelige boligprisfald og fald i byggeaktiviteten. En del af faldet i aktie- og boligpriser kan formentlig ses som naturlige korrektioner i lyset af, at priserne i årene op til den finansielle krises udbrud var steget til uholdbart høje niveauer.

Figur II.11 Risikopræmie på pengemarkedet



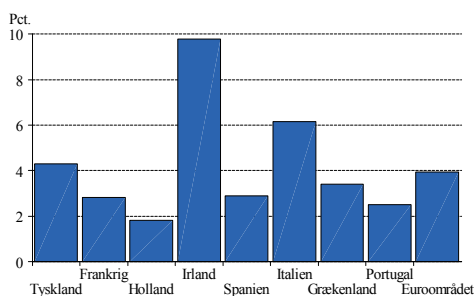
Anm.: Figuren viser forskellen mellem usikrede og sikrede (swap) tremåneders pengemarkedsrenter. Seneste observation er medio maj 2012.

Kilde: EcoWin.

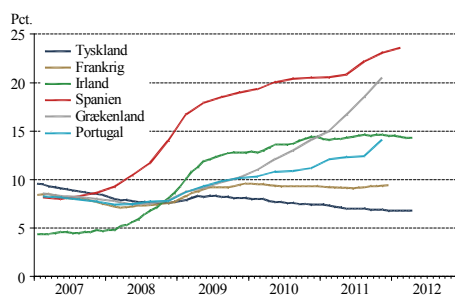
Store produktionsfald og stigning i ledigheden

De store fald i huspriser, aktiekurser og andre værdiansættelser førte til kraftige fald i forbrug, investeringer og byggeri og dermed til et særdeles stort realøkonomisk tilbageslag. Dette blev forstærket af kraftige opstramninger af kreditvilkårene, blandt andet som følge af de store tab i banksektoren. Også husholdningerne led store formuetab, hvilket bidrog til kraftige fald i efterspørgslen. Resultatet blev, at stort set alle europæiske lande oplevede betydelige produktionsfald og stigninger i ledigheden, jf. figur II.12. Fra første kvartal 2008 og frem til andet kvartal 2009 faldt BNP i euroområdet med 5,5 pct., og ledigheden steg fra begyndelsen af 2008 og frem til begyndelsen af 2010 fra knap 7,5 pct. til over 10 pct.

Figur II.12a Samlet BNP-fald fra 2007 til 2009



Figur II.12b Ledighed



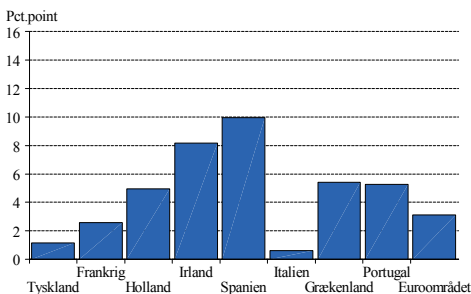
Anm.: Figuren til venstre viser faldet i BNP i løbet af 2008 og 2009. Bemærk at BNP-faldet i Grækenland i 2008 og 2009 var relativt begrænset, men det fortsatte i 2010 og 2011, hvor BNP faldt med henholdsvis 3,5 pct. og 6,9 pct. Det samlede fald i realt BNP i Grækenland fra 2007 til 2011 på 13 pct. er dermed det største blandt de viste lande. Seneste observationer for ledigheden er december 2011 for Frankrig, 4. kvartal 2011 for Portugal og Grækenland, 1. kvartal for Spanien og april 2012 for Irland og Tyskland.

Kilde: EcoWin og OECD, *Economic Outlook*.

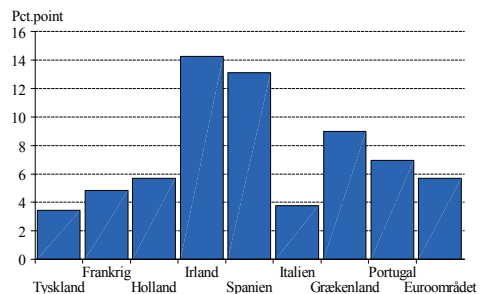
Massive politiske reaktioner på krisen

De politiske reaktioner på den finansielle uro og det enorme tilbageslag bestod i massive finans- og pengepolitiske lempelser og udstedelse af statslige garantier for indlån samt statslige kapitalindskud i bankerne. De pengepolitiske lempelser tog blandt andet form af rentesænkninger og mindskede krav til bankernes sikkerhedsstillelse. Den aktive finanspolitiske reaktion, i form af skattelettelser og stigninger i offentlig forbrug og investeringer, medførte en forværring af den strukturelle saldo på ca. 3 pct. af BNP i euroområdet fra 2007 til 2009, jf. figur II.13a. Sammen med de automatiske stabilisatorer bevirkede de finanspolitiske lempelser markante forværringer af den faktiske saldo, jf. figur II.13b. Samlet blev saldoen i euroområdet under et forværret med knap 6 pct. af BNP fra 2007 til 2009. Forværringen af de offentlige finanser var i særdeleshed markant i Spanien og Irland. For begge lande afspejler den kraftige forværring både virkningen af de automatiske stabilisatorer samt betydelige finanspolitiske lempelser.

Figur II.13a Forværring af strukturel saldo fra 2007 til 2009



Figur II.13b Forværring af faktisk saldo fra 2007 til 2009



Anm.: Figurerne angiver forværringen i løbet af 2008 og 2009.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*.

Genopretningsfase – 2009-2011

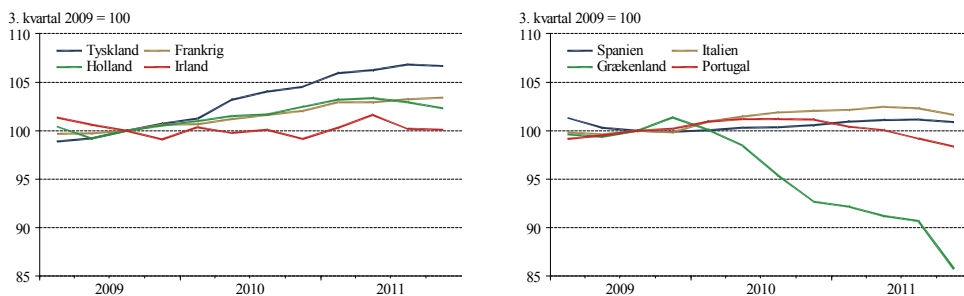
Bunden blev nået i sommeren 2009

I euroområdet begyndte BNP at vokse igen fra tredje kvartal 2009, omend aktivitetsfremgangen i de fleste lande var behersket. Fremgangen blev i de tidlige faser især trukket af de finans- og pengepolitiske lempelser samt en voksende eksport blandt andet som resultat af, at væksten i flere asiatiske økonomier ikke var ramt så hårdt af krisen. Samtidig bidrog et ophør af lagernedbringelse til fremgangen, som yderligere blev hjulpet godt på vej af en delvis normalisering af forholdene på de finansielle markeder. Dette bidrog til forbedringer i forbruger- og erhvervstilliden samt stigninger i aktiekurserne.

Todelt aktivitetsfremgang

Aktivitetsfremgangen i euroområdet har dog været uensartet. Frem mod sommeren 2011 var der en relativt solid konjunkturgenopretning i flere central- og nordeuropæiske lande, herunder i særdeleshed Tyskland, Frankrig, Holland og Belgien. Omvendt oplevede flere sydeuropæiske lande, såsom Spanien, Portugal og Grækenland, i denne periode stagnation eller ligefrem yderligere tilbagegang, jf. figur II.14. Forværringen af konkurrenceevnen i en række sydeuropæiske lande har begrænset mulighederne for et eksportdrevet opsving, ligesom frygten for konsekvenserne af statsgældskriserne i særlig grad bidrog til tilbageholdenhed i husholdningernes forbrug og i erhvervsinvesteringerne i disse lande.

Figur II.14 BNP i udvalgte eurolande



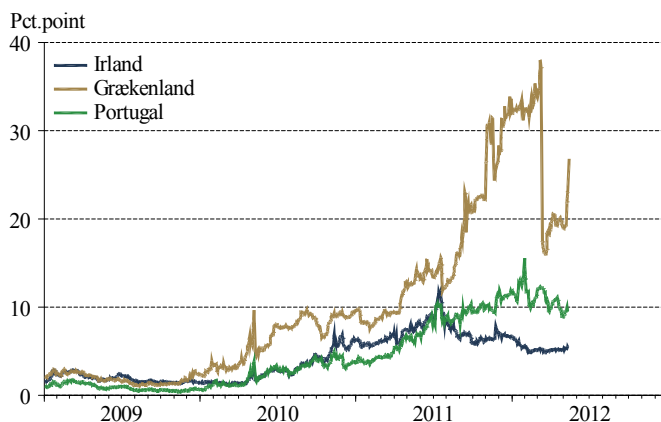
Anm.: Seneste observationer er 4. kvartal 2011.

Kilde: EcoWin.

**Gældskrises i
Grækenland,
Irland og Portugal**

Manglende tillid til de offentlige finanser resulterede i løbet af forsommeren 2010 i kraftigt stigende renter på græske statsobligationer, og Grækenland så sig i maj 2010 nødsaget til at anmode de øvrige europæiske lande og IMF om et nødlån for at kunne servicere sine gældsforpligtelser. Grækenland fik bevilget et 3-årigt lån på 110 mia. euro med tilhørende krav om finanspolitiske stramninger og reformer. I umiddelbar forlængelse af det græske nødlån etablerede EU tiltag, herunder hjælpefonden EFSF, med sigte på at inddæmme gældskrisen, jf. boks II.1. I løbet af efteråret 2010 begyndte problemer i den irske banksektor, som den irske stat forventedes i sidste ende at måtte hæfte for, at presse renten på irske statsobligationer op. Irland så sig derfor i november 2010 nødsaget til at anmode om nødlån, primært for at kunne få mulighed for at indskyde statslig kapital i banksektoren. I april 2011 blev det Portugals tur til at anmode om nødlån, ligeledes efter kraftige stigninger i renten på statsobligationer, jf. figur II.15. Rentestigningerne fulgte blandt andet i kølvandet på politiske problemer med at få vedtaget en plan med sigte på at nedbringe den relativt store portugisiske statsgæld.

Figur II.15 Rentespænd for 10-årige statspapirer



Anm.: Figuren viser rentespændet i forhold til Tyskland. Det store fald i renten på græske statspapirer i marts 2012 skal ses i lyset af omstruktureringen og nedskrivningen af den græske gæld. Seneste observationer er medio maj 2012.

Kilde: EcoWin.

Flere hjælpepakker til Grækenland

I sommeren 2011 blev det klart, at den første hjælpepakke til Grækenland ikke var tilstrækkelig til at hindre en uholdbar gældsudvikling. I juli 2011 indgik eurolandene derfor en aftale om lavere renter og forlængede løbetider på det eksisterende lån til Grækenland. I februar 2012 fik Grækenland behov for yderligere nødlån i form af et 4-årigt lån på 130 mia. euro fra eurolandene og IMF. Det var en forudsætning for det nye lån, at gælden til de private investorer skulle nedskrives, og de resterende dele restruktureres. Restruktureringen består af forlængede løbetider, ændrede rentesatser og ombytning af obligationer.

Boks II.1 Den europæiske redningsfond

EFSM (*European Financial Stability Mechanism*) blev oprettet i maj 2010 umiddelbart efter, at det første nødlån til Grækenland var givet. EFSM er en fælles fond for de 27 EU-lande, der kan stille garantier for lånepakker på op til 60 mia. euro i alt. Fonden fungerer ved, at Kommissionen kan optage lån på finansmarkederne med sikkerhed i EU-budgettet.

EFSF (*European Financial Stability Facility*) blev oprettet i juni 2010. Kun eurolande kan søge om lån i EFSF. Finansieringen af lånene består primært af udstedelsen af EFSF-obligationer baseret på statsgarantier fra eurolande. De enkelte eurolande bidrager med garantier svarende til de andele af deres oprindelige indskud ved oprettelsen af ECB. Den nuværende effektive låneramme er på 440 mia. euro.

EFSF kan foretage følgende tiltag: 1) udstede obligationer eller andre gældsinstrumenter, 2) købe op på de primære^{a)} gældspapirmarkeder, 3) handle på de sekundære^{b)} gældspapirmarkeder, 4) udlåne på baggrund af et forebyggende program^{c)} og 5) finansiere kapitalindskud i finansielle institutioner gennem lån til regeringer.

EFSF vil ikke tilbyde lån efter juli 2013, og den eneste aktivitet i EFSF vil herefter være at håndtere de indtil da udstedte lån og de tilhørende finansieringstiltag. I november 2010 annonceredes det, at EFSF blev afløst af ESM, jf. afsnit II.3.

EFSF har hidtil bidraget til finansieringen af hjælpepakkerne til Irland og Portugal og været involveret i den anden hjælpepakke til Grækenland. De samlede langsigtede forpligtelser pr. 30. marts 2012 for EFSF er ca. 200 mia. euro.^{d)}

a) De primære markeder består af udstedelser af gældspapirer. Ofte benyttes en auktionslignende mekanisme.

b) De sekundære markeder består af transaktioner, hvori allerede udstedte gældspapirer indgår. Handlen foregår enten gennem bilaterale handler (OTC) eller på børser.

c) Lån baseret på forebyggende programmer er til lande, der ikke opfylder kriteriet om at være i akut finansiell krise, men som ikke har adgang til at låne på de finansielle markeder. Landene i det forebyggende program skal således være udsat for midlertidige, ydre finansielle problemer, der kan bringe landet i fare.

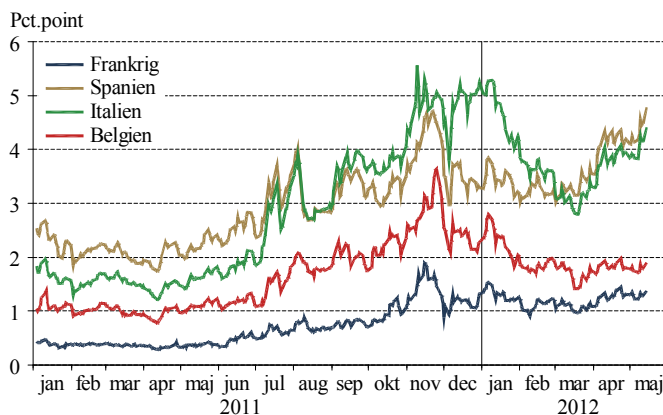
d) Jf. *Statement of the Eurogroup*, 30 March 2012.

Tillidskrise – 2011-

Frygt for at statsgældskrisen spreder sig

På trods af annonceringen af en permanent redningsfond i slutningen af 2010 steg frygten for, at større eurolande kunne ende med at gå statsbankerot gradvist igennem 2011. Denne nye tillidskrise kom blandt andet til udtryk ved stigninger i renterne på italienske, spanske og i nogen grad franske og belgiske statspapirer. Rentespændene på italienske og spanske statspapirer steg således fra 2 pct.point ved indgangen til 2011 til 5 pct.point i november, jf. figur II.16. Frygten for, at disse lande skulle få problemer med at servicere deres gæld, skyldes sandsynligvis flere forhold, herunder nedjusteringer af vækstforventningerne, politiske besværligheder i EU med at få forhandlet centrale initiativer på plads og folkelig modstand mod nødvendige finanspolitiske opstramninger og strukturreformer i udsatte lande.

Figur II.16 Rentespænd



Anm.: Figuren viser rentespændet for 10-årige statsobligationer i forhold til Tyskland. Seneste observationer er medio maj 2012.

Kilde: EcoWin.

Kobling mellem statspapirer og finansielle markeder

Udviklingen forstærkedes af en gensidig kobling mellem udviklingen i statsfinanserne og de finansielle markeder. I takt med at renterne på statspapirer steg, oplevede bankerne nedskrivninger på deres beholdninger af statsobligationer, hvilket gjorde det sværere for bankerne at skaffe likviditet på markederne. Bankerne holdt sig derfor i højere grad tilbage fra at opkøbe statsobligationer fra mere risikable lande og søgte i stedet over mod eksempelvis tyske statspapirer, der opfattes som relativt sikre. Den lavere efterspørgsel efter statsobligationer fra udsatte lande betød stigende renter, hvilket bidrog til yderligere kurstab på bankernes beholdninger af statspapirer.

Bedring i begyndelsen af 2012 ...

I slutningen af 2011 og begyndelsen af 2012 blev den negative spiral brudt, og rentespændene på blandt andet spanske og italienske statspapirer faldt tilbage. Baggrunden for dette var en række nye EU-tiltag, som beskrives nærmere i afsnit II.3. Disse initiativer havde til formål at skabe større tiltro til udviklingen i de offentlige finanser og virkede tilsyneladende efter hensigten. En anden faktor, der sandsynligvis har haft indvirkning, er ECB's tiltag, ikke mindst i form af udlån med tre års løbetid. Disse lån har givet banker og andre finansielle institutioner bedre mulighed for at kunne beholde eller ligefrem købe statsobligationer fra udsatte lande.

... men dog kun midlertidigt

Siden marts er renterne på spanske og italienske statsobligationer imidlertid steget igen, og de lå medio maj måned godt 4 pct.point højere end den tyske statsobligationsrente. Statsfinansielle problemer i Spanien og Italien vil være væsentligt sværere at håndtere via fælleseuropæiske tiltag end kriserne i eksempelvis Grækenland og Portugal, da der er tale om relativt store lande, som har store finansieringsbehov, jf. også afsnit II.4. Der er i særdeleshed udtalt bekymring for de spanske bankers solvens og de eventuelt afsmittende effekter på de offentlige finanser af problemerne i den spanske banksektor. Den bristede boligboble og adskillige års boligprisfald udgør nogle af de primære forklaringer på bekymringerne omkring den spanske banksektor. Dette illustrerer, ligesom det irske tilfælde, at statsfinansielle problemer ikke nødvendigvis i første omgang skyldes usunde offentlige finanser, men også kan være et resultat af andre ubalancer. Spanien fik, som et af få euro-

lande, nedbragt sin offentlige gæld i perioden op til finanskrisen og havde i udgangspunktet relativt sunde offentlige finanser. Samtidig skete der dog, som nævnt, en kraftig oppustning af de spanske ejendomspriser, hvilket bidrog til en stor og snævert fokuseret eksponering for de spanske banker.

Statsgældskriser kan sprede sig via banksektoren

En statsfinansiel krise i et land kan sprede sig til andre lande ad flere forskellige kanaler, hvoraf en af de vigtigste formentlig er banksektoren. Statsbankerot i et land kan således føre til væsentlige tab for finansielle institutioner i andre lande, såfremt disse institutioner holder statsobligationer fra det pågældende land. Massive tab på statspapirer vil i sidste ende kunne føre til solvenskriser i banksektoren, og der kan som følge heraf opstå et behov for statslige kapitalindsatser, hvilket vil svække de offentlige finanser. OECD har illustreret et alvorligt risikoscenarie i form af fulde nedskrivninger af belgiske, italienske og spanske statsobligationer. Et sådant scenarie vil ikke alene medføre kraftige tab for bankerne i de berørte lande, men også betydelige tab for banker i såvel Tyskland som Frankrig, jf. tabel II.1. Nedskrivningen ville betyde en eliminering af mere end halvdelen af egenkapitalen ("Core Tier 1") i tyske og franske banker. Dette vil betyde, at den tyske og franske banksektor som helhed enten må rejse ny kapital eller nedbringe deres udlån markant for at kunne overholde solvenskravene. Da de enkelte banker har forskellige risikoprofiler, vil et sådan scenarie sandsynligvis medføre konkurs for nogle tyske og franske banker. Dette giver en principiel illustration af, hvordan statsbankerotten i enkelte lande vil kunne igangsætte en ny finanskris af voldsom styrke. Det skal dog understreges, at det betragtede scenarie, med 100 pct. gældsnedskrivelse i alle tre lande, er ekstremt.

Tabel II.1 Stresstestede bankers tab som følge af hypotetisk 100 pct. tab på belgiske, italienske og spanske statsobligationer

	Tab i pct. af egenkapital	Tab i pct. af egenkapital udover kapitalkravet på 4,5 pct.	Tab i pct. af BNP
Tyskland	54	104	2,5
Frankrig	62	134	5,2
Italien	209	535	10,8
Spanien	171	441	22,6
Belgien	188	311	15,3

Anm.: Egenkapital angiver "Core Tier 1" kapital. Kapitalkravet på 4,5 pct. angiver kravet for egenkapital i forhold til de risikovægtede aktiver i Basel III.

Kilde: OECD, *Economic outlook 90*.

Nye, midlertidige krav til kapital i banker

Som konsekvens af risikoen for spredning af krisen via banksektoren enedes EU-landene i oktober 2011 om midlertidigt at hæve bankernes egenkapitalkrav til 9 pct., med virkning fra sommeren 2012¹. Opfyldelsen af det nye krav skulle først og fremmest ske ved en rejsning af ny kernekapital. Det europæiske banktilsyn (EBA) vurderer, at den største del af opfyldelsen af kravene sker ved, at bankerne tilbageholder overskud i både 2011 og 2012 samt konverterer en del af den hybride kernekapital til kernekapital. Omkring 75 pct. af tilpasningen vurderes at ske som følge af ny kapital, mens den resterende del må ske ved at nedbringe andelen af risikable aktiver. Ifølge beregninger fra IMF vil stramningen af kapitalkravene medføre en reduktion i udlånene på godt 7 pct. af bankernes samlede aktiver.²

- 1) EBA vurderede i februar 2012, at de nye midlertidige krav indebærer, at de omfattede banker skal øge deres kapital med 78 mia. euro, jf. *Overview of the Capital Plans following the EBA Recommendation*.
- 2) *Global Financial Stability Report*. April 2012, International Monetary Fund.

Spredning kan også ske via forventninger om “bail-out”

Spredning af statsfinansielle problemer kan også ske via forventninger om, at andre lande i sidste ende vil træde til og komme nødstedte lande til undsætning. I den aktuelle situation er det sandsynligt, at aktørerne på de finansielle markeder til en vis grad indregner, at store lande som Tyskland og Frankrig vil komme til at bidrage med yderligere midler til at finansiere hjælpepakker til eurolande, der kommer i alvorlige problemer, jf. diskussionen i afsnit II.3. Hvis denne forventning forstærkes som følge af udviklingen i de mest berørte lande, kan det føre til en stigning i renten på tyske og franske statsobligationer alene af denne grund.

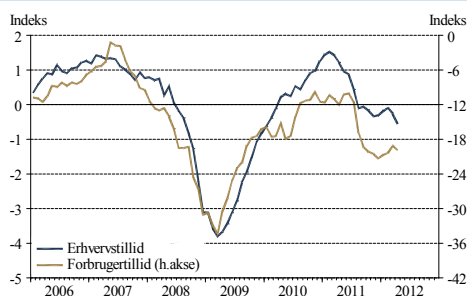
Forventningsskifte

Sideløbende med den stigende frygt for spredning af statsgældskrisen blev forventningerne til den økonomiske situation gradvist nedjusteret gennem 2011, hvilket afspejlede sig i kraftige fald i forbruger- og erhvervstilliden og faldende aktiekurser, jf. figur II.17. Såvel aktiekurser som tillidsindikatorer er dog fortsat over niveauet, da finanskrisen kulminerede i slutningen af 2008 og begyndelsen af 2009. Den økonomiske vækst i euroområdet var endvidere meget svag i andet halvår 2011, og flere lande oplevede BNP-fald i fjerde kvartal.

Figur II.17a Aktiekurser i euroområdet



Figur II.17b Erhvervs- og forbrugertillid i euroområdet



Anm.: Seneste observation for aktiekurserne er medio maj 2012. Seneste observationer for forbruger- og erhvervstillid er april 2012.

Kilde: EcoWin.

Store offentlige konsolideringsbehov på lang sigt ...

De betydelige offentlige underskud, der fulgte i kølvandet på den økonomiske krise, har i betragteligt omfang forøget den offentlige gæld i de fleste lande, jf. tabel II.2. Stigningen i den offentlige gæld har været dramatisk i Spanien, Portugal, Irland og Grækenland. Som nævnt var der allerede inden det store tilbageslag i 2008-09 betydelige konsolideringsbehov som følge af uholdbar finanspolitik på lang sigt i flere eurolande. Forværringen af de offentlige finanser har imidlertid gjort holdbarhedsproblemerne endnu større i de fleste eurolande, og der er dermed et betydeligt behov for at konsolidere finanspolitikken på lang sigt. De langsigtede finanspolitiske udfordringer er i særdeleshed store i Grækenland, Irland, Spanien, Holland og Portugal.

Tabel II.2 Offentlig bruttogæld og finanspolitisk holdbarhed i udvalgte lande

	Gæld i 2000	Gæld i 2007	Gæld i 2011	Holdbarhedsindikator 2011
	----- Pct. af BNP -----			
Tyskland	60	65	81	5,0
Frankrig	57	64	86	4,0
Holland	54	45	65	9,2
Italien	109	103	120	2,3
Spanien	59	36	69	12,0
Grækenland	104	107	165	20,3 ^{a)}
Portugal	48	68	108	8,9 ^{a)}
Irland	37	25	108	15,2
Belgien	108	84	98	5,2

a) Grækenland og Portugals holdbarhedsindikatorer stammer fra EU-Kommissionens rapport *Public Finances in EMU 2010*.

Anm.: Holdbarhedsindikatoren (S2) angiver den årlige forbedring af den primære saldo i pct. af BNP, der kræves, for at nutidsværdien af de samlede indtægter svarer til nutidsværdien af de samlede offentlige udgifter plus den initiale gæld. Bemærk, at fortegnet på EU's indikator dermed er det modsatte af indikatoren, der normalt anvendes i dansk sammenhæng, herunder i kapitel III. I EU's opgørelse angiver et positivt tal et holdbarhedsproblem, mens et positivt tal i kapitel III angiver, at økonomien er overholdbar. De viste holdbarhedsindikatorer stammer fra EU-Kommissionens kommentarer til landenes stabilitets- og konvergensprogrammer fra sommeren 2011, bortset fra Grækenland og Portugal.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* og EU-Kommissionen.

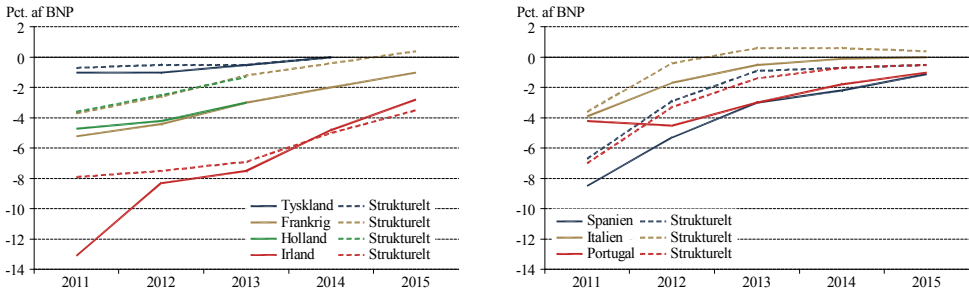
... og på kort sigt

Den kraftige forværring af de offentlige finanser i forbindelse med krisen betyder, at der også er et betydeligt behov for at forbedre de offentlige finanser på kort og mellemlang sigt. Den aktuelle tillidskrise forstærker dette behov. En del af denne krævede forbedring vil komme i takt med, at konjunktursituationen bliver genoprettet, men der er også behov for, at lempelserne, der blev gennemført i forbindelse med krisen, bliver rullet tilbage, og at den strukturelle saldo dermed forbedres. De fleste EU-lande har siden 2009 fået en henstilling fra EU-Kommissionen om at opstramme finanspolitikken som konsekvens af, at de offentlige underskud har oversteget treprocentsgrænsen fra stabilitets- og vækstpagten. De enkelte landes stabilitets- eller konvergensprogrammer beskriver, hvorledes denne opstramning skal finde sted.

Påbegyndte opstramninger fortsættes de kommende år

De fleste EU-lande har påbegyndt opstramningen af finanspolitikken i løbet af 2010 og 2011. De kommende år er der udsigt til, at de påbegyndte finanspolitiske opstramninger fortsættes, jf. figur II.18. Stramningerne vil i særdeleshed være betydelige i Spanien og Portugal, der påregner at forbedre den strukturelle saldo med omkring 6 pct. af BNP fra 2011 frem til 2015. Der er naturligvis også behov for betydelige opstramninger af finanspolitikken i Grækenland, men den græske regering har endnu ikke, medio maj, indleveret et stabilitetsprogram for 2012, og der er betydelig usikkerhed omkring den fremtidige opstramning som følge af den politiske situation. Omvendt er der kun udsigt til en moderat opstramning af finanspolitikken i Tyskland. Allerede i 2011 nåede det faktiske budgetunderskud i Tyskland ned under treprocentsgrænsen, hvilket primært skyldtes den relativt kraftige vækst.

Figur II.18 Faktisk og strukturel saldo i udvalgte eurolandes stabilitetsprogrammer



Anm.: Figurene viser de enkelte landes skøn for den faktiske og strukturelle offentlige saldo fra deres stabilitetsprogrammer. Det hollandske stabilitetsprogram går kun til og med 2013, mens Tysklands stabilitetsprogram går til 2014. I 2011 blev den faktiske saldo i særdeleshed forbedret i Portugal, hvilket dog primært skyldtes en ekstraordinær overførsel af private pensionsmidler til den offentlige sektor.

Kilde: De enkelte landes stabilitetsprogrammer fra foråret 2012.

II.3 Finanspolitiske rammer

Behov for finanspolitiske spilleregler i en møntunion

I en møntunion, dvs. en sammenslutning af selvstændige stater med samme møntenhed, er der et behov for et sæt af finanspolitiske spilleregler, der kan begrænse risikoen for, at de enkelte lande fører en uansvarlig finanspolitik. I afsnittet forklares indledningsvist de overordnede argumenter for nødvendigheden af særlige finanspolitiske rammer i en møntunion. Afsnittets anden del indeholder en kort gennemgang af de konkrete regler, der er gældende i ØMU'en.

Generelle finanspolitiske rammer

Stærk integration øger spredningseffekten af finanspolitik

Behovet for finanspolitiske rammer i en møntunion hænger sammen med den store indbyrdes afhængighed mellem landene, der er i en sådan union. Den store afhængighed er et resultat af, at der typisk er en stor økonomisk og finansiel integration mellem landene i en møntunion. Ændringer i finanspolitikken i ét land vil som følge af international handel altid påvirke aktiviteten i nabolandene, uanset om landene indgår i en møntunion eller ej, men effekten vil typisk være væsentlig større i en møntunion som følge af

den stærkere integration og den fastlåste valutakurs. Dette trækker i retning af, at der i en møntunion kan være en naturlig interesse i at fastlægge fælles regler omkring finanspolitikken.

Finanspolitikken kan sprede sig gennem fælles pengepolitik

I en møntunion kan finanspolitikken i ét land påvirke de andre lande i unionen ad en række ekstra kanaler, hvilket forøger behovet for fælles finanspolitiske regler yderligere. Et særkende ved møntunioner er, at landene er underlagt en fælles pengepolitik. Hvis der i et eller flere lande føres en særligt lempelig finanspolitik, vil det som udgangspunkt føre til en forøgelse af den gennemsnitlige inflation i møntunionen. Dette kan føre til, at centralbanken må øge den pengepolitiske rente for at holde inflationen nede, hvilket kan være u hensigtsmæssigt for de lande, der ikke har ført en lempelig finanspolitik.

Mistillid kan i sidste ende føre til statsbankerot

En anden og potentielt mere alvorlig spredningseffekt opstår, hvis et land fører en økonomisk politik, hvor der opstår mistillid til, at landet er i stand til fuldt ud at tilbagebetale den offentlige gæld. Stiger gælden for hurtigt i et land, vil investorerne begynde at kræve en højere rente og på et tidspunkt måske slet ikke låne landet penge. Herved mister staten muligheden for at finansiere sit underskud og refinansiere sin gæld på kapitalmarkederne, og i sidste ende kan en statsbankerot blive konsekvensen. Mistillid til de offentlige finanser – og dermed frygten for statsbankerot – vil normalt være knyttet til en uholdbar finanspolitik.

Øget krav om holdbarhed i møntunion

En statsbankerot vil under alle omstændigheder påvirke nabolandene, fordi tab på statsobligationer og tab i den finansielle sektor hurtigt spredes. I en møntunion vil omkostningerne for de andre lande imidlertid være særligt store, og der er derfor en gensidig interesse i, at hvert enkelt land fører en holdbar finanspolitik. Den højere spredningseffekt i en møntunion og dermed større omkostninger skyldes først og fremmest at økonomierne, som nævnt, typisk er mere integrerede både realt og finansielt. Stigende renter, tab på statsobligationer og udlån, og uro i den finansielle sektor i et land vil derved let sprede sig til de øvrige lande i møntunionen.

Forventninger om bail-out

Truslen om en statsbankerot i et land i en møntunion kan også sprede sig, hvis der opstår forventninger hos investorer om, at de øvrige lande vil komme et kriseramt land til undsætning. Denne forventning vil i en møntunion være delvis velbegrundet, netop som følge af landenes stærke økonomiske relationer og fælles valuta. Manglende tillid til finanspolitikken i et enkelt land kan skabe forventninger om, at de øvrige lande vil påtage sig forpligtelser, hvilket kan føre til, at der også opstår mistillid til de øvrige landes statsfinanser. Manglende disciplin i ét land kan på denne måde give problemer med højere statsgældsrente i andre lande. Samtidig indebærer udsigten til assistance (bail-out) en risiko for, at den finanspolitiske disciplin mindskes. Denne risiko for svagere finanspolitisk disciplin er klart større i en valutaunion, og det er ikke mindst denne risiko, der udgør en hovedbegrundelse for, at der er behov for fælles og troværdige finanspolitiske rammer i en møntunion.

Pres på centralbanken

En variant af problemet omkring bail-out er risikoen for, at der kan opstå et pres på den fælles pengepolitik. Som udgangspunkt tilrettelægges pengepolitikken ud fra de økonomiske forhold i hele unionen. Hvis der imidlertid opstår mistillid til de offentlige finanser i et enkelt land eller i en gruppe af lande, kan der som følge af de store indbyrdes afhængigheder opstå et pres for, at centralbanken gennemfører ekstraordinære tiltag for at hjælpe det eller de nødstedte lande. Dette kan i nogen situationer være i strid med andre mere overordnede hensyn (f.eks. om inflationsmålsætningen) og kan medføre en risiko for tab af troværdighed for den fælles centralbank. Forventningen om, at centralbanken måske gennemfører ekstraordinære tiltag, der kan hjælpe lande i problemer, øger risikoen for en udisciplineret finanspolitik.

Lande udenfor en møntunion har andre redskaber til at løse problemer

For lande i en møntunion kan den finanspolitiske holdbarhed reelt kun sikres gennem en ansvarlig finanspolitik, hvor det løbende underskud på de offentlige finanser begrænses, så den offentlige gæld ikke vokser ud af kontrol. Ved at indgå i en møntunion fraskriver de enkelte lande sig muligheden for at finansiere de løbende underskud helt eller delvist via centralbanken. For lande, der har en selvstændig valuta, er det principielt muligt at finansiere det offentlige

underskud via pengeskabelse – enten direkte eller gennem centralbankens opkøb af statsobligationer. En monetarisering af statsgælden vil føre til fald i værdien af landets valuta, hvilket på kort sigt kan forbedre konkurrenceevnen og landets vækst, og den resulterende inflation vil bidrage til at udhule den reale værdi af den eksisterende gæld. Netop fordi landene i en møntunion ikke har denne blidere vej ud af statsfinansielle problemer, bliver kravet om fælles finanspolitisk disciplin, der minimerer risikoen for statsfinansielle problemer, mere påkrævet. Ved at fraskrive sig muligheden for at anvende valutakursen til at inflatere sig ud af problemer med stigende statsgæld vil lande, der indgår i en møntunion til gengæld typisk opleve et fald i renteniveauet. Dette kom eksempelvis til udtryk for en række lande ved indtrædelsen i ØMU'en.

Holdbarhed er fundamentalt ...

Ideelt set kunne den nødvendige finanspolitiske koordinering i møntunionen bestå i, at de enkelte lande forpligtede sig til at føre en holdbar finanspolitik. Selvom kravet om finanspolitisk holdbarhed er fundamentalt, kan det dog ikke stå alene. Finanspolitisk holdbarhed er et langsigtet begreb, der bygger på en lang række antagelser om den fremtidige udvikling, herunder om den fremtidige finanspolitik. Om den økonomiske politik er holdbar, afhænger således ikke bare af den aktuelle finanspolitik, men også af en række beslutninger, der træffes i fremtiden. Vurderingen af, om en given finanspolitik er holdbar eller ej, afhænger også af, hvilken rente, der forudsættes at gælde i fremtiden. En given udvikling i de primære offentlige indtægter og udgifter, som er holdbar ved én renteforudsætning, kan meget vel være uholdbar ved en anden. Stiger renten tilstrækkeligt – eksempelvis som følge af en begrundet eller ubegrundet tvivl om finanspolitikken troværdighed – vil finanspolitikken i et hvilket som helst land med gæld ende med at blive uholdbar.

... men må suppleres med andre mål

Udover at være afhængig af en række forudsætninger er der yderligere det problem med begrebet finanspolitisk holdbarhed, at det ikke giver nogle klare retningslinjer for fastlæggelsen af den økonomiske politik på kort og mellem-lang sigt. Store underskud og kraftig gældsopbygning på kort sigt kan i en holdbarhedsberegning modgås af store

saldoforbedringer på meget lang sigt. Hertil kommer, at finanspolitisk holdbarhed ikke lægger grænser på det langsigtede gælds niveau. Det er derfor oplagt, at de finanspolitiske rammer i en møntunion må suppleres med nogle mere håndfaste mål.

Gældsloft

Et operationelt krav til finanspolitikken kan være et gældsloft, altså et krav om, at statsgælden ikke må overskride en vis andel af BNP. Et sådant krav medfører pr. definition, at finanspolitikken er holdbar. Fastlæggelsen af et hensigtsmæssigt niveau for gældsloftet er naturligvis forbundet med vanskeligheder. Desværre giver holdbarhedskravet ikke direkte hjælp, da finanspolitisk holdbarhed er foreneligt med mange gælds niveauer på lang sigt.

Underskudsgrænse

Som supplement eller alternativ til gældsloftet kan der indføres et krav om maksimale underskud på den offentlige saldo. Overholdes en sådan grænse for underskuddet på den faktiske saldo indebærer det, at kravet om finanspolitisk holdbarhed overholdes, så længe der er en langsigtet positiv vækst. Sammenhængen mellem gæld og saldo, fremgår af boks II.2.

Gældsloft og underskudsgrænse begrænser finanspolitikken

Både et gældsloft og en underskudsgrænse lægger begrænsninger på finanspolitikken i forhold til en række andre økonomisk politiske målsætninger. På kort sigt kan især underskudskravet komme i konflikt med ønsket om at anvende finanspolitikken til stabilisering af konjunkturerne. På længere sigt kan gælds- og underskudsgrænserne vanskeliggøre en udjævning af eksempelvis demografiske udsving. Når der er demografisk modvind, kan det i en periode være ønskeligt at tillade lidt større underskud og dermed stigende gæld. Hvis dette ikke er muligt, fordi der er en grænse for underskuddet eller gældens størrelse, kan det være nødvendigt at sænke serviceniveauet eller øge skatterne for at finansiere de demografisk betingede merudgifter og mindreindtægter. Derved kan en grænse for gælden begrænse muligheden for at stille store og små generationer lige – også i de tilfælde, hvor en demografisk betinget gældsopbygning måtte være i overensstemmelse med en holdbar finanspolitik.

Mål for strukturel saldo bidrager til bedre saldo i gode tider

Ønsket om at skabe plads til konjunkturudjævning kan delvist tilgodeses ved at fastsætte krav til finanspolitikken baseret på den strukturelle (eller konjunkturrensede) saldo. Forskellen mellem den faktiske og den strukturelle saldo udtrykker den konjunkturafhængige del af den offentlige saldo. Konjunkturafhængigheden er modstykket til de automatiske stabilisatorer, der bidrager til en mere jævn realøkonomisk udvikling. Ved at stille krav til den strukturelle saldo – f.eks. at denne normalt skal være i balance – opnås en mere hensigtsmæssig tilrettelæggelse af finanspolitikken henover konjunkturcyklen. I gode tider vil der blive overskud på de offentlige finanser, og der vil være mindre risiko for, at landene bliver nødt til at stramme finanspolitikken i dårlige konjunktursituationer. Opgørelsen af den strukturelle saldo er imidlertid forbundet med en vis usikkerhed, jf. også kapitel I.

Aktiv finanspolitik kræver plads i forhold til kravet

Kravet til den strukturelle saldo må tilrettelægges sådan, at de automatiske stabilisatorer kan udspille sig, og lande med kraftige automatiske stabilisatorer må derfor alt andet lige have en bedre strukturel saldo. Hvis man derudover ønsker at gøre brug af diskretionære finanspolitiske tiltag, er det endvidere nødvendigt, at den strukturelle saldo i udgangspunktet er bedre end det givne krav. Det skyldes, at en aktiv lempelse af finanspolitikken som udgangspunkt vil forværre den strukturelle saldo.

Boks II.2 Gældsdyamik og selvopfyldende forventninger

Udviklingen i et lands statsgæld målt som andel af BNP er bestemt af den primære saldo, renten på gælden og den nominelle vækstrate i økonomien:

$$D_{t+1} = \frac{1}{1+g} (D_t + i \cdot D_t - B_t) \quad (1)$$

hvor D_t er nettogælden i pct. af BNP ved begyndelsen af året, $i \cdot D_t$, er rentebetalingerne på gælden i pct. af BNP og B_t er overskuddet på den primære saldo dvs. forskellen mellem skatteindtægterne og alle udgifter, ekskl. renteudgifter. i er den nominelle rente, og g er vækstraten i nominelt BNP; både i og g antages konstante.

Den offentlige saldo er lig den primære saldo minus renteudgifter. Benævnes den offentlige saldo i procent af BNP S_t kan (1) også skrives:

$$D_{t+1} = \frac{1}{1+g} (D_t - S_t) \quad (2)$$

Antages det, at saldoen i pct. af BNP er konstant, dvs. $S_t = S$ i alle år, vil gældskvoten konvergere imod en bestemt værdi, D . Denne kan findes ved at sætte $D_{t+1} = D_t = D$:

$$D = -\frac{S}{g} \quad (3)$$

Størrelsen af den langsigtede gæld afhænger dermed både af saldoen og vækstraten. Hvis den nominelle vækstrate i økonomien eksempelvis er 4 pct. om året ($g = 0,04$, svarende til en inflation på 2 pct. og en real vækstrate på 2 pct.), vil et underskud på 3 pct. af BNP ($S = -0,03$) føre til, at nettogælden bevæger sig imod 75 pct. af BNP ($=0,03/0,04$). Hvis underskuddet i gennemsnit udgør 4 pct. af BNP, vil nettogældskvoten bevæge sig imod 100 pct. af BNP ($=0,04/0,04$). Bruttogælden vil ligge højere svarende til værdien af statens aktiver.

Er væksten lavere, f.eks. 3 pct. om året, vil den langsigtede nettogældskvote med et årligt underskud på 4 pct. af BNP blive 133 pct. af BNP ($=0,04/0,03$). Dette illustrerer de langsigtede gældskonsekvenser af uforholdsmæssigt store underskud og behersket vækst.

Boks II.2 Gældsdyamik og selvopfyldende forventninger, fortsat

En høj og/eller stigende gældskvote kan føre til, at aktørerne på de finansielle markeder vil kræve en risikopræmie for at købe statsobligationer fra det pågældende land. For at illustrere konsekvenserne af dette vendes tilbage til formuleringen (1). Ved at sætte $D_{t+1}=D_t=D$ og løse for B kan man finde kravet til den primære saldo for at fastholde en gældskvote på D . Dette krav er:

$$B = (i - g) \cdot D \quad (4)$$

Hvis nettogælden eksempelvis udgør 100 pct. af BNP, den nominelle rente er 5 pct. p.a., og den årlige nominelle vækstrate er 4 pct., så skal skatteindtægterne overstige de offentlige udgifter ekskl. renter med 1 pct. af 100 pct. af BNP, dvs. med 1 pct. af BNP, for at fastholde gældskvoten.

Jo større gælden er i udgangspunktet, jo større bliver kravet til overskud på den primære saldo for at undgå, at gælden vokser yderligere. Tilsvarende er kravet til den primære saldo større, jo højere renten er.

Antages det, at investorernes tillid forsvinder, så renten på landets statsobligationer øges til 10 pct. gennem længere tid, vil det primære overskud, der skal præsteres for at forhindre gælden i at stige yderligere, øges til 6 pct. af BNP; kravet til den primære saldo indtræffer i takt med, at gælden refinansieres til den højere rente. Er gælden som udgangspunkt 150 pct. af BNP, skal der med de samme forudsætninger om rente og vækst efterhånden afsættes 9 pct. af BNP alene til rentebetalingen for at forhindre gælden i at eksplodere.

Det er klart, at det kan vise sig umuligt for et land at præstere så store primære overskud. I så fald vil gælden eksplodere, og landet til sidst gå bankerot. På denne måde kan en forventning om landets bankerot, der sætter sig i en høj rente, føre til landets faktiske bankerot. Den negative forventning bliver dermed selvopfyldende. Omvendt kan tiltro til landets evne til gældsservicering frembringe en lav rente, der gør landet i stand til at servicere gælden og undgå bankerot. Den positive forventning bliver også selvopfyldende.

En sådan situation, hvor en allerede høj (og evt. voksende) gæld bevirker, at der er flere ligevægte med selvopfyldende forventninger, kan være farlig, fordi den kan være volatil: Mindre begivenheder kan få investorernes forventninger til at svinge fra "tiltro" til "mistillid", hvorved den faktiske situation skifter fra "gældsservicering mulig" til "gældsservicering umulig". Dvs. en bankerot kan fremdrives af et ikke nødvendigvis dybt funderet stemningsskift.

Betydning af manglende tillid

Det er i praksis ikke muligt objektivt at fastlægge grænser for gæld, saldo, strukturel saldo mv. Risikoen for, at investorerne mister tilliden til et lands statsobligationer, afhænger ikke blot af gældens og underskuddets størrelse.³ Som beskrevet i boks II.2, kan et mere eller mindre tilfældigt skifte fra tillid til mistillid omkring et lands betalings-evne/vilje blive selvopfyldende. Herved forstås, at landet godt kan overkomme sine gældsforpligtelser, hvis der er tillid, men ikke hvis der er mistillid. Skiftet fra tillid til mistillid forårsager dermed statsbankerot i overensstemmelse med investorerens forventningsændring, som derfor er fuldt rationel.

Fastlæggelse af gældsloft og underskudsgrænse

Der er dermed en afvejning i valget af gældsloft og underskudsgrænse. Strammere krav i form af lavere gældsloft og underskudsgrænse øger troværdigheden og reducerer risikoen for statsbankerot, men begrænser samtidig staternes mulighed for at føre (en hensigtsmæssig) økonomisk politik. Under alle omstændigheder må den faktisk førte finanspolitik og kravene hertil være sådan, at investorerne har tillid til, at den offentlige sektor vil være i stand til at servicere gælden. I modsat fald opstår der risiko for, at gælden ikke kan refinansieres. Givet de dynamiske sammenhænge mellem gæld og renteniveau, kan alene forventningen om en problematisk udvikling føre til en yderligere forværring af de offentlige finanser, som gør det svært at servicere gælden. Dermed bliver forventningerne om en problematisk udvikling i gælden selvforstærkende.

- 3) OECD vurderer, at der kan være et maksimalt, langsigtet offentligt bruttogælds niveau omkring 50 pct. af BNP, jf. *OECD – Fiscal Consolidation: How much, how fast and by how much*, april 2012. Vurderingen bygger på empiriske undersøgelser, der antyder, at der kan være et kritisk niveau for den offentlige gæld på 70-80 pct. af BNP; over dette niveau er der en tendens til, at man kan spore negative effekter i form af eksempelvis højere renter, lavere vækst etc. Når OECD når frem til en lavere gældsgrænse, hænger det sammen med ønsket om en stødpude for at sikre mod, at en lavkonjunktur øger gældskvoten over det kritiske niveau. Det skal understreges, at effekten af øget offentlig gæld empirisk er meget vanskelig at fastlægge – og der er da også en række lande, som har overskredet det nævnte niveau betragteligt, uden at der kan identificeres entydige negative effekter.

Stabilitets- og vækstpagt, six-pack og finanspagt

Stabilitets- og vækstpagten er eurolandenes fælles finanspolitiske ramme

I forbindelse med ikrafttrædelsen af Den Økonomiske og Monetære Union's tredje fase i 1999 indgik de deltagende lande den såkaldte stabilitets- og vækstpagt (SVP). SVP udgør den finanspolitiske ramme for eurolandene, men er også gældende for resten af EU-landene. Derudover fastlægger selve EU-traktaten finanspolitiske rammer gennem blandt andet et forbud mod fælles gældshæftelse landene imellem. Hovedtrækkene i reglerne, som de var gældende frem til efteråret 2011, fremgår af boks II.3.

Overordnede krav i SVP

SVP bygger videre på kravene om et loft på 60 pct. for bruttogælden og en underskudsgrænse på 3 pct. for den faktiske saldo, som stammer fra Maastricht-traktaten. I tillæg til disse krav er der i forbindelse med SVP introduceret et mellemfristet budgetmål. Det mellemfristede budgetmål er landespecifikt og formuleret som et krav til den strukturelle saldo på mellemlang sigt. Kravet til den faktiske saldo kan afviges i særlige tilfælde, herunder ved store eller langvarige konjunkturtilbageslag. Såfremt gælden er større end 60 pct., skal gældskvoten konvergere ned mod loftet. Derudover fastlægger SVP en række procedurer med henstillinger og i sidste ende økonomiske sanktioner, hvis kravene bliver overtrådt.

Undtagelser i ekstraordinære situationer

For at yde landene en vis grad af fleksibilitet til at handle i ekstraordinært pressede situationer med lav vækst, tillader SVP, at underskuddet på den faktiske saldo kan overskride underskudsgrænsen midlertidigt i ekstraordinære situationer. Er der ikke tale om en midlertidig og ekstraordinær situation, kan ECOFIN-rådet efter indstilling fra EU-kommissionen beslutte at give landet en henstilling, der angiver en frist for, hvornår det uforholdsmæssigt store underskud skal være nedbragt. I sidste ende kan eurolande, der ikke bringer deres underskud tilbage under 3 pct. i overensstemmelse med henstillingen, idømmes sanktioner.

Boks II.3 Traktaten og SVP om finanspolitiske rammer

Det helt centrale element i de finanspolitiske regler er forbuddet mod uforholdsmæssigt store underskud. Forbuddet, der fremgår af Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde (TEUF) artikel 126, stammer tilbage fra Maastrichttraktaten, der grundlagde ØMU'en. De oprindelige regler blev fastlagt i 1999, men de undergik visse ændringer i 2005. Denne boks beskriver hovedelementerne i de finanspolitiske regler, som de var gældende frem til efteråret 2011. Reglen om uforholdsmæssigt store underskud indebærer, at underskuddet som udgangspunkt ikke må overstige 3 pct. af BNP. Samtidig er det fastlagt, at bruttogælden ikke må overstige 60 pct. af BNP eller skal nærme sig denne værdi med tilfredsstillende hastighed.

Procedure omkring uforholdsmæssigt store underskud (EDP)

Hvis det konstateres, at et land har eller forventes at få et underskud på over 3 pct., indgår EU-kommissionen en dialog med det pågældende land. Formålet med dialogen er at få afklaret baggrunden for det store underskud. Hvis EU-kommissionen vurderer, at der *ikke* er tale om midlertidige og ekstraordinære forhold^{a)} vil kommissionen indstille til ECOFIN-rådet, at der gives en henstilling til det pågældende land. Rådet kan vælge at følge indstillingen, hvorefter det pågældende land vil modtage en henstilling om at iværksætte virkningsfulde tiltag, der kan rette op på underskuddet inden for en given frist. Som udgangspunkt skal finanspolitikken planlægges efter at opnå en årlig forbedring af den strukturelle saldo på mindst ½ pct. af BNP. Manglende efterlevelse af henstillingen kan resultere i et pålæg fra Rådet om, at landet skal nedbringe underskuddet. I sidste ende kan en manglende efterlevelse af et pålæg af et euroland blive fulgt op af sanktioner, der kræver en aktiv beslutning fra Rådet. I foråret 2012 er 23 EU-lande i EDP.

Mellemlistede budgetmål (MTO)

SVP indeholder også krav om udarbejdelsen af årlige stabilitets- og konvergensprogrammer, hvor der skal opstilles mellemlistede budgetmål. De *mellemlistede budgetmål* er udtrykt som krav til den strukturelle saldo. I den oprindelige SVP var kravet, at denne skulle være "tæt på balance eller i overskud på mellemlang sigt". Med 2005-reformen blev budgetmålene gjort landespecifikke, og specielt gav høj potentiel vækst og lav initial gældskvote mulighed for at afvige fra balancetkravet. Det landespecifikke mellemlistede budgetmål må ikke overstige et underskud på 1 pct. af BNP, og det skal indeholde en sikkerhedsmargin, så underskuddet under normale konjunkturer ikke overstiger 3 pct. af BNP.

a) Der er ikke helt veldefinerede kriterier for, hvornår forholdene kan siges at være ekstraordinære. En betingelse for, at underskuddet kan opfattes som ekstraordinært, er, at der er tale om et alvorligt økonomisk tilbageslag eller en anden usædvanlig begivenhed, der ligger uden for landets kontrol.

Reglerne sikrede ikke overskud i gode tider

Med statsgældskrisen blev det åbenbart, at de finanspolitiske rammer måtte strammes. Problemet med de hidtidige regler var ikke mindst, at de ikke havde sikret en tilstrækkelig sund udvikling på de offentlige finanser under de gunstige konjunkturer, der herskede i perioden op til statsgældskrisen. Derfor blev der vedtaget en række tiltag i løbet af efteråret 2011 i form af den såkaldte six-pack, og nogle måneder senere fulgte finanspagten.

Six-pack og finanspagt

Stramninger, men de helt grundlæggende krav er som før

Hensigten med ændringerne var helt overordnet at øge troværdigheden omkring finanspolitikken, mindske risikoen for, at nye tillidskriser opstår, og sikre, at finanspolitikken føres med udgangspunkt i at tilvejebringe overskud i konjunkturmæssigt gode tider. Troværdigheden er søgt styrket gennem en bredere mulighed for at iværksætte sanktioner og øget sandsynlighed for, at sanktioner iværksettes ved overskridelser. Selvom der er sket betydelige ændringer og opstramninger med six-pack og finanspagten, er underskudskravet på 3 pct., gældgrænsen på 60 pct. samt de mellemfristede mål for den strukturelle saldo basalt set uændrede. Der gives også fortsat mulighed for at afvige fra underskudskravet ved alvorlige konjunkturtilbageslag.

Troværdige rammer kræver sanktioner

Ifølge SVP er sanktioner kun mulige ved overtrædelser af underskudskriteriet for den faktiske saldo. Iværksættelsen af sanktioner krævede samtidig, at et kvalificeret flertal af landenes finansministre støttede dette. Med finanspagten er det aftalt, at der fremover skal være et kvalificeret flertal *imod* iværksættelsen af sanktioner, hvis sanktionerne ikke skal træde i kraft.

Sanktioner ved manglende overholdelse af gældskriterie

Med six-pack blev der også åbnet for sanktioner ved overskridelse af gældskriteriet. Gældskriteriet har været et krav siden ikrafttrædelsen af SVP, men der har ikke været knyttet sanktioner til kravet. Dette skyldes blandt andet, at der ikke var regler for, hvor hurtigt gældskvoten skulle tilpasses grænsen på 60 pct. Med vedtagelsen af six-pack specificeredes det, at gældskvoten årligt skal nedbringes med mindst 1/20 af overskridelsen i forhold til gældsloftet på 60 pct. af BNP. Det betyder, at eksempelvis Grækenland med en gældskvotepå godt 160 pct. skal nedbringe sin gæld i forhold til 2011-niveauet med godt 5 pct. af BNP hvert år

for at opfylde kravet. Der kan indledes en procedure for overskridelser af gældsloftet, hvilket kan ende med, at et land påføres sanktioner.

**Udgiftsregel
operationaliserer
krav til strukturel
saldo**

Et andet element i six-pack er introduktionen af en udgiftsregel, der har til hensigt at sikre overholdelsen af det landespecifikke mellemfristede budgetmål. Udgiftsreglen indebærer, at lande, der ikke opfylder kravet til den strukturelle saldo, skal begrænse væksten i de offentlige udgifter, medmindre de modsvares af tilsvarende skattestigninger. Lande, der ikke overholder udgiftsreglen, kan hurtigere blive pålagt sanktioner ved overtrædelser af den faktiske underskudsgrænse.

**Vedtagelse af
finanspolitisk pagt**

Finanspagten blev vedtaget i januar 2012, og der er udsigt til, at 25 ud af de 27 EU-lande vil tilslutte sig pagten. Et hovedformål med finanspagten er øget fokus på den underliggende stilling på de offentlige finanser. Dette skal blandt andet ske gennem et krav om vedtagelse af nationale budgetlove, jf. boks II.4.

**Automatisk
korrektions-
mekanisme**

De nationale budgetlove skal indeholde en *automatisk* korrektionsmekanisme, der træder i kraft, hvis det strukturelle underskud forventes at overskride det relevante krav, der som udgangspunkt ikke må være større end $\frac{1}{2}$ pct. af BNP. Korrektionsmekanismen skal beskrive, hvor hurtigt og hvor meget underskuddet vil blive reduceret. Loven udformes nationalt i henhold til retningslinjer fra EU-Kommissionen. Kravet til den strukturelle saldo kan fraviges i tilfælde af ekstraordinære omstændigheder på linje med retningslinjerne i SVP om overskridelse af underskudsgrænsen for den faktiske saldo.

Boks II.4 Finanspagten

I januar 2012 blev Traktaten om Stabilitet, Samordning og Styring i den Økonomiske og Monetære Union vedtaget på et EU-topmøde. Den såkaldte finanspagt ("Fiscal Compact") er en del heraf. Traktaten, som er en mellemstatslig aftale, indeholder blandt andet følgende punkter:

- 1) Landene skal overholde de landespecifikke mellemfristede budgetkrav for den strukturelle saldo. Det strukturelle underskud må som hovedregel ikke overstige $\frac{1}{2}$ pct. af BNP, og landene skal i tilfælde af overskridelse af målet sikre hurtig^{a)} konvergens mod det mellemfristede mål. Der kan tillades et strukturelt underskud på 1 pct. af BNP, hvis gælden er væsentligt^{b)} under 60 pct., og den langsigtede risiko for uholdbare finanser er lav. Afvigelser fra det mellemfristede budgetmål eller tilpasningen hen imod dette skal udløse en korrektionsmekanisme. Et land kan afvige fra det mellemfristede budgetmål midlertidigt, men kun under ekstraordinære forhold
- 2) Kravene til den strukturelle saldo såvel som korrektionsreglerne skal indføres som national lovgivning, der skal være retningsgivende for den finanspolitiske budgetproces.
- 3) Eurolande i en EDP forpligtes til at støtte forslag eller anbefalingerne fra EU-Kommissionen

a) Det er ikke fastlagt, hvad der menes med *hurtig* konvergens.

b) Det er ikke klart, hvad der lægges i begrebet *væsentligt*.

Kommissionen kan få direkte indflydelse på finanspolitik for lande i EDP

For eurolande, der er i EDP som følge af brud på underskudskriteriet, indeholder finanspagten en skærpelse i forhold til SVP, idet EU-kommissionens anbefalinger og forslag aktivt skal støttes af de pågældende lande. Det er dog ikke fastlagt, hvad konsekvenserne af manglende efterlevelse af Kommissionens anbefalinger vil medføre, og det udestår at se praksis omkring anbefalinger og opfølgning.

Makroøkonomiske ubalancer

Potentielle farer for finanspolitisk holdbarhed

De finanspolitiske problemer, som statsgældskrisen er udtryk for, er i høj grad forårsaget af en u hensigtsmæssig finanspolitik. En række faktorer relateret til den generelle økonomiske udvikling har imidlertid været stærkt medvirkende til den markante forværring af de offentlige finanser og tilliden hertil. Eksempelvis har dårlig udvikling i konkurrenceevnen, ubalancer i den finansielle sektor, bobleagtig

udvikling på ejendomsmarkedet og stor gældsopbygning i virksomheder og husholdninger været medvirkende til, at investorernes mistillid til statsfinanserne i en række lande er øget.

Varslingsmekanisme

I erkendelse af, at opbygningen af makroøkonomiske ubalancer kan føre til voldsomme påvirkninger af de offentlige finanser, sættes der med six-pack fremover øget fokus på den mulige opbygning af sådanne ubalancer. Dette sker blandt andet i form af en *varslingsmekanisme*, der kan signalere fare for, at de enkelte lande ikke kan overholde kravet om finanspolitisk holdbarhed. Varslingsmekanismen indeholder indikatorer for forhold, der kan tænkes at påvirke de offentliges finanser i fremtiden.⁴ Varslingsmekanismen er ikke i sig selv udslagsgivende for, om det kan fastslås, at der er udviklet en uforholdsmæssig stor makroøkonomisk ubalance. Hertil kræves en dybdegående rapport udarbejdet af Kommissionen, der analyserer udviklingen nærmere.

Sanktioner ved store ubalancer

Hvis EU-kommissionen vurderer, at der i et land udvikler sig makroøkonomiske ubalancer, der truer stabiliteten i EU, kan kommissionen indstille til ECOFIN-Rådet at vedtage henstillinger og indlede en *procedure i forbindelse med uforholdsmæssigt store ubalancer*. En medlemsstat, der er omfattet af en sådan procedure, skal fremlægge en handlingsplan, der skal angive, hvordan ubalancerne korrigeres. Planen vil blive undersøgt af Rådet, der så fastlægger en frist for de korrigerende foranstaltninger. Hvis et land i euroområdet gentagne gange ikke træffer de nødvendige foranstaltninger, risikerer landet sanktioner.

- 4) Varslingsmekanismen indeholder en såkaldt resultattavle, der skal indeholde indikatorer og grænseværdier, for udviklingen i makroøkonomiske balancer. Disse består dels af *eksterne* balancer, dels *interne* balancer. Som indikatorer er valgt betalingsbalansens løbende poster, udlandsgæld, den reale effektive valutakurs, eksportandele, enhedsomkostninger, privat og offentlig gæld, kreditudvidelser, ejendomspriser og arbejdsløshedsprocenten.

II.4 Kriseinstrumenter

Tillidskriser kan være selvopfyldende

Tillid til de offentlige finanser er afgørende for, at investorer er villige til at købe et lands statsobligationer. Finanspolitiske rammer bidrager til at skabe tillid til de offentlige finanser, men er ingen garanti herfor. Der kan – berettiget eller uberettiget – opstå tvivl om det enkelte lands evne og villighed til at servicere sin gæld. Dette kan eksempelvis ske, hvis der opstår en markant svækkelse af den offentlige saldo i et land – og der måske er tvivl om den politiske vilje til at gennemføre de reformer og stramninger, der er nødvendige for at efterleve de finanspolitiske regler. Mistilliden kan føre til stigende renter, som vil forværre den offentlige saldo yderligere. Dette kan forstærke mistilliden, og i sidste ende kan forløbet blive selvopfyldende: Staten kan helt eller delvis ikke leve op til sine forpligtelser og vælge at gå bankerot.

Krisestrategi kan reducere risikoen

Uanset hvor gode de finanspolitiske spilleregler er, kan det ikke udelukkes, at der kan opstå nye kriser i fremtiden, hvor der vil være behov for en hurtig reaktion. Det er derfor relevant at overveje, hvordan sådanne situationer håndteres. En velovervejede krisestrategi kan både bidrage til at reducere sandsynligheden for, at en ny krise opstår, og til at afbøde virkningerne af en krise, hvis den måtte opstå. Med en krisestrategi påvirkes investorernes forventninger under en krise i positiv retning, hvorved en panikreaktion bedre kan forebygges. Der kan imidlertid også være ulemper ved på forhånd og ubetinget at melde en konkret kriseløsning ud.

Afsnitsindhold

I dette afsnit beskrives dels det permanente udlånsberedskab, ESM, dels muligheden for kvantitative lempelser fra ECB. Begge instrumenter kan bidrage til at afbøde virkningerne af den aktuelle krise. Samtidig kan de bidrage til at øge troværdigheden omkring de finanspolitiske rammer og dermed reducere sandsynligheden for, at nye kriser opstår. Begge instrumenter har imidlertid også nogle begrænsninger og ulemper.

Den europæiske stabilitetsmekanisme – ESM

ESM er en krisefond

Den europæiske stabilitetsmekanisme (ESM) får virkning fra sommeren 2012 og erstatter dermed den midlertidige konstruktion, EFSF, som er nærmere beskrevet i afsnit II.2. Formålet med ESM er primært at yde lån til kriseramte eurolande. De berørte lande undgår herved at skulle finansiere sig med salg af statsobligationer til så høje renter, at yderligere stigning i underskuddet i praksis er uundgåeligt. Modtagelsen af lån fra ESM kan være en forudsætning for, at de berørte lande kan gennemføre en kontrolleret genopretning af de offentlige finanser, og lånene fra ESM kan dermed øge sandsynligheden for, at de ramte lande rent faktisk kan komme ud af krisen uden, at landets regering bliver tvunget til/vælger at misligholde gælden. Dermed kan lån fra ESM bidrage til at øge de private investorers villighed til at yde lån, dvs. købe statsobligationer. Alene eksistensen af ESM og bevidstheden, om at ramte lande kan opnå lån til en moderat rente, bidrager derved til at reducere sandsynligheden for, at der opstår en tillidskrise. Samtidig kan eksistensen af lånemulighederne i ESM imidlertid tilskynde til en mindre disciplineret finanspolitik i medlemslandene. Derfor er det vigtigt, at lån fra ESM følges op med betingelser om budgetforbedrende tiltag.

ESM yder lån på betingelser

ESM finansierer udlånene gennem udstedelse af obligationer med sikkerhed i indskudt kapital fra alle landene. Den nuværende lånekapacitet er på 500 mia. euro, svarende til 5,3 pct. af eurolandenes BNP i 2011. ESM yder lån på betingelse af, at der udarbejdes et tilpasningsprogram. Tilpasningsprogrammet indeholder krav om tiltag, der forbedrer de offentlige finanser, så det kriseramte land kan genoprette den finanspolitiske holdbarhed. Et element i tilpasningsprogrammet kan være, at private bidrag i form af restrukturering af gæld kan nedbringe det kriseramte lands finansieringsbehov. Renten på lånene fra ESM fastsættes som finansieringsomkostningerne plus en rentemarginal. Rentemarginalen gør, at landet har en interesse i at vende tilbage til markedsfinansiering af den offentlige gæld så hurtigt som muligt. ESM er nærmere beskrevet i boks II.5.

Boks II.5 European Stability Mechanism (ESM)

I juni 2011 blev det endeligt vedtaget at oprette en permanent fond, der kan yde lån til nødlidende eurolande. Fonden var oprindeligt planlagt til at kunne påbegynde udlån i juli 2013, men efterfølgende er den planlagte start rykket et år frem. ESM skal erstatte de midlertidige konstruktioner, EFSF og ESMF.

Bestyrelsen for ESM består af finansministrene fra euromedlemslandene samt observatører fra EU-Kommissionen og ECB. Eurolandene udpeger medlemmerne af direktionen.

ESM etableres med indskud af kapital på 80 mia. euro fra euromedlemmerne i en fordeling baseret på deres initiale indskud i ECB. På basis heraf kan ESM udlåne op til 500 mia. euro. Opstår der tab, der reducerer fondens kapital, har landene forpligtet sig til at indskyde ekstra kapital. En indskyders pligt til at bidrage med kapital bortfalder ikke, hvis landet bliver berettiget til eller modtager finansiel støtte fra ESM. Rammen for ekstra kapital skal vedtages i enighed af bestyrelsen af ESM.

ESM udsteder obligationer for at finansiere lån ydet til landene. Betingelserne for, at et land kan opnå lån fra ESM, er, at der skal være tale om en generel krise, og at lånet skal være nødvendigt for at sikre euroområdets stabilitet. I forbindelse med tildeling af lån skal der udformes og implementeres et makroøkonomisk tilpasningsprogram. Godkendelse af lån sker ved enighed blandt bestyrelsens medlemmer med stemmeret. Lån ydes med en rente svarende til finansieringsomkostningerne plus en margin.

En betingelse for at modtage lån fra ESM kan være, at der gennemføres en restrukturering af den eksisterende statsgæld, sådan at de eksisterende kreditorer bidrager til genopretningen af de offentlige finanser gennem en nedskrivning af deres tilgodehavender. Fra januar 2013 skal alle nyudstedelser af eurolandes statsværdipapirer med løbetid over et år indeholde en såkaldt *Collective Action Clause* (CAC). Formålet hermed er at gøre restruktureringer af gæld til private investorer lettere.

Bøder, der pålægges eurolande, som overskrider betingelser i stabilitets- og vækstpagten eller finanspagten, vil fremover tilfalde ESM.

ESM indebærer fælles hæftelse

En fordel ved at yde lån gennem ESM frem for bilaterale lån er, at finansieringsomkostningerne reduceres. Dette skyldes for det første, at der er fælles hæftelse blandt euro-landene for lån optaget af ESM. For det enkelte land er hæftelsen begrænset til landets andel af fondens samlede kapital. Den fælles hæftelse betyder, at der er større sikkerhed for investorerne, og dermed bliver renten lavere. En anden oplagt fordel for det kriseramte land er, at der kun skal udarbejdes ét tilpasningsprogram, som specificerer de krav til budgetforbedringer, der er en forudsætning for lån.

Fælles obligationsudstedelse

Det har som alternativ eller supplement til ESM været diskuteret, om der skal være mulighed for, at alle lande, der deltager i ØMU'en, kan udstede en vis mængde obligationer med fælles hæftelse – de såkaldte euroobligationer. EU-Kommissionen har blandt andet skitseret en model, hvor de enkelte lande kan finansiere gæld, der udgør op til 60 pct. af BNP, med fælles obligationer.⁵ Den fælles hæftelse vil gøre renten på denne del af gælden mindre afhængig af de enkelte landes økonomiske situation og dermed mindske finansieringsbyrden, især for nødlidende lande. For gæld udover den givne grænse vil det imidlertid være det enkelte land, der er fuldt ansvarlig for at servicere gælden. På den sidste del af gælden vil aktørerne på de finansielle markeder kræve en risikopræmie, der afhænger af det enkelte lands situation. Denne præmie vil sandsynligvis være meget høj for kriseramte lande. Dermed fastholdes incitamentet på marginalen til at nedbringe gælden mod de 60 pct. af BNP, samtidig med at der gives en væsentlig lempelse i rentebetalingerne på de nederste 60 pct. Den fælles hæftelse vil indebære, at de øvrige lande i sidste ende kan blive ansvarlige for dele af gæld stiftet af et andet land, hvilket øger risikoen for, at nogle lande fører en uansvarlig finanspolitik. Til forskel fra ESM, hvor relativt billige lån ydes mod betingelser, vil den finanspolitiske disciplin i modellen med euroobligationer komme via risikoen for, at renten på de nationale obligationer (dvs. den gæld der overstiger 60 pct. af BNP) stiger.

5) Se *Green paper on the feasibility of introducing stability bonds*, EU-Kommissionen, november 2011.

Kapacitet skal dække bruttofinansieringsbehovet	Lånebehovet for et land, der kommer ud i en statsfinansiell krise og dermed får behov for støtte fra ESM, er landets bruttofinansieringsbehov. Bruttofinansieringsbehovet er lig med det løbende underskud på den offentlige saldo plus værdien af de statsobligationer, der forfalder og dermed skal refinansieres i en given periode. Hvis ESM skal kunne sikre servicering af gæld i et land, der som følge af manglende tillid ikke kan sælge statsobligationer på markedet, må fonden som udgangspunkt have en udlånskapacitet, der svarer til den del af det pågældende lands gæld, der forfalder i løbet af krisen plus det løbende underskud i den samme periode.
ESM har kapacitet til at støtte Irland, Portugal og Grækenland	ESM's samlede lånekapacitet svarer som nævnt til godt 5 pct. af eurolandenes samlede BNP. Vurderet ud fra gældens størrelse og sammensætning ved udgangen af 2011 er dette eksempelvis tilstrækkeligt til at kunne dække finansieringsbehovet frem til 2014 for Irland, Portugal og Grækenland, jf. tabel II.3. ⁶
Begrænset kapacitet	Selvom ESM har en kapacitet, der svarer til finansieringsbehovet i lande som Grækenland, Irland og Portugal, kan der opstå problemer, hvis lande som Italien eller Spanien, får brug for lån. ESM's fulde udlånskapacitet svarer eksempelvis til, at Spaniens finansieringsbehov i 2012 og 2013 kan dækkes. Tilsvarende er Italiens finansieringsbehov alene i 2012 næsten lige så stort som hele ESM's udlånskapacitet. ⁷ ESM's samlede udlånskapacitet er afgørende for den tillidsskabende effekt – og dermed for, i hvilket omfang konstruktionen bidrager til at forebygge kriser, der skyldes mistillid fra investorerne.
Udvidelse i marts 2012	I slutningen af marts 2012 traf eurogruppen beslutning om den samlede kapacitet i den periode, hvor ESM og EFSF

- 6) Irland, Portugal og Grækenland har fået dækket deres finansieringsbehov frem til 2013 fra EFSF mv. Vurderingen her udtrykker således kun en illustration af ESM's størrelse i en tænkt fremtidig situation, der ligner situationen, som den så ud ultimo 2011.
- 7) Italien og Spanien har dækket noget af finansieringsbehovet for 2012 i årets første måneder. Vurderingen tager således udgangspunkt i en fremtidig tænkt situation, der ligner situationen ultimo 2011.

fungerer sideløbende. Eurogruppen valgte at fastholde en samlet effektiv låneramme på 500 mia. euro udover de allerede bevilgede lån fra EFSF, som beløber sig til i alt 200 mia. euro. Disse lån omfatter lånene til Irland, Portugal og Grækenland. Den samlede kapacitet for EFSF og ESM er dermed, indtil EFSF's udløb medio 2013, på 700 mia. euro, hvorefter EFSF udfases med forfald af de udstedte lån. Inkluderer man den udbetalte del af EFSM-lån (49 mia. euro) og de bilaterale lån fra den græske lånefacilitet (53 mia. euro) fås en samlet aktuel låneramme ("firewall") på ca. 800 mia. euro.

**Lån på betingelser
kan også opnås hos
IMF**

Nødlidende lande har udover lån i ESM under visse betingelser også mulighed for at opnå lån hos IMF. Som svar på blandt andet statsgældskrisen har IMF forøget sine reserver for at øge tilliden og muligheden for at yde støtte. Medlemslandene i IMF har således forpligtet sig til at yde et samlet ekstra bidrag på 430 mia. dollar eller godt 325 mia. euro. Lægges det beløb, som dog ikke er forbeholdt eurolandene, sammen med ESM's lånekapacitet på 500 mia. euro, er der tale om en ny udlånskapacitet på ca. 8¾ pct. af eurolandenes BNP. Dette ville eksempelvis kunne dække Spaniens bruttofinansieringsbehov i 3-4 år.

Tabel II.3 *Bruttofinansieringsbehov og bruttogæld, udvalgte eurolande*

	Bruttogæld	2012	2013	2014
	ultimo 2011	Bruttofinansieringsbehov		
	Pct. af BNP	Pct. af eurolandenes BNP		
Italien	120,7	4,8	4,0	4,1
Spanien	68,3	2,4	2,5	2,3
Irland ^{a)}	104,6	0,3	0,3	0,3
Portugal ^{a)}	100,9	0,5	0,2	0,2
Grækenland ^{b)}	165,8	1,3	0,3	0,4
Tyskland	80,9	2,4	2,3	1,6
Frankrig	85,9	3,8	4,1	3,8
ESM og EFSF ^{c)}	7,4			
ESM ^{c)}	5,3			

a) Indeholder reformkrav fra tilpasningsprogrammet.

b) Indeholder effekten af restruktureringsaftalen med private investorer og reformer i tilpasningsprogrammerne.

c) Pct. af eurolandenes samlede bruttonationalprodukt.

Anm.: Bruttofinansieringsbehovet udtrykker refinansiering af forfalden gæld samt årets underskud på den offentlige saldo. Tallene for 2013 og 2014 er baseret på antagelser om, at kortfristet gæld i 2012 og 2013 refinansieres med kortfristet gæld, der udløber i 2013 og 2014. Løbetiden for ny finansiering antages at ske med fordelingen af gælden i 2011.

Kilde: IMF (Fiscal Monitor, April 2012) og tilpasningsprogrammer for Grækenland (The second economic adjustment programme for Greece, marts 2012), Portugal (The economic adjustment programme for Portugal, third review – Winter 2011/2012) og egne beregninger.

Kvantitative lempelser

Centralbankens opkøb af statsobligationer

Et alternativ til direkte lån til udsatte stater baseret på en konstruktion som ESM, kan være, at centralbanken foretager opkøb af statsobligationer i markedet. En centralbanks opkøb af obligationer er udtryk for en såkaldt kvantitativ lempelse, hvor likviditeten øges. Centralbankens opkøb øger efterspørgslen efter obligationer, hvilket betyder, at det alt andet lige er lettere for den udstedende stat at finansiere sit lånebehov. Ved opkøbet presses renten på statsobligationer ned, og dermed reduceres de berørte staters omkostninger til at finansiere gælden.

**Normal
pengepolitik:
Udlån mod
sikkerhed**

Kvantitative lempelser er ikke en del af ECB's normale instrumentarium. Et af ECB's vigtigste pengepolitiske instrumenter i relation til at styre likviditeten og den korte rente i euroområdet er de såkaldte markedsoperationer. Markedsoperationerne er auktioner, hvor ECB stiller likviditet til rådighed for private banker typisk i 7 dage eller 3 måneder. En betingelse for at kunne opnå lån i ECB er, at bankerne stiller sikkerhed, eksempelvis i form af statsobligationer. Det typiske pengepolitiske instrumentarium består således af kortfristede udlån mod sikkerhed, hvilket betyder, at ejerskabet af de papirer, der stilles som sikkerhed, forbliver de private bankers. Som led i de pengepolitiske lempelser under krisen er kravene til sikkerhedsstillelse mindsket. Den lempelige pengepolitik har bidraget mærkbart til opretholdelse af likviditeten i euroområdet.

**Midlertidige
3-årige udlån øger
efterspørgslen efter
statsobligationer**

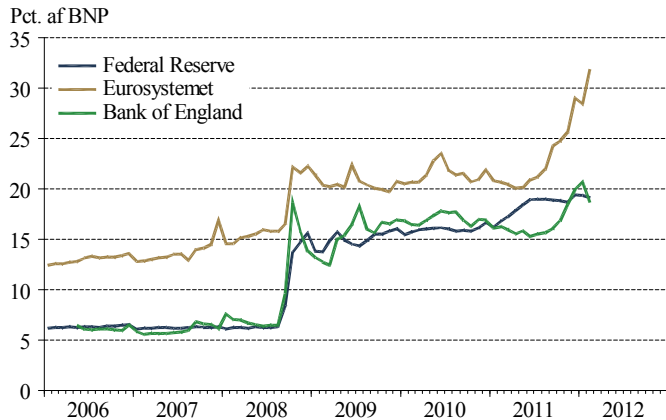
I slutningen af 2011 valgte ECB at åbne for, at de private banker får mulighed for at opnå lån med en løbetid på op til tre år. Denne nye udlånsmulighed er begrundet i ønsket om at give bankerne mulighed for længere finansiering i en situation, hvor bankernes mulighed for at skaffe finansiering er vanskelig. Muligheden for at opnå relativt lange lån i centralbanken giver de private banker mulighed for at beholde og opkøbe statsobligationer. De nye lån fra ECB har derved indirekte øget efterspørgslen efter statsobligationer. Da det er de private banker, der foretager opkøbene af statsobligationer, er det også disse banker, der påtager sig den direkte risiko for tab (og mulighed for gevinst) på statsobligationerne. Indirekte påtager ECB sig dog en risiko, idet sikkerheden, som bankerne stiller for at få lånene i høj grad netop er statsobligationer. Hvis bankerne ender med at lide så store tab, at de går konkurs – eksempel som følge af store tab på statsobligationer – kan en del af tabet derfor ende hos ECB.

ECB må ikke støtte medlemsstaterne ...

... men ECB har opkøbt obligationer i et vist omfang

Ifølge EU-traktaten er det ikke tilladt for ECB at yde finansiel støtte til medlemsstaterne. Dette kan også formuleres som, at det er forbudt at monetarisere den offentlige gæld. Dette forbud skyldes ønsket om at eliminere risikoen for, at ECB kommer til at understøtte en uansvarlig finanspolitik. Når ECB alligevel i et vist omfang har opkøbt obligationer fra de kriseramte lande, er det blevet begrundet med hensynet til den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Et udtryk for den ekspansive pengepolitik ført af ECB, den amerikanske centralbank (FED) og Bank of England (BoE) fremgår af den kraftige balanceudvidelse siden 2008, jf. figur II.19. ECB har købt både virksomhedsobligationer (covered bonds) og statsobligationer fra blandt andet Italien og Spanien, mens den kraftige stigning i slutningen af 2011 og begyndelsen af 2012 især skyldes de nye 3-årige lånefaciliteter.

Figur II.19 Centralbankers samlede balancesum



Anm.: Eurosystemet består af ECB og de nationale centralbanker i euroområdet. Balancesummen er værdien af de samlede aktiver (eller passiver). Seneste observation er marts 2012.

Kilde: EcoWin og Nationalbanken.

**Kvantitative
lempelser bruges
strategisk**

ECB's opkøb af statsobligationer under krisen har ikke været baseret på en på forhånd klart annonceret strategi. Dette hænger uden tvivl sammen med, at mulighederne for ECB for at handle aktivt på dette område som nævnt er begrænset af EU-traktaten. En fordel ved ikke at have en på forhånd klart annonceret strategi kan være, at det giver centralbanken direkte eller indirekte mulighed for at lægge et vist pres på politikerne for at få gennemført reformer og opstramminger i de kriseramte lande. Til gengæld indebærer fraværet af klar kommunikation om bankens strategi, at forventningsdannelsen blandt aktører på de finansielle markeder ikke påvirkes i så høj grad.

**Lempelser kan
påvirke
forventningerne
på de finansielle
markeder**

Ønsker en centralbank at påvirke forventningsdannelsen på de finansielle markeder, er der behov for en klar og på forhånd kendt strategi. Denne kan eksempelvis bestå i, at centralbanken på forhånd annoncerer, at den vil foretage et opkøb af en given mængde af statsobligationer inden for en given periode. Da en centralbank har ubegrænsede muligheder for opkøb, kan en centralbank i princippet vælge at annoncere, at den vil foretage ubegrænsede opkøb, hvis renten stiger over en vis tærskelværdi.⁸ Hvis markedsdeltagerne forventer, at centralbanken altid vil opkøbe obligationer, såfremt renten når et vist niveau, vil denne forventning i sig selv bidrage til, at renten ikke overstiger dette niveau, og centralbanken kan derigennem modvirke ubegrundede tillidsbrud. Afgørende for dette argument er, at centralbanken har en meget stor kapacitet til at bakke forventningen om intervention op. Selv om centralbanken principielt har ubegrænset kapacitet, vil en sådan politik i praksis let komme i konflikt med et mål om prisstabilitet. En anden årsag til, at det i praksis er vanskeligt at annoncere ubetingede og ubegrænsede opkøb af obligationer er, at det vil øge de omfattede landes mulighed for at føre en uansvarlig finanspolitik.

8) En sådan strategi svarer til konstruktionen omkring den danske kronekurs, hvor Nationalbanken (med støtte fra ECB) har annonceret, at den vil holde kronekursen inden for et meget snævert bånd.

Lempelser øger aktiviteten i hele valutaområdet

Som udgangspunkt vil kvantitative lempelser, som nævnt, alt andet lige reducere renten og øge likviditeten. Lavere rente og større likviditet kan bidrage til, at investeringer og forbrug stimuleres og kan på kort sigt trække væksten op i valutaområdet. Dette kan være en fordel, hvis hele valutaområdet er i en lavkonjunktur, men hvis der er tale om større forskelle i konjunktursituationen, kan dette give anledning til problemer.

Kvantitative lempelser er ikke gratis

Et grundlæggende problem ved kvantitative lempelser er som nævnt, at centralbanken påtager sig en risiko for tab, hvis tillidskrisen, trods alle forsøg på at undgå det, ender med en statsbankerot. Det er derfor en forudsætning, at centralbanken har tiltro til, at de berørte stater rent faktisk vil kunne komme ud af krisen uden at misligholde gælden. Noget lignende gælder i forbindelse med udlån til bankerne, herunder eksempelvis de nye 3-årige lån til bankerne, som ECB har gennemført. En forudsætning for, at kvantitative lempelser kan komme på tale er derfor, at der på det mellemlange sigt er en betydelig tillid til de offentlige finanser i de lande, hvis statsobligationer omfattes af opkøbene. Hvis denne tillid generelt er til stede blandt aktørerne på de finansielle markeder, er der ikke behov for opkøb fra centralbankens side. Hvis tilliden blandt markedsdeltagerne er meget svag, og centralbanken med stor sikkerhed vurderer, at den svigtende tillid enten er ubegrundet eller begrundet i andre forhold end en utroværdig finanspolitik, kan centralbanken vælge at bruge sin større tiltro til at gennemføre opkøb af statsobligationer.

Specifikt problem for ECB

Et problem for den fælles europæiske centralbank i forhold til centralbankerne i eksempelvis USA, Storbritannien og Japan er, at euroområdet består af en række selvstændige stater, der hver især kan stifte gæld. Dette betyder, at der er et stort koordineringsbehov i relation til indretningen af finanspolitikken i euroområdet, hvilket de finanspolitiske rammer, der blev beskrevet i afsnit II.3, også er udtryk for. Erfaringen viser, at det er meget vanskeligt at sikre overholdelsen af disse rammer, hvilket begrænser anvendeligheden af kvantitative lempelser i euroområdet. I praksis er det nemmere at skabe fælles forståelse mellem én centralbank og én regering end mellem én centralbank og 17 regeringer.

**Kvantitative
lempelser og
risiko for inflation**

En ulempe ved kvantitative lempelser kan være en forøget risiko for høj inflation. Likviditetsudvidelsen, der følger af en kvantitativ lempelse, vil alt andet lige øge efterspørgslen efter såvel varer som finansielle aktiver. Hvis konjunktursituationen i udgangspunktet er normal, vil dette føre til øget inflation og stigende priser på finansielle og reale aktiver.

**Øget
likviditetsbehov
kan reducere
inflationsrisiko**

I den nuværende situation, hvor efterspørgslen generelt er meget lav, er risikoen for inflation imidlertid stærkt begrænset. Den lave risiko for inflation i den nuværende situation hænger også sammen med, at bankerne i meget stor udstrækning har valgt at placere det øgede udbud af likviditet, som ECB har stillet til rådighed, som indskud netop i ECB. Dermed er den øgede likviditet ikke slået igennem i form af en større pengemængde i euroområdet. Mere generelt vil en kvantitativ lempelse, der sker simultant med et stigende behov for likviditet fra de private banker, ikke indebære nogen reel inflationsrisiko.

**Der kan opstå
problemer med
tilbage salg af
obligationer**

En væsentlig udfordring i forbindelse med kvantitative lempelser er, at de kræver en inddragelse af likviditeten igen, når situationen normaliseres. Risikoen består i, at centralbanken af den ene eller anden grund ikke får trukket den øgede likviditet tilbage i tide via tilbage salg af statsobligationer, efterhånden som konjunkturerne normaliseres. I givet fald er der en risiko for, at den større likviditet slår ud i højere prisniveau eller stigende aktivpriser. En årsag til, at centralbanken ikke får inddraget likviditeten tilstrækkeligt hurtigt, kan være, at der er frygt for at slå et gryende opsving i valutaområdet ned. En pengepolitisk stramning i takt med normalisering af konjunkturerne burde dog kunne gennemføres af en uafhængig centralbank. En mere fundamental fare kan være, at en statsbankerot umuliggør tilbage salg af de opkøbte statsobligationer til kurser svarende til købskurserne. Dette understreger, at den potentielle fare ved de kvantitative lempelser hidrører fra en grundlæggende manglende evne eller vilje hos stater (eller banker) til at sikre tilstrækkelig solvens på mellemlang sigt.

Sammenligning af ESM og kvantitative lempelser

Grundlæggende ligheder i virkninger af de to instrumenter

Opkøb af kriseramte landes statsobligationer – kvantitative lempelser – ligner på mange måder den støtte, der ydes via lån fra ESM. Begge tiltag bidrager til, at de berørte lande kan finansiere deres underskud og forny gæld, der forfalder, til lavere renter end ellers. I det ene tilfælde foretages finansieringen af den berørte stat selv ved obligationsudstedelse, mens centralbanken gennem opkøb bidrager til, at renten på de udstedte obligationer holdes nede. Med ESM dækkes finansieringsbehovet gennem lån, der baserer sig på kapitalindskud fra alle eurolande. I begge tilfælde er det i sidste ende de øvrige eurolande, der vil lide tab, hvis operationen mislykkes. Tabet vil enten fremkomme som tab i ECB (som ejes af staterne), eller ved, at kapitalen i ESM mistes.

Gode og solide finanspolitiske rammer er en forudsætning

Et fælles problem ved ESM og kvantitative lempelser er, at alene eksistensen af sådanne kriseinstrumenter reducerer incitamentet for de enkelte lande til at undgå at komme i krise. Hvis der af den ene eller anden grund opstår mistillid til et lands finanspolitik, er omkostningen mindre, når muligheden for enten at få lån eller blive hjulpet af centralbankopkøb eksisterer. Dermed øger eksistensen af sådanne kriseinstrumenter alt andet lige risikoen for, at krisen opstår, i modstrid med den oprindelige hensigt om at skabe større tillid. Dette forstærker behovet for finanspolitiske regler, der er det grundlæggende værn mod mistillid til de offentlige finanser. Det betyder imidlertid også, at når først de statsfinansielle problemer opstår (på trods af de finanspolitiske regler), er betingelserne i forbindelse med de relevante hjælpeforanstaltninger afgørende. Her er et organ som ESM langt mere velegnet til at stille betingelser om eksempelvis stram finanspolitik, end ECB er.

Behov for transparens i finansieringsomkostninger

Der er også andre forskelle mellem de to instrumenter. En ligger i transparensen af omkostningerne, og hvem der bærer disse. Opfattes et kriseinstrument af beslutningstagerne fejlagtigt som relativt omkostningsfrit, øges risikoen for, at de grundlæggende finanspolitiske rammer brydes. Et ikke transparent kriseinstrument, hvor omkostningerne ved anvendelsen er uklare, er dermed mindre effektivt til at forebygge kriser.

ESM er mest transparent

En fordel ved ESM er, at tabsrisikoen er klar og tydelig. Tabet består i, at den indskudte kapital mister værdi, hvis et kriseramt land går bankerot. Ved kvantitative lempelser rammer et eventuelt tab i første omgang ECB. Da ECB i sidste ende er ejet af de enkelte stater i ØMU'en, er dette imidlertid indirekte et tab for de deltagende lande. Det betyder, at omkostningernes størrelse og fordeling ved kvantitative lempelser er mere uklare.

II.5 Sammenfatning

Svag aktivitetsudvikling i euroområdet

Økonomierne i euroområdet er karakteriserede ved en svag konjunktursituation, og der er betydelig usikkerhed om udviklingen i den kommende tid. Udsigten til fortsatte finanspolitiske stramminger og bekymring for konsekvenserne af statsgældsproblemerne bidrager til en svag efterspørgselsudvikling. Den manglende tillid til de offentlige finanser og den generelle økonomiske situation har manifesteret sig ved høje renter på statspapirer, svag forbruger- og erhvervstillid, direkte BNP-fald i flere betydningsfulde europæiske lande og markante nedjusteringer af vækstskønnene for de kommende år.

Baggrunden for statsgældskrisen: For lempelig finanspolitik i de gode år ...

Under den finansielle krise og det efterfølgende tilbageslag blev de offentlige finanser kraftigt svækket. Store underskud og stigende gæld har ført til bekymring for, om de offentlige finanser er holdbare, og om de berørte lande vil være i stand til at servicere den stadigt stigende gæld. Krisen bidrog til de store underskud, men underskuddene er i lige så høj grad resultat af, at der i mange eurolande blev ført en alt for lempelig finanspolitik i en årrække frem til krisens start i 2008. Flere lande brød i denne periode gentagne gange EU's finanspolitiske spilleregler. Den lempelige finanspolitik har bidraget til gældsopbygningen i flere lande og er en af hovedårsagerne til statsgældskrisen og mere generelt til, at de offentlige finanser i de fleste eurolande er uholdbare.

... men også opbygning af andre ubalancer

De statsfinansielle problemer blev i flere lande forstærket af, at den økonomiske politik tillod opbygning af ubalancer, blandt andet i form af uholdbar boligprisvækst, kraftig

kreditvækst og oppustning af byggesektoren. Perioden frem mod 2007 var samtidig præget af konkurrenceevneforværringer og opbygning af store betalingsbalanceunderskud i en række, særligt sydeuropæiske, lande. Den svækkede konkurrenceevne har bidraget til, at flere sydeuropæiske lande ikke i lige så høj grad som de nordeuropæiske har kunnet drage fordel af det opsving i verdensøkonomien, der blev påbegyndt omkring forsommeren 2009. I fraværet af et eksportdrevet opsving har flere sydeuropæiske lande oplevet en meget svag aktivitetsfremgang eller ligefrem tilbagegang, hvilket har hindret en genopretning af de offentlige finanser.

Frygt for statsgældskrise også i større eurolande har ført til tillidskrise

Igennem 2011 og dele af 2012 bredte der sig en frygt for, at statsgældskriser som kendt fra Grækenland, Irland og Portugal også ville ramme større eurolande som Spanien og Italien. Rentespændet i forhold til Tyskland steg for disse to lande, og frygten for en mere omfattende krise bidrog til fald i forbruger- og erhvervstilliden og i aktiekurserne. Statsgældskrise i et land kan sprede sig til andre lande, blandt andet via solvensproblemer i banksektorerne som følge af tab på beholdninger af statsobligationer fra de udsatte lande. Dette er naturligvis særlig alvorligt, når frygten for statsbankerot vedrører de større økonomier.

Finanspolitiske stramninger ventes at bidrage til styrket privat efterspørgsel

Det vurderes, at den påbegyndte finanspolitiske opstramning i kombination med de beskrevne EU-, IMF- og ECB-initiativer vil bidrage til en gradvis genopretning af tilliden til de offentlige finanser i euroområdet, herunder også i de mest udsatte lande, jf. også konjunkturvurderingen præsenteret i kapitel I. Der er dog risiko for, at der vil opstå perioder, hvor mistilliden til et eller flere landes offentlige finanser blusser op igen. Det kan derfor ikke udelukkes, at der bliver behov for nye initiativer, eksempelvis i form af nye nødlån. Genopretningen af tilliden til de offentlige finanser ventes derfor kun at ske langsomt i de kommende år. Efterhånden som frygten for bankerotter aftager, vil den private efterspørgsel udvikle sig mere positivt og bidrage til et opsving. Dette er hele forudsætningen for et opsving, men der er altså kun udsigt til, at det vil ske langsomt og med bump på vejen.

Folkelig modstand er en ubekendt faktor

Den vigtigste, men samtidig mest skrøbelige, forudsætning bag denne relativt positive forventning er de udsatte landes egne finanspolitiske opstramninger og strukturreformer. Uden disse vil tilliden til de offentlige finanser ikke vende tilbage på trods af EU- og IMF-initiativer. Tilstrækkelig stærk folkelig og politisk modstand vil kunne forhindre stramninger og reformer. Resultatet af det nyligt afholdte græske valg viser, at dette ikke bare er en teoretisk mulighed. Et isoleret græsk nej til memorandummet indgået med EU og IMF og en eventuel efterfølgende fuld statsbankerot og/eller udtrædelse af ØMU'en vurderes ikke i sig selv at ville ryste den øvrige europæiske økonomi alvorligt. Dertil er den græske økonomi for lille, og det græske problem er i forvejen nogenlunde indkapslet. De private kreditorer har således allerede afskrevet store dele af deres græske tilgodehavender. Derimod vil en tilstrækkelig stærk folkelig og politisk modstand i andre og større af de udsatte lande kunne få statsgældskrisen til at blusse yderligere op. Dette kan via negative tillidseffekter medføre et betydeligt økonomisk tilbageslag.

Finanspolitiske opstramninger nødvendige i de mest udsatte lande

Finanspolitisk konsolidering i de mest udsatte lande er afgørende for at genskabe tilliden til de offentlige finanser i disse lande og dermed for at muliggøre en styrkelse af den private efterspørgsel i euroområdet og det øvrige EU. Opstramningen af finanspolitikken vil imidlertid i sig selv bidrage negativt til efterspørgslen og konjunktursituationen. For de udsatte lande er det ikke desto mindre afgørende, at de offentlige finanser forbedres på kort sigt, samtidig med at der gennemføres strukturreformer på arbejdsmarkedet og af tilbagetrækningssystemet, der kan styrke de offentlige finanser på længere sigt. Strukturreformer har ikke samme negative aktivitetseffekt på kort sigt som traditionelle besparelser og skattestigninger. Situationen er desværre, at en uansvarlig økonomisk politik i de nu mest udsatte lande i en årrække op til krisens udbrud har medført så store problemer, at der på nuværende tidspunkt ikke er nogen "gode" løsninger. Finanspolitiske opstramninger er nødvendige, selvom der konjunkturmæssigt er behov for det modsatte.

Finanspolitisk opstramning langsommere i USA

For EU som helhed var forværringen af den offentlige saldo i forbindelse med finanskrisen gennem 2009 og 2010 af nogenlunde samme størrelsesorden som forværringen i USA. Den hidtidige opstramning af finanspolitikken har dog, i særdeleshed i 2011, været betydeligt kraftigere i EU end i USA, og dette forventes også at blive tilfældet i 2012. Det er derfor relevant at overveje, om den finanspolitiske opstramning for EU under et kan ske langsommere.

Mere lempelig finanspolitik i de relativt stærke EU-lande?

For lande med relativt sunde offentlige finanser er behovet for yderligere opstramninger mindre, og det kan for disse lande være relevant at overveje en langsommere konsolidering end hidtil planlagt, såfremt dette suppleres af reformer, der styrker de offentlige finanser på længere sigt. IMF har argumenteret for en sådan linje, hvor finanspolitikken lempes i forhold til det nu planlagte i EU-lande med relativt sunde offentlige finanser og gode eksterne balancer. Dette skulle via den vækst, lempelsen genererer, indirekte komme de sydeuropæiske lande med særlige problemer til gode. I givet fald bør en sådan indsats ske koordineret på EU-niveau via ændrede henstillinger og stabilitets- og konvergensprogrammer for de stærkere lande. Selv om dette godt kan være del af en relevant indsats, rummer strategien problemer, hvis formålet primært er at skabe vækst i de mest udsatte, sydeuropæiske lande. Disse vil nemlig kun gavnnes via de afledte effekter, der for fleres vedkommende vil være ganske svage, blandt andet fordi de pågældende lande ikke eksporterer så meget til de stærkere nord- og centraleuropæiske lande. Hertil kommer, at flere af de relativt få EU-lande med nogenlunde stærke offentlige finanser – herunder Tyskland og Sverige – kun har et mindre selvstændigt behov for finanspolitisk stimulans.

Direkte EU-midler målrettet investering og vækst i de mest udsatte lande er at foretrække

En anden mulighed for i en vis grad at kompensere for aktivitetsvirkningen af de markante finanspolitiske opstramninger i de mest berørte lande kunne bestå i mere direkte at øge omfanget af EU-finansierede investeringsprojekter i disse lande. Dette kunne eksempelvis være infrastrukturprojekter, der er aktivitetsforøgende på kort sigt, og som på længere sigt har gavnlige effekter på produktiviteten. Sådanne projekter kan eksempelvis finansieres ved at lande med relativt sunde offentlige finanser i en

periode forøger deres bidrag til EU's strukturfonde, og at projekterne bliver målrettet lande i alvorlige økonomiske problemer. Det er afgørende, at sådanne ekstra overførsler til lande, der er særligt ramt af statsfinansielle problemer, ikke svækker den grundlæggende indsats for at forbedre de offentlige finanser. En målrettet og direkte investeringsindsats er at foretrække frem for generelle finanspolitiske lempelser i de relativt stærke lande, da der herved opnås en større væksteffekt i de kritiske lande. Det er dog uvist, om de nuværende europæiske rammer i praksis er gearede til en sådan konjunkturbetinget omfordeling af investeringsmidler. En direkte vækststrategi, som den beskrevne, hvor EU fra centralt hold finansierer investeringer i specifikke lande repræsenterer et skridt imod en fælles EU-finanspolitik.

Stabilitets- og vækstpagten har fejlet

Udviklingen igennem de seneste ti år har illustreret, at eurokonstruktionen og i særdeleshed stabilitets- og vækstpagten ikke har været tilstrækkeligt effektive til at sikre den finanspolitiske disciplin. En møntunion kræver en vis samordning af finanspolitikken, blandt andet for at sikre, at lande ikke bare spekulerer i, at andre lande i møntunionen i sidste ende vil redde dem. Stabilitets- og vækstpagten indeholder begrænsninger på medlemslandenes finanspolitik først og fremmest i form af underskuds- og gældsmål. Reglerne er imidlertid blevet overtrådt gentagne gange, uden det har medført sanktioner. Dette har svækket tiltroen til den finanspolitiske disciplin. Overskridelser har været helt systematiske for nogle lande, herunder Grækenland, men også overskridelser af underskudsreglen af de to største lande i eurosamarbejdet, Frankrig og Tyskland, tilbage i 2002-03, har bidraget væsentligt til den svækkede troværdighed. EU har hidtil aldrig effektueret de økonomiske sanktioner, der er en del af systemet.

Finanspagt og six-pack sigter mod troværdig håndhævelse af stort set de samme regler

Den europæiske statsgældskrise har tydeligt illustreret, at der er behov for reformer af stabilitets- og vækstpagten, i særdeleshed med henblik på at skærpe håndhævelsen af reglerne. De nye krav til den økonomiske politik i finanspagten og six-pack er ikke så væsentligt forskellige fra de i forvejen gældende krav, men håndhævelsen forsøges skærpet via eksempelvis forstærkede sanktionsmuligheder, blandt andet i form af bøder, hvis et land ikke overholder

kravene. Samtidig skal landene i deres nationale lovgivning indbygge krav til den strukturelle saldo og en korrektionsmekanisme, der specificerer en plan for, hvordan de offentlige finanser skal forbedres i tilfælde af, at kravet ikke overholdes. Disse elementer kan bidrage til at gøre overskridelser af reglerne mere synlige og omkostningsfulde. Det primære sigte med særligt finanspagten er at forhindre, at EU-lande igen skal opbygge store offentlige underskud i gunstige tider, hvor der ikke er nogen konjunkturmæssig begrundelse for ikke at have balance. Denne hensigt er ubetinget positiv. Om de nye tiltag kommer til at virke efter hensigten og bliver opfattet som troværdige vil i høj grad afhænge af, hvordan de nye regler vil blive administreret i praksis, hvilket det naturligtvis ikke er muligt at vurdere på nuværende tidspunkt.

Fokus på ubalancer er hensigtsmæssigt

EU-landenes fokus på makroøkonomiske ubalancer er yderligere et skridt i den rigtige retning for at sikre sunde offentlige finanser. De statsfinansielle problemer i flere eurolande er til dels et udslag af opbyggelsen af ubalancer på boligmarkedet og på de finansielle markeder samt en skævvridning af konkurrenceevnen indenfor euroområdet. Opbygningen af ubalancerne betød, at staternes finanser blev bebyrdet udover de sædvanlige, konjunkturmæssige forværringer fra de automatiske stabilisatorer, da konjunkturerne vendte. Det er derfor vigtigt at opdage og korrigere ubalancer, så hurtigt som muligt.

Større vægt på strukturel saldo har fordele ...

Finanspagten og six-pack bygger blandt andet på et mål for den strukturelle saldo, der angiver den faktiske offentlige saldo rensset for konjunkturrelle og andre midlertidige forhold. Som udgangspunkt må den strukturelle saldo ikke udvise et underskud, der er større end $\frac{1}{2}$ pct. af BNP. Fokus på den strukturelle saldo er grundlæggende hensigtsmæssigt, da man herved lægger større vægt på den underliggende sundhedstilstand for de offentlige finanser. Overholdelse af kravet om et strukturelt underskud på højest $\frac{1}{2}$ pct. af BNP vil indebære, at der i økonomisk gode tider vil være et overskud på den faktiske saldo. Der vil derfor være plads til, at de automatiske stabilisatorer kan slå fuldt igennem i dårlige tider. Det er dermed ikke nødvendigt at stramme

finanspolitikken i et konjunkturtilbageslag for at undgå at bryde med underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP.

... men også ulemper

Der er imidlertid også problemer forbundet med brugen af den strukturelle saldo. Et problem knytter sig til, at opgørelsen af den strukturelle er forbundet med praktiske og metodiske problemer. Grundlæggende er det en meget vanskelig opgave og forbundet med betydelig usikkerhed at rense den faktiske saldo for konjunkturrelle og andre midlertidige forhold. En anden problemstilling er, at en ensidig fokus på den strukturelle saldo kan lægge begrænsninger på anvendelsen af aktiv finanspolitik. De finanspolitiske rammer tillader, at kravet til den faktiske og strukturelle saldo kan afviges i ekstraordinære tilfælde, f.eks. et kraftigt konjunkturtilbageslag. Hvis finanspolitikken er tilrettelagt, så den i udgangspunktet netop overholder kravet til den strukturelle saldo, er der imidlertid ikke plads til aktive lempelser i tilfælde, der ikke opfattes som ekstraordinære. Ønskes rum for en mere aktivistisk finanspolitisk linje, må finanspolitikken tilrettelægges med udgangspunkt i en målsætning om strukturel balance eller overskud. Hvorvidt det er ønskeligt og nødvendigt at planlægge efter en sådan stabiliseringspolitisk margin, afhænger af mange ting, herunder hvordan begrebet "ekstraordinære omstændigheder" vil blive fortolket i praksis.

Stabilitets- og konvergensprogrammer bør anvise tiltag, der sikrer holdbarhed

De nye krav til finanspolitikken afviger som nævnt ikke voldsomt fra de i forvejen kendte fra stabilitets- og vækstpagten. Det kan diskuteres, om kravene er fyldestgørende. I forbindelse med reformen af pagten i 2005 kom der i højere grad fokus på mål for den langsigtede finanspolitiske holdbarhed. Til forskel fra gælds- og underskudsmål indeholder holdbarhedsmål information omkring den (forventede) fremtidige udvikling i de offentlige finanser. Holdbarhed kan på ingen måde stå alene, blandt andet fordi holdbarhedsbegrebet er stærkt afhængigt af, om en række forudsætninger overholdes. Det bør dog alligevel overvejes, om der skal sættes yderligere fokus på den langsigtede finanspolitiske holdbarhed. Dette kan eksempelvis ske ved, at det kræves, at EU-landene i udarbejdelsen af stabilitets- og konvergensprogrammer skal anvise, hvordan de har tænkt sig at sikre finanspolitisk holdbarhed. Dette vil synliggøre

de voldsomme holdbarhedsproblemer i mange europæiske økonomier og bidrage med et grundlæggende rigtigt sigte mod langsigts holdbare offentlige finanser. Den finanspolitiske styring i Danmark igennem de seneste ca. femten år, hvor der har været fokus på mellemfristede planer med vurderinger af den langsigtede balance mellem offentlige indtægter og udgifter, kan være et foregangseksempel.

Redningsfond ikke stor nok til Spanien og Italien

Selvom gode finanspolitiske regler kan reducere risikoen for, at nye kriser opstår, er det i praksis umuligt med sikkerhed at undgå, at der opstår problemer i fremtiden. Det er derfor vigtigt, at der findes et effektivt nødberedskab. Oprettelsen af krisefaciliteterne, EFSM og EFSF, og deres afløser, ESM, har muliggjort, at lande, der kommer i alvorlige statsfinansielle problemer, i en periode kan få lettet deres finansieringsbyrde under forudsætning af, at landene samtidig forpligter sig til at gennemføre finanspolitiske stramninger. Irland og Portugal modtager i øjeblikket nødlån fra den europæiske redningsfond, der også er involveret i finansieringen af lån til Grækenland. Den begrænsede størrelse af ESM bevirker imidlertid, at det er usikkert, om fonden kan dække behovet, hvis større lande som Italien eller Spanien kommer ud i længerevarende og alvorlige statsfinansielle problemer, som de ikke selv er i stand til at håndtere.

ECB's opkøb af statsobligationer kan være en mulighed ...

Det har været diskuteret, om ECB mere systematisk bør kunne opkøbe statsobligationer fra lande i alvorlige statsfinansielle problemer. I princippet har ECB ubegrænsede ressourcer, hvilket betyder, at centralbanken teoretisk kan købe alle de obligationer, som de private aktører ikke er villige til at aftage. Selv et mere begrænset opkøb kan betyde, at renten på de udsatte landes statsobligationer holdes nede. ECB foretager allerede opkøb, men dette gøres på en måde, der ikke er særligt transparent eller systematisk. En væsentlig fordel ved at yde lån til kriseramte lande direkte gennem ESM (frem for indirekte gennem ECB's opkøb) er, at risikoen og de mulige omkostninger er meget synlige.

... men har betydelige problemer

Støtteopkøb af statsobligationer ved ECB er samtidig forbundet med en række indbyggede problemer. Systematiske opkøb af statsobligationer forudsætter en fundamental forståelse mellem centralbank og regering om, at finanspolitikken ultimativt tilrettelægges på en måde, der ikke udgør en fare for målsætninger om inflation og finanspolitisk holdbarhed. Denne forståelse er vanskelig at opnå i en møntunion som ØMU'en, hvor finanspolitikken bestemmes af 17 selvstændige stater. Støtteopkøb har samtidig den uheldige sideeffekt, at incitamentet til at konsolidere finanspolitikken svækkes. Det svagere incitament til konsolidering hænger sammen med, at den disciplinerende virkning, som de finansielle markeders reaktion på en uholdbar finanspolitik medfører, delvist neutraliseres med støtteopkøb. Støtteopkøbsprogrammer kræver derfor, at der er troværdige og effektive regler, der begrænser de enkelte landes finanspolitik. I fravær af sådanne regler kan systematiske støtteopkøbsprogrammer ikke anbefales. Principielt adskiller støtteopkøb fra ECB sig ikke fra nødlån ydet af ESM, men i praksis er et organ som ESM langt mere velegnet til at stille betingelser for opkøb eller lån, end ECB er.

Styrkelse af ESM bedre end udvidede opkøbsprogrammer ved ECB

En styrkelse af ESM er under de nuværende rammevilkår for den europæiske møntunion at foretrække frem for, at ECB annoncerer og gennemfører et udvidet og mere systematisk opkøbsprogram for statsobligationer. De potentielle tab i forbindelse med statsbankerotter er de samme ved de to strategier (om end til dels forskelligt fordelt), men ESM må forventes at være bedre til at forhindre statsbankerotter i kraft af, at der mere effektivt kan stilles skrappe betingelser for tildeling af nødlån.

Krisen har vist, hvor vigtigt det er at spare op i gode tider

En vigtig lære fra krisen er, at gode tider bør anvendes til at skabe et tilstrækkeligt stort overskud på de offentlige finanser. Dette vil medvirke til at fastholde og skabe tillid til landets offentlige finanser, og samtidig er sunde offentlige finanser en forudsætning for, at det er muligt at gennemføre større finanspolitiske lempelser under alvorlige konjunkturtilbageslag.

Problemer i den private sektor kan belaste offentlige finanser

En anden vigtig lære fra krisen er, at problemerne med underskud på de offentlige finanser ikke udelukkende forårsages af uansvarlig finanspolitik. Opbygning af ubalancer i form af stigende eksternt underskud, voldsomme stigninger i prisen på fast ejendom og kraftig vækst i de finansielle institutioners udlån er forhold, der direkte eller indirekte kan have betydning for statens finanser. En stabilitetsorienteret politik med opmærksomhed på udviklingen på boligmarkedet og den finansielle sektor kan bidrage til at reducere risikoen for, at der opstår problemer med de offentlige finanser.

KAPITEL III

LANGSIGTEDE FINANSPOLITISKE UDFORDRINGER

III.1 Indledning

Ny langsigtet fremskrivning og beregning af holdbarheden

I kapitel I blev præsenteret en mellemfristet fremskrivning, der går frem til 2020. Her i kapitel III ses på udfordringerne for Danmarks offentlige finanser på længere sigt, dvs. i årtierne efter 2020. Kapitlet præsenterer en ny langsigtet fremskrivning, der illustrerer udviklingen i de følgende årtier under en række centrale antagelser om ændringerne i befolkning, beskæftigelse mv. og under antagelse af en uændret finanspolitik fremover. Desuden præsenteres en ny beregning af den finanspolitiske holdbarhed.

Finanspolitikken vurderes at være holdbar

Finanspolitikken vurderes at være lidt mere end holdbar. Med de beregningsforudsætninger, der ligger til grund for fremskrivningen, kunne man permanent sænke skatterne eller hæve de offentlige udgifter med 0,2 pct. af BNP, uden at den offentlige gældskvote ville løbe løbsk i det lange løb. Finanspolitikken er altså svagt overholdbar med en holdbarhedsindikator på 0,2 pct. af BNP. Det er første gang, siden Det Økonomiske Råd begyndte at lave langsigtede fremskrivninger og holdbarhedsberegninger i 1998, at Danmarks finanspolitik vurderes at være (mere end) holdbar i det lange løb, jf. tabel III.1.

– for første gang i Det Økonomiske Råds historie

Kapitlet er færdigredigeret den 14. maj 2012.

Tabel III.1 Holdbarhedsberegninger over tid

Vismandsrapport	Holdbarhedsindikator
	----- Pct. af BNP -----
Efterår 2002 ^{a)}	-1,0
Forår 2004	-1,9
Efterår 2006	-2,2
Efterår 2007	-1,4
Forår 2010	-1,4
Forår 2011	-0,5
Forår 2012	0,2

a) I efteråret 1998 bragte en vismandsrapport for første gang en beregning af de langsigtede finanspolitiske udfordringer. Holdbarhedsproblemet som andel af BNP blev ikke beregnet, men det oplystes, at skattesatsen på personlig indkomst skulle hæves med ca. 5 pct.point fra 2005 for at sikre en holdbar finanspolitisk udvikling.

Anm.: En negativ holdbarhedsindikator angiver, at finanspolitikken vurderes at være uholdbar. En positiv værdi betyder, at finanspolitikken er overholdbar.

Kilde: *Dansk Økonomi*, diverse årgange.

Mellemfristede planer og holdbarhedsberegninger har haft disciplinerende effekt

Når den danske finanspolitik nu vurderes at være holdbar i modsætning til finanspolitikken i en række andre europæiske lande, kan det i høj grad tilskrives den tradition, Danmark har haft i de seneste ca. 15 år for at lade de overordnede rammer for finanspolitikken udstikke af mellemfristede planer, som igen har bygget på beregninger af den langsigtede finanspolitiske holdbarhed. Dette har sikret, at de mere langsigtede udfordringer, som følger af befolkningsudviklingen, udtømningen af olien i Nordsøen mv., har været i fokus. Selvom finanspolitikken i perioden ikke altid har været lige hensigtsmæssig, har planerne overordnet set alligevel haft en mærkbart gavnlig effekt. Opmærksomheden på problemerne i den lidt fjernere fremtid har affødt flere større reformer og andre tiltag, ikke mindst velfærdsaftalen i 2006.

Ændret politik, bedre metoder og nye data ændrer vurderingen over tid

Overordnet kan der skelnes mellem tre typer af årsager til, at vurderingen af holdbarheden ændrer sig fra år til år: Dataopdateringer, metodeændringer og ændringer af den økonomiske politik. For det første udvikler verden omkring os og den danske samfundsøkonomi sig hele tiden, og det giver naturligt anledning til ændringer i fremskrivningen. Eksempelvis kommer der hvert år en ny befolkningsfremskrivning, og adfærden på arbejdsmarkedet ændrer sig. Sådanne observerede ændringer indarbejdes i kommende fremskrivninger. For det andet forbedres metodegrundlaget for fremskrivninger løbende, og historisk har der lejlighedsvis været større revisioner, der har påvirket den beregnede holdbarhedsindikator mærkbart. Forbedringen fra 2006 til 2007 i tabel III.1 skyldtes således i høj grad en revurdering af de forventede konsekvenser af velfærdsaftalen fra 2006. For det tredje påvirker reformer og andre ændringer af den økonomiske politik selvfølgelig de fremtidige offentlige finanser og dermed holdbarheden. Således var den såkaldte genopretningsaftale i 2010 hovedårsagen til forbedringen i tabellen fra 2010 til 2011.

Forbedringer siden sidst skyldes primært tilbagetrækningsaftale og mindre udhuling af skattegrundlag

Når finanspolitikken nu vurderes at være holdbar i modsætning til sidste års fremskrivning i *Dansk Økonomi, forår 2011*, hvor der var et holdbarhedsproblem på ½ pct. af BNP, skyldes det også primært to økonomisk-politiske tiltag: Dels tilbagetrækningsaftalen fra sidste år, og dels beslutningen fra finanslovsaftalen for 2012 om fremover at indeksere en række punktafgifter mv., sådan at udhulingen af skattegrundlaget fra det såkaldte nominalprincip mindskes. Under antagelse af, at denne indeksering fortsætter fremover, er det nu kun ejendomsværdiskatten, der omfattes af nominalprincippet og dermed fortsat vil blive udhulet i takt med prisstigningerne på ejendomme på længere sigt.

Fortsat vigtige udfordringer

Den holdbare finanspolitik betyder dog ikke, at der ikke fortsat er alvorlige udfordringer for finanspolitikken fremover. Langsigtede fremskrivninger af denne karakter bygger i sagens natur på mange usikre forudsætninger, og hvis nogle af disse skrider til den negative side, kan Danmark alligevel havne i en uholdbar situation. Historisk har en række af de forudsætninger, man i tidligere år har lagt til grund for fremskrivningerne, vist sig ikke at holde stik. Det

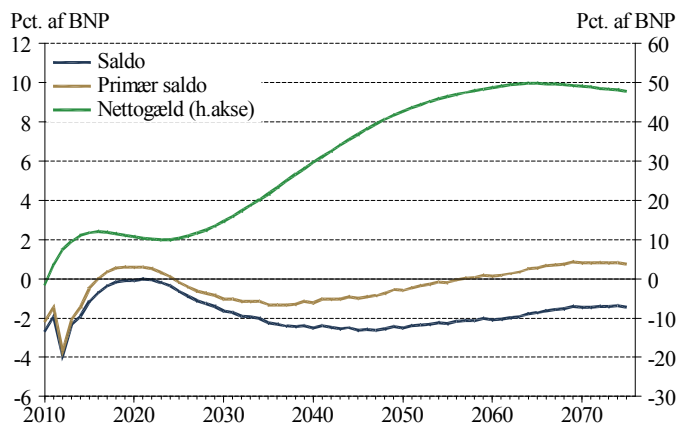
gælder f.eks. antagelserne om befolkningsudviklingen, om produktivitetsvæksten og om udviklingen i det offentlige forbrug.

**Længere periode
med stigende
underskud og gæld**

En af de vigtige forudsætninger er, at den fremtidige rente vil holde sig stabilt på det langsigtede historiske gennemsnitsniveau. Det forudsætter, at investorerne også fremover vil have tillid til den danske stats solvens. I denne forbindelse er det en udfordring, at fremskrivningen i en længere periode fremover udviser stigende underskud og gæld, jf. figur III.1. Den viste hængekøjeprofil for underskuddet, som bygger på en normal rente, er i sig selv forenelig med en holdbar finanspolitik, men hvis aktørerne på de finansielle markeder ikke har tillid til, at staten vil overholde sine forpligtelser, vil de kræve en højere risikopræmie i form af en højere rente, hvorved renteforudsætningen ikke vil holde. Dette kan gøre en i udgangspunktet holdbar finanspolitik uholdbar. Det er derfor nødvendigt, at finanspolitikken også er troværdig over for aktørerne på de finansielle markeder. Det kan sætte snævrere grænser for, hvor stor statsgælden bør blive. Samtidig har Danmark i EU-sammenhæng forpligtet sig til, at underskuddet på den strukturelle saldo normalt ikke må blive større end $\frac{1}{2}$ pct. af BNP. Dette krav overholdes ikke i fremskrivningen, og der er derfor brug for yderligere tiltag for at undgå at komme i konflikt med kravet.

**Danmark har
forpligtet sig til
underskudsgrænse
på $\frac{1}{2}$ pct. af BNP**

Figur III.1 Saldo, primær saldo og gæld i grundforløbet



Anm.: Grundforløbet viser udviklingen givet uændret politik og de øvrige antagelser i fremskrivningen.

Kilde: Beregninger på DREAM.

Budgetlov skal hindre budgetscred

En anden udfordring drejer sig om at styre de offentlige budgetter. Historisk har der været en tydelig tendens til, at de offentlige udgifter er steget mere end planlagt. For at sikre en bedre styring fremover er der blevet fremsat forslag til ny budgetlov. Denne behandles nærmere i kapitel I.

Kapitlets indhold

I næste afsnit præsenteres kort udsigterne for den realøkonomiske udvikling og de offentlige finanser i fremskrivningen. Desuden kommenteres forskellene i forhold til sidste års fremskrivning og til regeringens konvergensprogram 2012. Afsnit III.3 diskuterer nærmere problemstillingerne i forbindelse med hængekøjen i den offentlige saldo, herunder også konsekvenserne for fordelingen mellem de forskellige nulevende og kommende generationer. Afsnit III.4 opsummerer.

III.2 De offentlige finanser på lang sigt

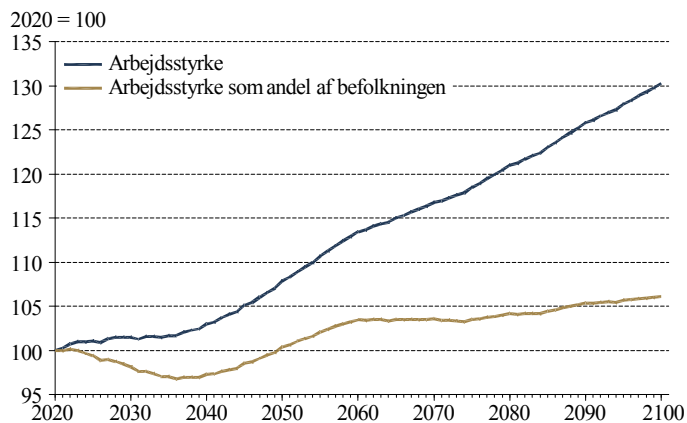
I dette afsnit præsenteres hovedtrækkene i fremskrivningen. Først beskrives nogle af de realøkonomiske forudsætninger bag udviklingen på den offentlige saldo. De centrale anta-

gelse bag fremskrivningen er nævnt i boks III.1. Antagelserne om udviklingen i arbejdsstyrken er specielt beskrevet i boks III.2. Dernæst kommenteres udviklingen i offentlig saldo og gæld under fremskrivningens forudsætninger. Holdbarhedsbegrebet kommenteres, og forskellene til den tilsvarende beregning sidste forår beskrives nærmere. Til sidst i afsnittet sammenlignes fremskrivningen med regeringens seneste tilsvarende fremskrivning, jf. Regeringen (2012a).

Svagt fald i arbejdsstyrken som andel af befolkningen

Efter 2020 fortsætter arbejdsstyrken ifølge beregningen med at stige. Da befolkningen også stiger i fremskrivningsperioden, falder den overordnede erhvervsfrekvens imidlertid med ca. 3 pct. i løbet af de følgende 15 år. I 2050 er erhvervsfrekvensen igen på samme niveau som i 2020, hvorefter den ifølge beregningerne stiger i resten af århundredet, jf. figur III.2. Udviklingen skyldes dels befolkningsudviklingen og dels ændringerne i tilbagetrækningsreglerne.

Figur III.2 Arbejdsstyrken efter 2020



Anm.: Erhvervsfrekvensen angiver arbejdsstyrken som andel af den samlede befolkning.

Kilde: DREAM's befolkningsregnskab og egne beregninger.

Boks III.1 Forudsætninger bag fremskrivningen

Fremskrivningen af den realøkonomiske udvikling og udviklingen på de offentlige finanser efter 2020 samt den finanspolitiske holdbarhed er udarbejdet ved hjælp af den anvendte generelle ligevægtsmodel DREAM. Da DREAM ikke er en konjunkturmodel, er saldoforløbet frem til 2020 bestemt af den mellemfristede SMEC-fremskrivning, som er beskrevet nærmere i kapitel I. Ligeledes er udviklingen frem til 2020 med hensyn til bl.a. BNP, ledighed samt forbrugs- og investeringskvote bestemt af den mellemfristede fremskrivning baseret på SMEC.

Centrale forudsætninger:

- Fremskrivning af arbejdsstyrke og antallet af personer på indkomstoversførsler bygger på DREAM's befolkningsfremskrivning fra maj 2012. De nærmere forudsætninger er beskrevet i boks III.2
- Den strukturelle ledighed er forudsat at være 3½ pct. af den strukturelle arbejdsstyrke, svarende til godt 100.000 personer
- Den underliggende timeproduktivtetsvækst i alle sektorer forudsættes at være 1½ pct. om året
- Væksten i det individuelle offentlige forbrug følger det demografiske træk, hvor der tages højde for forventet sund aldring i form af år-til-død-korrektion, dvs. efterhånden, som levetiden stiger, falder de aldersbetingede sundheds- og plejeudgifter for en person på et givet alderstrin. Væksten i det kollektive offentlige forbrug følger BNP
- Allerede vedtagne finanspolitik er indregnet, herunder tilbagetrækningsaftalen fra 2011 og indekseringen af en række punktafgifter vedtaget med finansloven for 2012. Ikke-vedtagne tiltag og målsætninger uden nærmere angivne midler er ikke medregnet, f.eks. regeringens uddannelses- og klimamålsætninger
- Skattestoppets nominalprincip for ejendomsværdiskatten videreføres til 2100
- På lang sigt antages inflationen at være 1¾ pct. årligt og den nominelle statsobligationsrente at være 4¾ pct.

Boks III.2 Forudsætninger bag arbejdsstyrkeudviklingen

Udviklingen i antallet af personer i arbejdsstyrken og på forskellige overførselsindkomster i fremskrivningen bygger på DREAM's befolkningsfremskrivning fra maj 2012. Hovedprincippet i udviklingen i den strukturelle arbejdsstyrke er en antagelse om, at frekvenserne for erhvervstilknytning og antal personer på hver overførselsindkomst er konstante fordelt på alder, køn og herkomstgrupper. I forhold til dette hovedprincip er der gjort følgende undtagelser:

1) Uddannelseseffekt: Der indlægges en effekt af øget uddannelse, sådan at erhvervsfrekvenserne skifter med uddannelsesniveaet. Effekten er dog kun lig med $\frac{1}{3}$ af de observerede forskelle mellem forskellige uddannelsesniveauer inden for hver alders-, køns- og herkomstgruppe. Den resterende forskel antages at afhænge af andre forhold.

2) Efterlønsmodtagere: Antallet af efterlønsmodtagere fremskrives ikke med en konstant bestandsfrekvens, men der foretages en fremskrivning af udviklingen i tilmelding til efterlønsordningen (herunder tilmelding via fortrydelsesordningen), frafald fra ordningen og udnyttelsesgraden for de efterlønsberettigede, jf. dokumentationen i Hansen og Hansen (2011).

3) Velfærdsaftalen fra 2006 og tilbagetrækningsaftalen fra 2011: De to politiske forlig medfører tilsammen, at aldersgrænserne for tildeling af efterløn og folkepension forskubbes opad i de kommende år, sådan at efterlønsalderen i 2023 vil være 64 år, og folkepensionsalderen fra 2022 vil være 67 år. Derefter forventes fortsatte stigninger i begge aldre i resten af århundredet i takt med den forventede stigning i levealderen, jf. tabel III.2. Det antages, at en mindre andel af de personer, der ellers ville have fået efterløn, vil overgå til andre overførselsindkomster (primært sygedagpenge, aktivering og førtidspension), mens flertallet vil indgå i arbejdsstyrken. Ændringerne i efterlønnen antages også at påvirke den fremtidige tilmelding til og udnyttelse af efterlønsordningen, jf. *Dansk Økonomi, forår 2011*.

4) Derudover er der indlagt skønnede effekter af andre politiske tiltag, såsom jobplanen fra 2008 (bl.a skattnedslag for 64-årige i arbejde og bedre vilkår for folkepensionister i arbejde) og afskaffelsen af starthjælp mv. i 2011.

Tilbagetrækningsalderen hæves med 12 til 14 år over hele århundredet

De forudsatte tilbagetrækningsaldrer i fremskrivningen fremgår af tabel III.2. Som følge af velfærdsaftalen fra 2006 og tilbagetrækningsaftalen fra 2011 hæves aldersgrænsen for efterløn gradvis til 64 år i 2023, og aldersgrænsen for folkepension hæves til 67 år i 2022. Derefter vil begge aldersgrænser fremtidig blive sat op, hvis levetiden stiger. Med den stigende levetid, som forudsættes i befolkningsfremskrivningen, vil dette medføre en yderligere stigning i begge aldersgrænser på 10 år i løbet af resten af århundredet.

Tabel III.2 Tilbagetrækningsaldrer i DREAM's befolkningsfremskrivning 2012

	Efterlønsalder Pensionsalder			Efterlønsalder Pensionsalder	
2012	60	65	2040	67	70
2014	60,5	65	2042	68	70
2015	61	65	2045	68	71
2016	61,5	65	2047	69	71
2017	62	65	2050	69	72
2018	62,5	65	2052	69,5	72
2019	63	65,5	2055	69,5	72,5
2020	63	66	2057	70	72,5
2021	63	66,5	2060	70	73
2022	63,5	67	2062	70,5	73
2023	64	67	2065	70,5	73,5
2027	65	67	2067	71	73,5
2030	65	68	2070	71	74
2032	66	68	2072	71,5	74
2035	66	69	2075	71,5	74,5
2037	67	69			

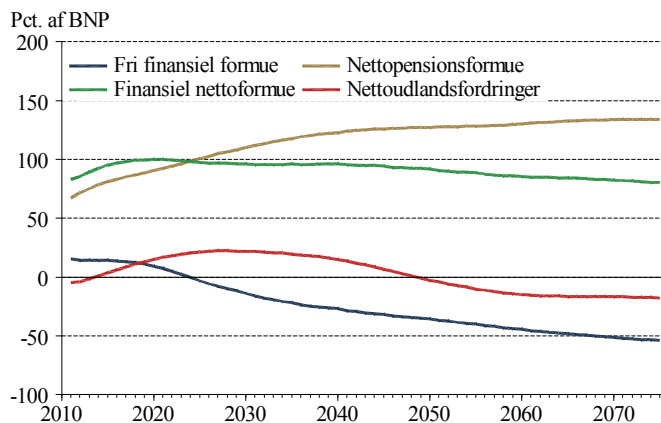
Anm.: Tabellen viser alle år indtil 2075, hvor der ifølge fremskrivningen sker ændringer i enten efterløns- eller pensionsalderen. Fra 2075 til 2100 sker der fortsatte stigninger, sådan at efterlønsalderen i 2100 er 74 år og folkepensionsalderen 77 år.

Kilde: DREAM.

Den private formue ændrer sig

Et yderligere karakteristisk træk ved den realøkonomiske udvikling på lang sigt i fremskrivningen er, at der sker en væsentlig ændring i sammensætningen af den private sektors formue, jf. figur III.3. Pensionsformuerne bliver fordoblet på grund af modningen af arbejdsmarkedspensions-systemet. Der bliver stadig flere årgange, som har en høj opsparing i arbejdsmarkedspensioner. En del af den voksende pensionsformue repræsenterer udskudte skattebetalinger, fordi pensionsopsparing først beskattes, når den kommer til udbetaling. Nettopensionsformuen som andel af BNP vokser med ca. 25 pct.point frem mod 2020 og med yderligere 30 pct.point indtil 2040. Samtidig falder dog den private opsparing i frie midler, især efter 2020. Den samlede finansielle efter-skat-formue stiger dermed fra godt 80 pct. af BNP til 100 pct. i 2020, men falder derpå monotont igen. Ifølge beregningerne vil den igen have et niveau på godt 80 pct. af BNP omkring 2070. Nettoudlandsfordringerne stiger i fremskrivningen indtil omkring 2025, hvorefter de igen falder og på et tidspunkt bliver negative. De udgør et spejlbillede af udviklingen i dels den private opsparing, dels den offentlige gældsudvikling.

Figur III.3 Finansielle formuer



Anm.: Nettopensionsformuen er beregnet som 60 pct. af den ubeskattede formue. Den finansielle nettoformue er lig summen af nettopensionsformuen og den fri finansielle formue.

Kilde: DREAM og egne beregninger.

Flere årsager til nedsparing i fri formue

Der er flere årsager til nedsparingen i den frie formue. Den stigende opsparing i arbejdsmarkedspensioner medfører naturligt nok, at husholdningerne ønsker at spare mindre op på anden vis. Derudover betyder den senere tilbagetrækning som følge af velfærds- og tilbagetrækningaftaler og et højere uddannelsesniveau, at den typiske person nu forventer at tilbringe flere år på arbejdsmarkedet. Hun vil dermed tjene en større del af sin livsindkomst på et relativt sent tidspunkt i livet og dermed ønske at spare mindre op tidligere i livet. I DREAM har husholdningerne fuld forudseenhed med hensyn til deres fremtidige livsindkomster frem til 77-årsalderen. Samtidig er der ikke nogen kreditrationering i modellen. Unge generationer er dermed i stand til at låne meget store beløb, og da husholdningerne ønsker at have et relativt jævnt forbrug over livet, giver dette anledning til relativt kraftige ned- og opsparingseffekter. Nedsparingen har i øvrigt sit modstykke i den private forbrugskvot, som stiger i fremskrivningen efter 2020.

Udviklingen i de offentlige finanser efter 2020

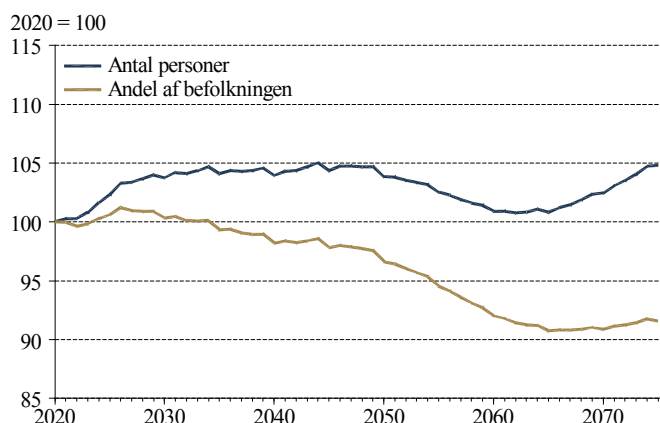
Erhvervsfrekvensen stiger først på lang sigt

Udviklingen i de offentlige finanser efter 2020 afhænger af forskellige langsigtede udviklingstendenser. Som nævnt stiger antallet af beskæftigede monotont, mens arbejdsstyrken som andel af befolkningen falder i de første 15 år efter 2020, fordi befolkningen også vokser. Først efter ca. 2035 begynder erhvervsfrekvensen at stige igen, jf. figur III.2.

Andel på overførsler

Tilsvarende stiger antallet af personer på overførselsindkomster i det første årti efter 2020 med ca. 4 pct., jf. figur III.4. Som andel af befolkningen svarer dette til en stigning på ca. 1 pct. Efter 2025 falder andelen igen, og i anden halvdel af århundredet kommer den ned på et mærkbart lavere niveau, der omtrent modsvarer den højere erhvervsfrekvens.

Figur III.4 Personer på overførselsindkomster



Kilde: DREAM og egne beregninger.

Aldersrelateret offentligt forbrug vil stige betragteligt

De gennemførte ændringer i tilbagetrækningsreglerne medfører, at aldringen af befolkningen ikke længere slår ud i en stigning i indkomstoverførslerne som andel af BNP. Aldringen har imidlertid også en anden konsekvens, som de ændrede tilbagetrækningsregler ikke direkte påvirker: De aldersrelaterede offentlige forbrugsudgifter, ikke mindst til sundhed og ældrepleje, vurderes frem mod 2050 at stige betragteligt som andel af BNP.

Stigende rentefradrag, men større skatteindtægter fra pensioner

Udviklingen i den private sektors formue og forbrugskvote, som blev beskrevet i det foregående afsnit, påvirker også de offentlige finanser. På den ene side medfører den stigende finansielle gældsætning i husholdningerne, at rentefradragene stiger, og kildeskatteindtægterne dermed falder. Fra 2020 og frem mod 2100 medfører dette i sig selv et fald i skatteprovenuet på over 1 pct. af BNP. Omvendt medfører de voksende pensionsformuer og -udbetalinger stigende skatteindtægter, herunder også stigende forbrugsafgifter.

Skatteindtægter fra Nordsøen forsvinder

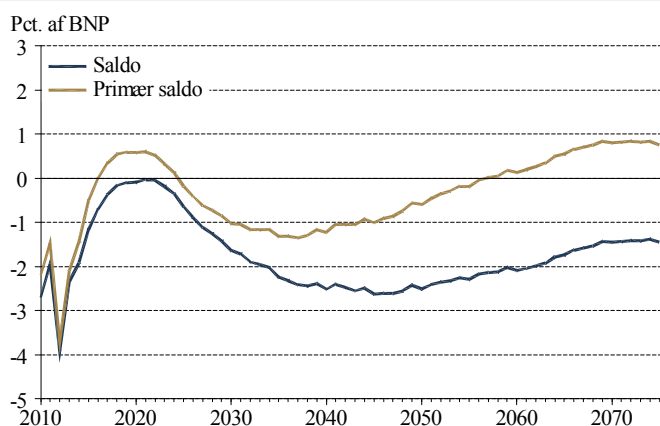
De offentlige finanser påvirkes derudover negativt af udtømmningen af olie- og gasressourcerne i Nordsøen og af den udhuling af ejendomsværdiskatterne, som er konsekvensen af det såkaldte nominalprincip. Sidstnævnte vil i fremskriv-

ningen reducere de offentlige skatteindtægter svarende til ca. 0,4 pct. af BNP i resten af århundredet efter 2020.

Kraftig forværring fra 2020 til 2035

Kombinationen af disse forhold vil fra 2020 medføre en forværring af de offentlige finanser i en længere årrække. Den primære saldo går fra et overskud, som topper omkring 2020 med godt $\frac{1}{2}$ pct. af BNP, til et underskud på omkring $1\frac{1}{4}$ pct. af BNP omkring 2035, jf. figur III.5. Derefter sker der ifølge beregningerne en kraftig forbedring i de kommende årtier, men den primære saldo bliver først positiv igen efter 2055. I årene omkring 2075 ligger den på omkring $\frac{3}{4}$ pct. af BNP. Der er dermed en tydelig hængekøje-profil i den primære saldo.

Figur III.5 Saldo og primær saldo i grundforløbet



Anm.: Grundforløbet viser den forventede udvikling med uændret politik.

Kilde: Beregninger på DREAM.

Forværringen skyldes en række modsatrettede tendenser

Forværringen på $1\frac{3}{4}$ pct. fra 2020 til 2035 skyldes en række forskellige, delvis modsatrettede tendenser, jf. tabel III.3. Det offentlige forbrug som andel af BNP stiger med ca. $1\frac{1}{2}$ pct. i perioden, hvilket stort set udelukkende skyldes stigninger i udgifterne til sundhed og social omsorg (primært plejehjem, hjemmehjælp og børnehaver). Dertil kommer, at det højere offentlige forbrug medfører et behov for et større offentligt kapitalapparat i form af sygehuse mv., og niveauet

for de offentlige investeringer stiger derfor med 0,6 pct. af BNP i løbet af de 15 år. Derimod er overførselsindkomsternes andel af BNP lige stor i 2020 og 2035, hvilket er summen af forskellige modsatrettede effekter. Samlet stiger de offentlige udgifter eksklusive renter med godt 2 pct. af BNP fra 2020 til 2035.

**De offentlige
indtægter er en
smule større i 2035
end i 2020**

På indtægtssiden sker der et fald som følge af tre fænomener: Indtægterne fra Nordsøproduktionen falder med knap ½ pct. af BNP, den fortsatte udhuling af ejendomsværdiskatten som følge af nominalprincippet formindsker skatteindtægterne med godt 0,1 pct. af BNP, og husholdningernes rentefradrag stiger kraftigt. Det sidste skyldes nedsparingen i frie midler i den private sektor, bl.a. som følge af større arbejdsmarkedspensioner og senere tilbagetrækning, jf. foregående afsnit. Det reducerer isoleret set skatteindtægterne med 0,4 pct. af BNP. Til gengæld betyder et større forbrug, som følger af den tidligere nævnte nedsparring, flere afgifter til det offentlige, hvilket i sig selv giver en tilsvarende stigning på 0,4 pct. af BNP. Derudover stiger indtægterne fra pensionsafkastskatten og de personlige indkomstskatter i øvrigt. BNP-væksten er lidt større end produktivitetsvæksten i perioden, hvilket dog kun påvirker indkomstskatterne som andel af BNP meget lidt, men bl.a. større udbetalinger fra arbejdsmarkedspensionerne øger skattegrundlaget i forhold til BNP. Tilsammen stiger de offentlige indtægter med ca. 0,2 pct. af BNP fra 2020 til 2035.

Tabel III.3 Ændring i primær saldo 2020-35

	Pct. af BNP
Offentligt forbrug	1,6
- heraf sundhed	0,8
- heraf social omsorg	0,7
Offentlige investeringer	0,6
Indkomstoverførsler	0,0
Offentlige udgifter i alt	2,1
Nordsøen	-0,4
Indirekte skatter	0,4
Pensionsafkastskat	0,3
Rentefradrag	-0,4
Ejendomsværdiskat	-0,1
Kildeskat i øvrigt	0,6
Offentlige indtægter i alt	0,2
Primær saldo i alt	-1,9

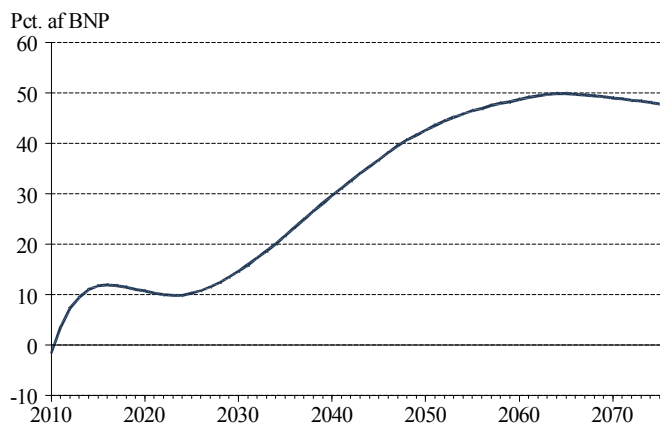
Anm.: Tabellen viser udvalgte udgifts- og indtægtsposter. De enkelte delposter summer derfor ikke til de samlede udgifter henholdsvis indtægter.

Kilde: Beregninger på DREAM.

Strukturelt underskud på godt 2 pct. af BNP i over 20 år

Ses der i stedet på udviklingen i den samlede saldo, udviser den grundlæggende den samme hængekøjeprofil som den primære saldo, jf. figur III.5. Saldoen når lige op på 0 pct. af BNP i 2021 og 2022, men forværres så igen i de kommende år. Ud over forværringen i den primære saldo skyldes det de stigende renteudgifter pga. den stigende gældskvote, jf. figur III.6. Underskuddet når et niveau på over 2 pct. af BNP i en årrække fra 2035 til 2060. Derefter sker der en gradvis forbedring, men i hele perioden indtil 2075 er underskuddet fortsat på over 1 pct. af BNP, og det overstiger ½ pct. af BNP uafbrudt fra 2025. Da forløbet ikke desto mindre er overholdbart, vil saldoen på meget lang sigt (efter figurens afslutning) blive positiv, og med en fortsat uændret finanspolitik ville der derefter permanent optræde større og større overskud på saldoen.

Figur III.6 Nettogæld i fremskrivningen



Kilde: Beregninger på DREAM.

**Nettogæld når
maksimalt niveau
på 50 pct. af BNP
omkring 2065**

Nettogælden som andel af BNP falder med forudsætningerne i fremskrivningen svagt fra et foreløbigt toppunkt i 2016 på 12½ pct. til 10 pct. i 2023. Derefter medfører de stigende underskud, at den igen begynder at vokse uafbrudt indtil omkring 2065, hvor den når sit maksimale niveau på 50 pct. af BNP. Først derefter vil saldoforbedringerne medføre en faldende nettogældskvote, der på helt lang sigt vil blive negativ som følge af overholdbarheden.

**Konsekvens-
beregning snarere
end prognose**

Det bør understreges, at der er meget stor usikkerhed forbundet med sådanne fremskrivninger. Mange af de vigtige faktorer, som indgår i beregningerne, vil givetvis udvikle sig anderledes fremover end forudsat her. Fremskrivningen bør derfor ikke ses som en egentlig prognose, men mere som en konsekvensberegning af, hvordan økonomien vil udvikle sig under de valgte forudsætninger. Den bygger dog på, hvad man kan betragte som centrale skøn for forskellige udviklingstendenser baseret på den viden, vi har i dag. Tabel III.4 nævner en række af de vigtigste usikkerhedsfaktorer.

Tabel III.4 Eksempler på usikkerhedsfaktorer ved fremskrivningerne

Usikkerhedsfaktorer	
Befolkning	<ul style="list-style-type: none"> • Udvikling i levetid • Udvikling i fødselstal • Omfang og sammensætning af ind- og udvandring
Offentlige serviceydelser	<ul style="list-style-type: none"> • Anden vækst end det demografiske træk • Sundhedsudgifternes afhængighed af restlevetid
Arbejdsudbud	<ul style="list-style-type: none"> • Integration af indvandrere og efterkommere • Uddannelsesniveaets betydning for erhvervsfrekvensen • Velstandseffekt på tilbagetrækning og arbejdstid • Velfærds- og tilbagetrækningsaftalens virkning på beskæftigelsen
Offentlig saldo	<ul style="list-style-type: none"> • Strukturledighed • Globaliseringens betydning for skattebaserne • Årlig regulering af overførselsindkomster • Konsekvenser af ændrede miljøforanstaltninger
Andre forhold	<ul style="list-style-type: none"> • Ændringer i den private sektors op- og nedsparing • Rente, vækst og inflation

Forløbet er mere end holdbart

Den beskrevne udvikling indebærer, at de offentlige finanser er mere end holdbare. Holdbarhedsindikatoren er 0,2 pct. af BNP, hvilket betyder, at den primære saldo kan forværres med 0,2 pct. af BNP i form af skattesænkninger eller større offentlige udgifter fra nu af og i al fremtid, uden at gældskvoten vokser på helt lang sigt. I boks III.3 er holdbarhedsbegrebet forklaret nærmere.

Boks III.3 Holdbarhedsberegning

Holdbarhedsindikatoren (HBI) er et operationelt mål, der samler den fremtidige udvikling på de offentlige finanser i ét tal. De offentlige finanser siges at være holdbare, hvis der kan køres videre med uændret finanspolitik i al evighed, uden at den offentlige gæld (eller formue) stiger eksplosivt.

Holdbarhedsindikatoren beregnes som den tilbagediskonterede værdi af de fremtidige primære saldi tillagt den initiale formue, jf. (1), hvor r er den vækstkorrigerede realrente, W_0 er den initiale offentlige nettoformue i pct. af BNP, og B er den primære saldo i pct. af BNP:

$$HBI = r \cdot \left(W_0 + \sum_{t=1}^{\infty} B_t \cdot \left(\frac{1}{1+r} \right)^t \right). \quad (1)$$

En negativ værdi af holdbarhedsindikatoren indikerer, at der er et holdbarhedsproblem, og en positiv værdi af HBI peger på, at finanspolitikken er overholdbar. En negativ HBI udtrykker dermed, hvor meget der mangler i en permanent forbedring af den primære saldo (målt i pct. af BNP) hvert år i al uendelighed for at sikre, at nutidsværdien af de fremtidige primære overskud (inkl. denne forbedring) netop svarer til den initiale gæld. Nettogælden udgjorde 3½ pct. af BNP i 2011, hvilket vil sige, at der fra nu af i gennemsnit skal være små overskud på den primære saldo, for at finanspolitikken er holdbar. Der er tale om et vægtet gennemsnit, hvor fremtidige over/underskud indgår med mindre og mindre vægt som følge af diskonteringen.

Et forløb kan være holdbart med store underskud i de første mange år og efterfølgende (små) overskud i al evighed. Det forudsættes dermed, at staten til en uændret rente (lig den vækstkorrigerede realrente anvendt i HBI-beregningen) kan belåne de fremtidige overskud for at finansiere de nuværende underskud.

Holdbarhed af de offentlige finanser indebærer, at den offentlige gæld vil stabiliseres, men et vilkårligt, stabilt gældsniveau kan være foreneligt med holdbarhed. Det resulterende gældsniveau kan derfor vise sig at være så stort, at det vil give anledning til øgede finansieringsomkostninger på gælden i forhold til den konstante rente, som forudsættes i beregningen. Det vil ske, hvis de finansielle markeder ikke har tillid til, at regeringen faktisk kan og vil overholde deres gældsforpligtelser. Pålægges en restriktion om, hvor stor gælden må blive for at undgå en sådan negativ renteeffekt, kan det indebære krav om en strammere finanspolitik, end finanspolitisk holdbarhed i sig selv tilsiger.

Efterlønsreform og reduceret skatteudhuling forbedrer markant	I forhold til den langsigtede fremskrivning i <i>Dansk Økonomi, forår 2011</i> er der sket en markant forbedring af holdbarheden. Holdbarhedsberegningen fra foråret 2011 viste et holdbarhedsproblem på 0,5 pct. af BNP. Holdbarheden beregnes altså at være forbedret med 0,7 pct. af BNP i det forløbne år. Heraf beregnes tilbagetrækningsaftalen fra 2011 at have forbedret holdbarheden med 0,4 pct. Afskaffelsen af nominalprincippet for ejerafgifter på biler og en række punktafgifter har isoleret set forbedret holdbarheden med 0,6 pct. ¹ Størsteparten heraf skyldes, at der i modsætning til fremskrivningen fra foråret 2011 nu ikke sker en udhuling af disse skatter efter 2020.
Mere positiv uddannelsesfremskrivning	DREAM's seneste uddannelsesfremskrivning, der inddrager data fra adfærden i uddannelsessystemet til og med efteråret 2010, medfører et højere samlet uddannelsesniveau i befolkningen. Dette resulterer i en større erhvervsfrekvens. Arbejdsstyrken vokser som følge heraf gradvis med op til 20.000 personer på helt lang sigt, og det forbedrer holdbarheden med 0,1 pct. af BNP.
Mere negativ befolkningsfremskrivning	Den nyeste befolkningsfremskrivning fra maj 2012 forværrer omvendt de offentlige finanser en anelse på den lange bane. I perioden indtil 2020 medfører den en stigning i arbejdsstyrken i forhold til den tidligere befolkningsfremskrivning på grund af større indvandring. På længere sigt vender det imidlertid, da antallet af børnefødsler er lavere, hvilket medfører et lavere arbejdsudbud på længere sigt. Samlet forværrer befolkningsfremskrivningen holdbarheden med 0,2 pct. af BNP.
Øvrige forhold forringer tilsammen med 0,2 pct. af BNP	Derudover er der en række andre ændringer i form af nye data og tekniske metodeændringer. Det dækker blandt andet over ændrede vurderinger i den mellemfristede fremskrivning til 2020 (jf. kapitel I), ændret metode til konjunkturstyring i DREAM og en nyere fremskrivning fra Energi styrelsen af produktionen i Nordsøen. Tilsammen forringer disse ændringer holdbarheden med 0,2 pct. af BNP.

1) Det antages i fremskrivningen, at beskatningen fra finanslovsaftalen 2012 om at indeksere disse afgifter videreføres i alle følgende år.

Sammenligning med regeringens holdbarhedsberegning

Anden vurdering af saldoudviklingen i konvergensprogrammet

Regeringen fremsendte i slutningen af april et konvergensprogram til EU, som indeholder en langsigtet fremskrivning af de offentlige finanser, jf. Regeringen (2012a). Overordnet set ligner regeringens fremskrivning på mange måder den fremskrivning, der er præsenteret ovenfor. Der er dog en række forskelle i antagelserne, som fører frem til lidt forskellige vurderinger af profilen i den offentlige saldoudvikling på længere sigt og finanspolitikens holdbarhed.

Ifølge regeringen er finanspolitikken ikke helt holdbar

I et "neutralt" forløb, hvor der ikke skaffes ny finansiering, og det offentlige forbrug vokser med godt 0,8 pct. om året indtil 2020, omtrent svarende til det demografiske træk, har regeringen beregnet holdbarhedsindikatoren til at udgøre -0,1 pct. af BNP, sådan at der er et beskedent holdbarhedsproblem. Dette forløb benævnes udfordringsforløbet, jf. Regeringen (2012b). Regeringen regner også med et såkaldt "basisforløb". Her er der en lavere realvækst (nemlig 0,6 pct. årligt) i det offentlige forbrug indtil 2020, svarende til en besparelse på omkring 7 mia. kr. i alt i perioden, sådan at der er balance på den strukturelle saldo i 2020. Basisforløbet, der er et kravforløb pga. den forudsatte lave offentlige forbrugsvækst, er overholdbart med en holdbarhedsindikator på 0,3 pct. af BNP. Endelig italesætter regeringen et reformforløb med en overholdbarhed på mindst 0,3 pct. af BNP. Det angiver regeringens vigtige økonomisk-politiske prioriteringer og indeholder både en række ønsker til initiativer, der vil forbedre saldoen (skattereform, trepartsforhandlinger, reform af førtidspension og fleksjobordning, besparelser på forsvaret mv.), og tilsvarende ønsker til udgiftskrævende tiltag som et højere offentligt forbrug (i forhold til basisforløbet), produktivitetsfremmende initiativer mv.

Ændringen i regeringens holdbarhedsberegning siden sidste år

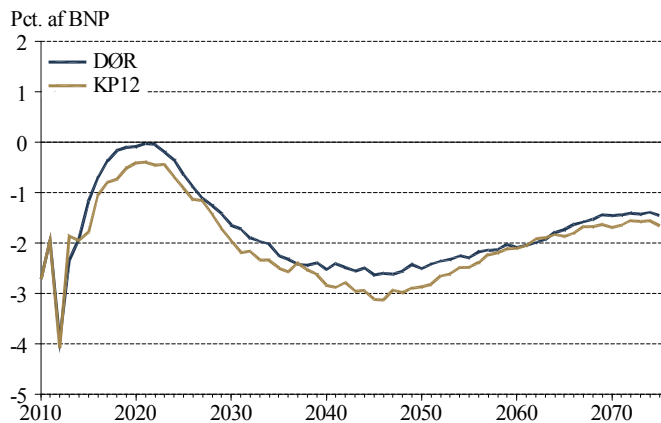
I konvergensprogram 2011 var den umiddelbare holdbarhedsindikator -0,4 pct. af BNP, men vedtagelsen af tilbagetrækningsaftalen og andre tiltag skønnedes at forbedre holdbarheden med 0,6 pct. af BNP, sådan at nettoresultatet blev overholdbart med en indikator på 0,2 pct. af BNP. Ved udarbejdelsen af det nye konvergensprogram 2012 har regeringen imidlertid indregnet en række ændrede faktorer,

der tilsammen forværrer vurderingen af holdbarheden med 5 mia. kr. eller 0,3 pct. af BNP og dermed igen gør udviklingen svagt uholdbar. Blandt disse er en langsommere konjunkturgenopretning og dermed større gældsætning i de førstkomende år, der sammen med en lavere rente på lang sigt forværrer holdbarheden med 0,15 pct. af BNP. Den større søgning til videregående uddannelser, som er observeret i de seneste år, svækker i regeringens beregninger holdbarheden med 0,05 pct. af BNP. Nogle af initiativerne i Finansloven for 2012 (bl.a. afskaffelsen af starthjælp mv.) vurderes at sænke arbejdsudbuddet og dermed forværrer holdbarheden ligeledes med 0,05 pct. af BNP, og et lavere skøn for skatteprovenuet fra Nordsøen på længere sigt forværrer med det samme beløb.

Forskellene dog små i betragtning af usikkerheden

Regeringens beregning af den finanspolitiske holdbarhed er altså lidt mere negativ end fremskrivningen i nærværende kapitel. Med den store usikkerhed, der er i sådanne langsigtede fremskrivninger, er forskellen dog ikke påfaldende. Begge fremskrivninger beskriver forløb, der er omtrent holdbare, og begge forløb udviser en tydelig hængekøjeprofil i saldoen, jf. figur III.7.

Figur III.7 Offentlig saldo



Anm.: KP12 står for Konvergensprogram 2012.

Kilde: Regeringen (2012a) og beregninger på DREAM.

**Mange
modsatrettede
forskelle**

Forskellen i vurderingen af underskudsprofil og holdbarhed i de to forløb skyldes en lang række, delvis modsatrettede, forskelle i antagelserne bag beregningerne. Blandt de antagelser, der trækker i retning af en mere positiv holdbarhedsvurdering i nærværende kapitel end i KP12, er:

- et bedre niveau for den primære saldo i 2020, jf. kapitel I (betyder ca. 0,2 pct.point)
- en mere optimistisk vurdering af udviklingen i de ældres helbredstilstand (sund aldring) (betyder ca. 0,2 pct.point)
- intet fald i energiintensiteten (betyder ca. 0,4 pct.point)
- anden vurdering af effekten af større uddannelsessøgning

Omvendt er der forskellige antagelser i nærværende fremskrivning, der isoleret set gør vurderingen mere negativ end i KP12:

- nominalprincippet for ejendomsværdiskatten videreføres til 2100 (betyder ca. -0,3 pct.point)
- andre antagelser om det nødvendige investeringsniveau for at vedligeholde det offentlige kapitalapparat (betyder ca. -0,4 pct.point)
- en nyere befolkningsfremskrivning (betyder ca. -0,2 pct.point)

Derudover er der en række andre forskelle med hensyn til data og metode i de to fremskrivninger. Regeringen anvender således ikke en anvendt generel ligevægtsmodel som DREAM i sine langsigtede beregninger, men et mere simpelt bogholderiagtigt system. Antagelser om effekten på erhvervsdeltagelse af et højere uddannelsesniveau er heller ikke de samme, ligesom regeringen anvender et langsigtet renteniveau for statsobligationer, der er lidt højere (nemlig 5 pct. mod 4,75 pct.).

III.3 Hvordan håndterer vi udsvingene i saldoen?

Hængekøje og budgetlov

Selvom finanspolitikken ifølge fremskrivningen i foregående afsnit er mere end holdbar i det lange løb, er der stadig grund til at advare med hensyn til den fremtidige saldoudvikling. For det første er sådanne fremskrivninger som allerede nævnt behæftet med stor usikkerhed med hensyn til mange af de anvendte forudsætninger. Historisk har der således været en klar tendens til, at det offentlige forbrug er steget med en højere vækstrate end den, som forudsættes i fremskrivningen. Det er blandt andet sket, fordi budgetterne er skredet, sådan at udgifterne er steget mere, end der var budgetteret med. Den nye budgetlov, der er fremsat i april, skal være med til at forebygge tilsvarende overskridelser fremover. For det andet kan selv en midlertidig gældsopbygning som følge af forskellig timing af indtægter og udgifter give selvstændige problemer med tilliden på finansmarkederne. I dette afsnit diskuteres hængekøje-problemet i saldoen og de formodede konsekvenser heraf.

Selv overholdbart forløb kan skabe mistillid på finansmarkederne

Selvom Danmarks finanspolitik er mere end holdbar med de anvendte antagelser i fremskrivningen, betyder den viste hængekøjeprofil, at der alligevel kan tænkes at opstå problemer på længere sigt. Hvis aktørerne på de finansielle markeder ikke tror, at regeringen kan eller vil overholde sine finansielle forpligtelser, vil statsobligationsrenten stige, og det vil blive dyrere at finansiere de løbende underskud og refinansiere den eksisterende gæld. Dette kan betyde, at finanspolitikken alligevel ikke er holdbar, og i værste fald kan renten blive så høj, at det bliver umuligt at refinansiere statsgælden, så staten går konkurs. Sådan en situation er mulig selv for en regering, der i sin egen selvforståelse fører en holdbar finanspolitik, hvis finansmarkedernes aktører ikke har tillid til, at regeringens antagelser om den fremtidige finanspolitik eller andre fremtidige forhold vil blive realiseret. Man kan udtrykke det sådan, at finanspolitikken ikke blot skal være holdbar, men også troværdig.

Troværdighed om finanspolitikken er vigtig

Finansiell tillid afhænger af flere faktorer

Risikoen for, at en sådan ødelæggende tillidskrise på de finansielle markeder kan opstå for en regering, der ellers forsøger at føre en holdbar politik, kan tænkes at afhænge af forskellige forhold. Ud over det pågældende lands omdøm-

me og historiske resultater med hensyn til at overholde egne løfter kan den løbende udvikling i gælden spille en vigtig rolle.

Svært at finde entydig sammenhæng mellem gæld og renteniveauer

Forskellige empiriske studier har forsøgt at måle sammenhængen mellem udviklingen i de offentlige finanser og statsobligationsrenten, jf. diskussionen i *Dansk Økonomi, forår 2011*. Generelt er det svært at måle en sådan sammenhæng med væsentlig sikkerhed og præcision, idet mistillid til et lands offentlige finanser kan skyldes mange andre forhold end lige udviklingen i gælden og saldoen. Derfor skal resultaterne tages med væsentlige forbehold. Med dette forbehold peger flere undersøgelser på, at effekten af stigende gæld på renterne er ikke-lineær og afhænger af, hvor stor den offentlige gæld er i forvejen. Undersøgelser har peget på, at der kan være en sådan tærskelværdi på bruttogældskvoter mellem 65 og 100 pct. af BNP.

Bruttogæld overstiger nettogæld med 30 pct. af BNP

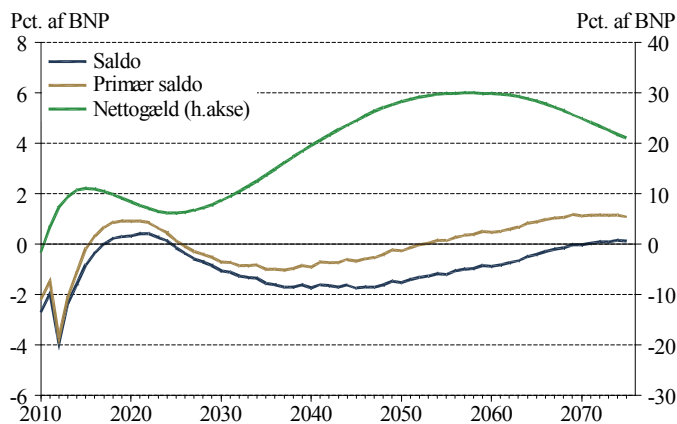
I den beskrevne langfristede fremskrivning når nettogælden op på 50 pct. af BNP omkring 2060, hvor den er størst. Det antages i fremskrivningen, at forskellen mellem bruttogæld og nettogæld i 2020 udgør ca. 30 pct. af BNP. Regnes der med, at dette niveau vil holde sig stabilt i årtierne efter 2020, vil bruttogælden altså nå op på 80 pct. af BNP. Dermed vil man i anden halvdel af århundredet med forudsætningerne i fremskrivningen nå ind i det interval, hvor finansmarkederne ifølge de ovennævnte undersøgelser begynder at reagere på gældskvoternes størrelse.

Maksimal gældskvote på 30 pct. kræver forbedringer på 6 mia. kr.

I figur III.8 illustreres et mere forsigtigt forløb, hvor nettogælden aldrig overskrider 30 pct. af BNP, svarende til en bruttogæld på 60 pct. af BNP. Dette er lig med gældsloftet i EU's stabilitets- og vækstpagt. Forløbet kan betragtes som et forløb, hvor regeringen ønsker at være på den sikre side og sørger for, at gælden ikke når at blive faretruende stor. Med en nettogæld på højst 30 pct. vurderes sandsynligheden for, at selv et større økonomisk tilbageslag kan true troværdigheden, at være begrænset. I det viste forløb er den nødvendige ændring i forhold til grundforløbet opnået ved antagelse af en permanent forbedring fra og med 2014 på 0,3 pct. af BNP eller ca. 6 mia. kr. Overholdbarheden i dette forløb ville være ca. ½ pct. af BNP. Venter man i stedet til

2020 med at forbedre saldoen, kræves der en permanent forbedring på 7 mia. kr. for at holde nettogælden under 30 pct. af BNP på lang sigt.

Figur III.8 Forløb med 30 pct. gældsgrænse fra 2014



Anm.: Det antages, at den primære saldo fra 2014 permanent forbedres med 0,3 pct. af BNP i forhold til grundforløbet. Dette svarer netop til, at nettogældskvoten aldrig overstiger 30 pct. af BNP.

Kilde: DREAM og egne beregninger.

Stadig underskud på over 1½ pct. af BNP i en årrække

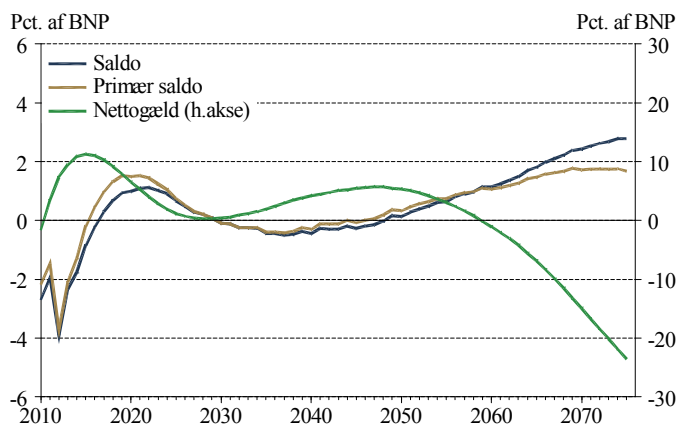
Selvom nettogælden aldrig overstiger 30 pct. af BNP i forløbet i figur III.8, vil den strukturelle saldo have et underskud på mere end 1 pct. af BNP i hele perioden fra 2030 til 2055. Fra 2035 og knap 20 år frem vil underskuddet overstige 1½ pct. af BNP. Det vil dermed være i strid med målet om et strukturelt underskud på højst ½ pct. af BNP i stabilitets- og vækstpagten og den nye finanspagt, jf. kapitel II.

Alternativ med underskud på højst ½ pct. af BNP

Vil man alternativt lave en permanent saldoforbedring for at undgå, at den strukturelle saldo nogen sinde kommer under -½ pct. af BNP efter 2020, skal der med de øvrige forudsætninger i fremskrivningen ske en forbedring af den primære saldo på 0,9 pct. af BNP eller knap 18 mia. kr. årligt fra og med 2014 (indfaset, så den fulde virkning opnås fra 2019). Man ville så få et forløb som i figur III.9. Her er nettogælden 7 pct. af BNP i 2020 og når aldrig senere over 6 pct.

BNP. Forløbet har en overholdbarhed på over 1 pct. af BNP, sådan at saldoen efter 2050 vil kunne forværes ganske betydeligt uden at bringe de offentlige finanser på en uholdbar kurs.

Figur III.9 Forløb med underskudsgrænse på ½ pct., forbedring indfaset fra 2014



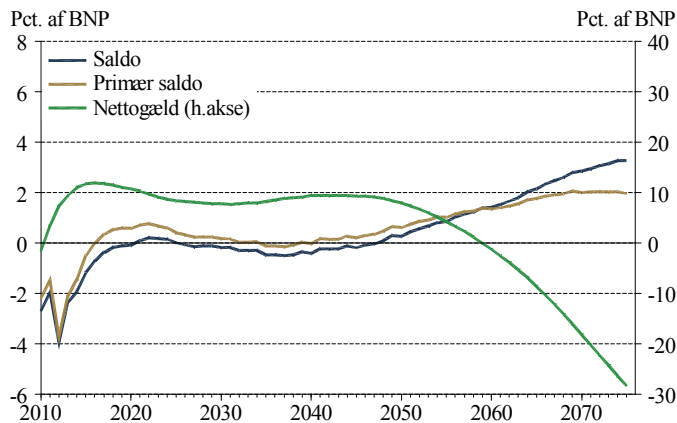
Anm.: Det antages, at den primære saldo fra 2014 forbedres med 0,9 pct. af BNP (indfaset, så fuld virkning opnås fra 2019). Dette medfører, at saldoen aldrig bliver lavere end -0,5 pct. af BNP.

Kilde: DREAM og egne beregninger.

Tilpasning efter 2020 også en mulighed

Konsekvensen af at vente til efter 2020 med at forbedre saldoen for at undgå underskud på mere end ½ pct. af BNP ses i figur III.10. Her indføres fra 2021 gradvis en permanent primær saldoforbedring på 1,2 pct. eller 23 mia. kr. (med fuld virkning fra 2030). Saldoforbedringen i forhold til grundforløbet kommer altså senere, men skal til gengæld være større. I dette forløb er nettogældskvoten relativt konstant på knap 10 pct. indtil hen imod 2050.

Figur III.10 Forløb med underskudsgrænse på ½ pct., forbedring indfaset fra 2021



Anm.: Det antages, at den primære saldo fra 2021 forbedres med 1,2 pct. af BNP (indfaset, så fuld virkning opnås fra 2030). Dette medfører, at saldoen aldrig bliver lavere end -0,5 pct. af BNP.

Kilde: DREAM og egne beregninger.

Nutidens generationer sparer op til efterkommerne

De foregående eksperimenter illustrerer det dilemma, der ligger i overvejelser om forskellige udviklinger på den offentlige saldo. I den centrale fremskrivning er finanspolitikken i forvejen mere end holdbar, hvilket vil sige, at man på et tidspunkt i fremtiden kan lempe finanspolitikken i forhold til i dag. Med de nuværende finanspolitiske regler og forudsætninger sparer nutidens generationer altså op til fremtiden via den offentlige sektor. Ikke desto mindre er profilen sådan, at vi i årene efter 2020 har udsigt til en midlertidig saldoforværring i 25 år, inden udsigterne med de antagelser, der ligger i fremskrivningen, automatisk forbedres igen på det helt lange sigt. Det skyldes ikke mindst den forventede demografiske udvikling og den forskydning af tilbagetrækningsaldrene fremover, som er planlagt i velfærdsaftalen fra 2006 og tilbagetrækningsaftalen fra 2011. Den forskellige timing af hospitalsudgifter, overførsler, skatter på arbejdsmarkedspensioner, selskabsskatter osv. indebærer altså en vis forskydning af udgifterne i forhold til deres finansiering – og dermed udsving i gælden.

Mere forsigtig politik vil øge denne opsparing

Selv under antagelse af, at den primære saldo udvikler sig som ventet, kan man frygte, at finansmarkederne på et tidspunkt vil miste tilliden til danske statsobligationer. Det vil ske, hvis aktørerne her får indtryk af, at den danske stat ikke vil eller kan overholde sine fremtidige forpligtelser. Det vil i givet fald slå ud i stigende renter, som i værste fald kan gøre situationen uholdbar. Som nævnt kan man formindske risikoen for dette ved at føre en mere forsigtig politik, der begrænser gældsætningen i de kommende årtier. En sådan politik vil samtidig føre til en endnu større opsparing til fremtiden, sådan at de fremtidige lempelser vil blive tilsvarende større.

Udvikling med gæld tæt på 0 vil være robust, men ikke udnytte finansmarkedernes fordele

Vil man sørge for at føre en finanspolitik, hvor den strukturelle saldo aldrig kommer under $-1/2$ pct. af BNP, som er kravet i de EU-regler, som Danmark har tilsluttet sig, vil det betyde, at udsvingene i gælden over tid bliver minimeret, og at nettogælden vil forblive tæt på 0 pct. af BNP i al fremtid. En sådan situation vil selvsagt være meget robust over for bevægelser i renten, men samtidig ikke gøre brug af de potentielle fordele, der kan være ved at udnytte finansmarkederne til at udjævne midlertidige udsving i saldoen.

Konstante skatter forvrider mindre end svingende skatter

En mulig ulempe ved at operere med en strukturel saldo, der er meget tæt på 0 i hver periode, er et større samfundsøkonomisk velfærdstab i form af forvriddninger. Forestiller man sig, at udgifterne i hver periode skal finansieres ved samtidige skatter, vil skatterne svinge over tid. Da forvriddningstab ved skatter i almindelighed stiger mere end proportionalt med skattesatsen, vil det medføre, at det samlede velfærdstab fra skatterne bliver højere end i en situation, hvor skatterne har et konstant niveau over tid. Skatteudjævning giver altså et mindre effektivitetstab end gældsudjævning. Selvom den periodevise balancering af budgettet tænkes foretaget ved offentlige besparelser i stedet for skatteændringer, vil argumentet om fordelene ved konstante satser/serviceniveauer stadig grundlæggende være det samme.

Velfærdsstaten omfordeler mellem generationerne

En anden vigtig problemstilling drejer sig om de fordelingsmæssige konsekvenser af forskellig udvikling i saldo og gæld. Den offentlige sektor omfordeler under alle om-

stændigheder store beløb på kryds og tværs af de forskellige generationer. Grundlæggende går generationsfordelingen i en velfærdsstat som den danske ud på, at de midaldrende generationer som skatteydere på hvert enkelt tidspunkt betaler dels til deres børn (hovedsageligt i form af daginstitutioner og uddannelse) og dels til deres forældres generation (hovedsageligt i form af folkepension og udgifter til sygehuse og ældrepleje). Hen over livet vil hver generation opleve sig selv i alle tre roller.

En nyfødt i 2012 modtager knap 500.000 kr. fra det offentlige over livet

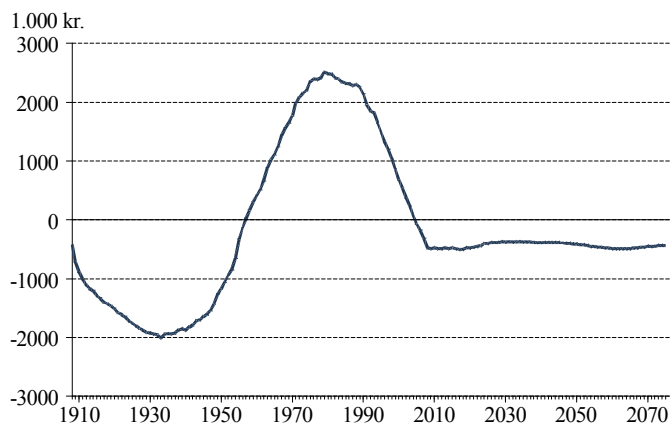
Ved hjælp af et generationsregnskab kan man udregne nettovirkningen af de forskellige skatter og ydelser, som hver enkelt generation henholdsvis betaler til og modtager fra det offentlige over hele livet, jf. boks III.4. I det præsenterede grundforløb vil gennemsnitspersonen i hver fremtidig fødselsårgang netto modtage i størrelsesordenen 4-500.000 kr. fra det offentlige over hele livet, målt som nutidsværdi på fødselstidspunktet, jf. figur III.11. Personerne, der fødes i 2012, modtager således netto 488.000 kr. i gennemsnit. Når alle danskere, der bliver født fremover, permanent kan modtage mere, end de betaler, uden at finanspolitikken er uholdbar, skyldes det to forhold: Dels, at de nulevende generationer, der er født før 2005, omvendt tilsammen er nettobidragydere i resten af deres levetid, og dels, at de ydelser, personer modtager i starten af deres liv (primært daginstitutioner og uddannelse), på grund af diskonteringen vejer tungere end deres egne betalinger senere i livet.² Denne sammenhæng, der virker overraskende på mange, uddybes nærmere i boks III.5.³ Nettogevinsten på 488.000 kr. for de nyfødte illustrerer, at den grundlæggende omfordeling i den danske velfærdsstat primært går fra ældre til

Den danske velfærdsstat omfordeler fra ældre til yngre generationer

- 2) Bemærk, at selvom de nulevende personer er nettobidragere i resten af deres liv regnet fra i år, kan de også sagtens være nettomtagere over *hele* deres livsforløb fra fødsel til død. At bedømme, hvorvidt dette faktisk er tilfældet, ville kræve udarbejdelsen af et historisk generationsregnskab, jf. Schou mfl. (2005).
- 3) I et forløb, der netop er holdbart, og hvor den offentlige nettogæld er 0 i udgangspunktet, kan det vises, at nutidsværdien af de allerede fødte generationers samlede nettobidrag i resten af deres levetid (som sammenlagt er positivt i generationsregnskabet) er lig med den absolutte værdi af nutidsværdien af de negative nettobidrag for alle de generationer, der fødes fremover.

ynge generationer. En pæn del af den naturlige overførsel af midler, som forældre til alle tider har givet deres børn, foregår i Danmark altså via den offentlige sektor.

Figur III.11 Nettobidrag over resten af livsforløbet



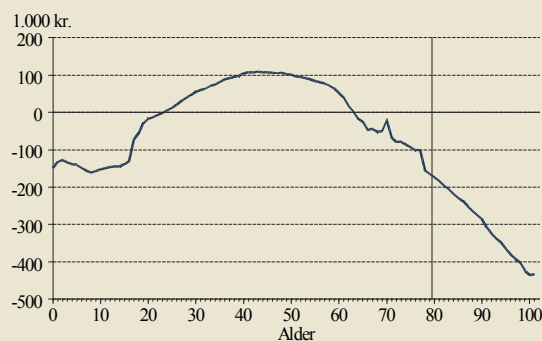
Anm.: Figuren viser for hvert fødselsår fremtidige nettobidrag til den offentlige sektor pr. person. For personer, der allerede er født i dag, viser grafen altså nettobidraget for betalinger efter 2008, og der tilbagediskonteres til 2008. For personer, der fødes i 2012 og senere, vises nettobidraget over hele livet, tilbagediskonteret til fødselstidspunktet. Personer, der fødes efter 2004, har et negativt nettobidrag, dvs. at de i gennemsnit modtager mere fra den offentlige sektor, end de antages at betale over livsforløbet. Det samme gælder for personer, der er født inden 1957, for den resterende del af deres livsforløb. De anvendte beløb er i nutidskroner (dvs. korrigeret for realvækst og inflation).

Kilde: Beregninger på DREAM.

Boks III.4 Generationsregnskabet i DREAM

Et generationsregnskab fordeler de offentlige udgifter og indtægter i hvert enkelt år på de aldersgrupper, der betaler den pågældende indtægt eller modtager den pågældende ydelse. Den makroøkonomiske model DREAM har tilknyttet et sådant generationsregnskab, der automatisk foretager denne fordeling ud fra en række antagelser, jf. DREAM (2004). For en del posters vedkommende har man gode data for, hvilke individer og dermed aldersgrupper de påvirker. Det gælder f.eks. personlige indkomstskatter, overførsler og forskellige offentlige tjenesteydelser som undervisning og sundhedsudgifter. I andre tilfælde er det nødvendigt at foretage nogle beregningsmæssige antagelser for at kunne fordele den pågældende post. Det antages således, at udgifterne til kollektive offentlige tjenesteydelser (som forsvaret) fordeles ligeligt på alle personer, der lever i økonomien, unge som gamle. For 2012 ser sammenhængen over livet ud som i figur A. De 0-23-årige er nettomodtagere af offentlige bidrag. Deres skattebetalinger er lavere end de modtagne ydelser (primært udgifter til daginstitutioner og undervisning). I alderen fra 24 til 63 år er gennemsnitspersonen nettoyder, mens de ældre aldersgrupper igen modtager mere, end de betaler til det offentlige. Profilen over tid afhænger selvfølgelig af de gjorte antagelser. Eksempelvis henregnes børne- og ungedydelse i generationsregnskabet til det pågældende barn, hvor man kunne argumentere for, at overførslen reelt snarere kommer forældrene til gode. Omvendt henregnes udgifter som grundforskning og offentlige investeringer ligeligt til alle eksisterende personer uanset alder, selvom det må formodes, at de yngste årgange (og de endnu ufødte) vil få størst glæde af sådanne tiltag.

Figur A Gennemsnitlige nettobidrag til den offentlige sektor 2012

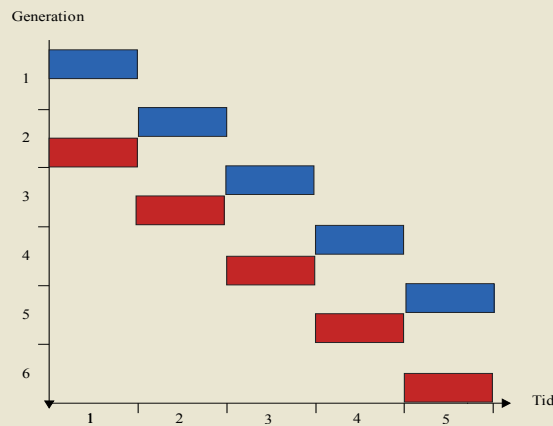


Anm.: Figuren viser nettobidraget for en gennemsnitsperson, der har nået den pågældende alder. Selvom udgiften for de ældste aldersgrupper er meget betydelig pr. person, er den totale udgift for disse ældre relativt beskedne for det offentlige, fordi der er få personer i disse aldersgrupper. Den lodrette streg angiver middellevetiden på 79½ år. Godt halvdelen af befolkningen opnår denne alder.

Boks III.5 Hvordan kan fremtidige generationer modtage mere, end de betaler fra det offentlige i et holdbart forløb?

Et enkelt eksempel (inspireret af Velfærdskommissionen (2004)) kan forklare, hvordan alle fremtidige generationer kan være nettomodtagere af offentlige ydelser, uden at det giver problemer for de offentlige finanser. I eksemplet har den offentlige sektor kun udgifter til én aktivitet: folkeskoler. Befolkningen består af to generationer: Unge, der går i en offentligt betalt folkeskole, og ældre, der via indkomstskatter finansierer udgiften til folkeskolen. Den generation, der som den første har betalt til deres børns skolegang over skatterne, har været nettobidragydere i forhold til staten, idet de aldrig selv har modtaget nogle ydelser. Deres børn og alle kommende generationer vil først modtage en ydelse som folkeskoleelever og senere som voksne betale det samme beløb tilbage i egenskab af skatteydere. Her ses bort fra vækst og inflation i økonomien. Denne situation er illustreret i figur A. Her angiver blå kasser skatteindtægter for den offentlige sektor, mens røde kasser angiver udgifter til undervisning. Den offentlige saldo i hver tidsperiode fås ved at summere lodret. Det ses, at der i alle perioder er balance på budgettet: Indtægter og udgifter er lige store i hvert år. Regnskabet for hver enkelt generation fås ved at tilbagediskontere beløbene vandret til fødselstidspunktet. Den første generation er udelukkende betaler, mens alle efterfølgende generationer både modtager og betaler. Så længe renten er positiv, vil alle generationer bortset fra den første imidlertid være nettomodtagere, når man udregner nutidsværdien af deres mellemværender med det offentlige over livet, set fra fødselstidspunktet. Det skyldes, at den undervisningsydelse, de modtager, falder tidligere i livet end den skat, de betaler som voksne.

Figur A Finansiering af folkeskole: Offentlig saldo og generationsregnskab



Boks III.5 Hvordan kan fremtidige generationer modtage mere, end de betaler fra det offentlige i et holdbart forløb, fortsat

Eksemplet illustrerer den ene type omfordeling mellem generationer, som finder sted i en velfærdsstat som den danske: Skatteyderne betaler i en række tilfælde for ydelser, som kommer yngre generationer til gode. Den anden type omfordeling har den stik modsatte virkning: Skatteyderne betaler også til generationer, der er ældre end dem selv. Folkepensionen er et eksempel herpå. Her kunne man tegne et tilsvarende stiliseret eksempel, hvor den første generation, der modtager en skatteyderfinansieret folkepension, vil være nettomodtagere, mens alle senere generationer, der først betaler til deres forældregenerations pension over skatterne, og senere selv modtager et tilsvarende beløb fra deres børn, vil være nettoydere, når man opgør regnskabet som nutidsværdi på fødselstidspunktet. Det skyldes, at betalingen i dette tilfælde falder tidligere i livet end den modtagne ydelse.

Virkeligheden er naturligvis noget mere kompleks end disse stiliserede eksempler. Således stifter staten gæld i nogle perioder og opbygger formue i andre, hvilket til en vis grad forskyder finansieringsbyrden mellem generationerne. Desuden ændrer velfærdsstatens udseende sig over tid ved udbygning, ændring eller afvikling af de forskellige ordninger, sådan at der er forskellige tilbud til de forskellige generationer.

Når nettoresultatet i et forløb, som er holdbart, er, at alle fremtidige generationer er nettomodtagere i størrelsesordenen knap 500.000 kr. over hele livet, illustrerer resultatet altså, at den første type omfordeling under antagelserne i DREAM's generationsregnskab betyder mere i den danske velfærdsstat end den anden: Skattebetalingerne over livet finansierer i højere grad ydelser til yngre end til ældre generationer.

Tallet kan derimod ikke direkte bruges til en vurdering af, om de offentlige finanser hænger sammen på længere sigt eller ej, selvom man somme tider hører tilsvarende tal blive brugt i netop denne sammenhæng. Afhængigt af, hvor meget vægt den offentlige sektor lægger på udgifter til uddannelse mv. i forhold til eksempelvis ældrepleje, kan nettobidraget for nyfødte i et holdbart forløb sagtens være enten positivt eller negativt, stort eller lille.

Vigtigt at være opmærksom på fordelingskonsekvenser af ændringer i saldoen

I forhold til grundforløbet vil finanspolitiske opstramninger, som tager sigte på at forbedre finanserne midlertidigt for senere at kunne lempe dem yderligere, alt andet lige medføre en større opsparing fra de nuværende til de kommende generationer, end ovenstående figur viser. Den økonomiske videnskab siger ikke noget om, hvordan den rette fordeling mellem generationerne bør være. Det er grundlæggende et politisk spørgsmål, hvordan den omfordeling mellem generationer, som det offentlige foretager, ideelt skal se ud. Men det er vigtigt at være opmærksom på, hvordan timingen af reformer og andre tiltag, som ændrer væsentligt på udviklingen i den offentlige saldo over tid, vil påvirke de forskellige generationers forbrugsmuligheder.

Generationseffekt af opstramning i det enkelte år kan være vidt forskellig

Ikke blot timingen, men også karakteren af de tiltag, der forbedrer eller forværrer den offentlige saldo, vil have vidt forskellige intergenerationelle fordelingsvirkninger. Uden en nærmere analyse er det derfor ikke muligt at sige, hvilke generationer der især vil blive ramt af en finanspolitisk stramning i et givet år. En saldoforbedring kan således finde sted ved at fjerne særrettigheder til ældre eller spare på ældreplejen, hvilket vil ramme folk over pensionsalderen. Den kan ske ved højere skat på arbejdsindkomst, hvilket vil ramme de erhvervsaktive ældre. Den kan ske ved besparelser på folkeskolen, der vil ramme børn i skolealderen, eller eventuelt ved nedskæringer i langsigtede investeringer som grundforskning eller klimaindsats, hvilket vil ramme endnu ufødte generationer. Alt andet lige vil det dog være sådan, at jo tidligere en skattestigning eller udgiftsbesparelse falder, jo ældre generationer vil den ramme. En udvikling som i figur III.10, hvor der foretages saldoforbedringer på mellem-lang sigt, mens overskuddet på saldoen på et tidspunkt i den fjernere fremtid bliver meget stort, kan således medføre en påfaldende stor opsparing til fremtiden under fremskrivningens forudsætninger.

Er yderligere opsparing på grund af ½ pct.-kravet generationsmæssigt rimeligt?

Allerede i grundforløbet sker der som nævnt en overførsel fra ældre til yngre, og under alle omstændigheder vil kommende generationer blive rigere end de nuværende alene på grund af den økonomiske vækst. Man kan derfor stille spørgsmålstegn ved, om en yderligere opsparing til fremti-

den som følge af ½ pct.-kravet er i overensstemmelse med befolkningens opfattelse af en rimelig generationsfordeling.

Saldoprofilen kan påvirkes uden realøkonomiske konsekvenser

Dilemmaet ved at følge en regel om, at underskuddet på den strukturelle saldo højst må være ½ pct. af BNP, ligger altså i, at man på den ene side vil undgå risiko for alvorlige konsekvenser af renteforhøjelser på statsobligationer. På den anden side kan det forhindre en i øvrigt fornuftig udnyttelse af de internationale kapitalmarkeder til en offentlig forbrugs- eller skatteudjævning. Der kan dog også i princippet tænkes forskellige tiltag, der påvirker saldoens profil over tid uden at få nogle realøkonomiske konsekvenser og dermed også uden at påvirke den intergenerationelle fordeling.

OPP et eksempel herpå

Et eksempel herpå kunne være et offentlig-privat partnerskab (OPP), hvor traditionelle offentlige anlægsinvesteringer (veje, skoler, hospitaler) afløses af et privat finansieret byggeri, der bagefter lejes ud til det offentlige. Hvis den løbende offentlige betaling svarer til de driftsomkostninger, der under alle omstændigheder ville være, plus en normalforrentning af den investerede kapital, vil den samlede udgift for den offentlige sektor målt som nutidsværdi være den samme i begge tilfælde, men den tidsmæssige profil af udgifterne vil være forskellig: I det sidstnævnte tilfælde vil de falde senere.

Fremrykning af pensionsbeskatning er et andet eksempel

Et andet eksempel, der ofte nævnes i debatten, er en fremrykning af beskatningen af pensionsindkomst fra udbetalings- til indbetalingstidspunktet. Omlægges pensionsbeskatningen fremadrettet, så indbetalinger beskattes på indbetalingstidspunktet, mens udbetalingerne til gengæld gøres skattefrie, vil den offentlige saldo blive mærkbart forbedret i en periode på mindst 30 år. Dermed vil gælden blive formindsket. Samtidig vil omlægningen som udgangspunkt være neutral over for den enkelte pensionsopsparer, idet hans pensionsindkomst efter skat ikke vil ændre sig. Beregninger i *Dansk Økonomi, forår 2011*, pegede på, at den offentlige saldo ville forbedres mærkbart i en periode på mere end 30 år, dvs. frem til efter 2040, ved en sådan omlægning. Saldoen ville således blive forbedret svarende til godt 3 pct. af BNP i 2015. Efterhånden vil saldoforbed-

ringen forsvinde, sådan at omlægningen på lang sigt vil være neutral over for saldoen. Den offentlige formue vil imidlertid blive permanent forøget, i det lange løb med over 100 pct. af BNP. Denne stigning ville dermed mere end opveje den gældsætning, som sker i den langsigtede fremskrivning.

En sådan omlægning kan dog friste beslutningstagerne over evne

I princippet ville sådan en omlægning altså ikke påvirke holdbarheden, men potentielt styrke troværdigheden, idet den ville fjerne hængekøjen i saldoen ved at omdanne det implicitte offentlige aktiv, der ligger i den udskudte skat i pensionsformuerne, til et eksplicit aktiv. Det er imidlertid en væsentlig indvending mod en sådan omlægning, at det meget store, men midlertidige overskud på de offentlige finanser kunne friste befolkningen og politikerne til at bruge flere penge end ellers. Dermed er der en fare for, at omlægningen i sig selv vil øge de offentlige udgifter og dermed sætte holdbarheden over styr.⁴ Skulle man undgå dette pres, burde omlægningen doseres ved kun at omfatte en del af pensionssystemet, så der ikke skabes for store overskud ved omlægningen. Alternativt kunne de ekstra skatteindtægter båndlægges, f.eks. ved opbygningen af en konsolideringsfond på linje med den norske oliefond.

III.4 Sammenfatning og anbefalinger

Finanspolitikken vurderes at være svagt overholdbar

I den langsigtede fremskrivning af samfundsøkonomien og de offentlige finanser, som præsenteres i dette kapitel, vurderes finanspolitikken at være godt og vel holdbar. Det vil sige, at regeringen vil kunne overholde sine forpligtelser i al fremtid uden at skulle ændre de finanspolitiske regler i forhold til de allerede vedtagne, givet de centrale forudsætninger som ligger til grund for fremskrivningen. Holdbarhedsindikatoren beregnes til 0,2 pct. af BNP, hvilket vil sige, at politikerne permanent kan hæve de offentlige udgifter eller sænke skatterne svarende til 0,2 pct. af BNP og stadig opretholde en stabil gældskvote på lang sigt.

4) Samtidig vil den mulighed, det nuværende pensionsskattesystem giver til at udglatte indkomsten for skatteydere, hvis årsindtægter svinger meget, forsvinde.

- for første gang, siden Det Økonomiske Råd begyndte at beregne holdbarheden

Det er første gang siden 1998, hvor Det Økonomiske Råd begyndte at lave holdbarhedsberegninger, at finanspolitikken vurderes at være holdbar. Sammenligner man med situationen i mange andre europæiske lande er de offentlige finanser i Danmark således relativt godt rustet til fremtiden. Det skyldes ikke mindst den tradition, Danmark har haft i de sidste ca. 15 år med at udstikke rammer for finanspolitikken i form af mellemfristede planer, som igen har bygget på beregninger af den langsigtede finanspolitiske holdbarhed. Dette har medvirket til, at de mere langsigtede udfordringer, som følger af befolkningsudviklingen, udtømmningen af ressourcerne i Nordsøen mv., har været relativt meget i fokus. Selvom finanspolitikken i perioden ikke altid har været hensigtsmæssig, har opmærksomheden på problemerne i den fjernere fremtid affødt flere reformer og andre tiltag, som vurderes at give permanente forbedringer af den offentlige saldo.

Ændringer i den økonomiske politik forklarer mere end hele forbedringen siden sidst

I forhold til holdbarhedsberegningen i *Dansk Økonomi, forår 2011*, hvor holdbarhedsindikatoren var -0,5 pct. af BNP, skyldes mere end hele forbedringen ændringer i den økonomiske politik. Tilbageføringsaftalen fra 2011, som reducerer efterlønsperioden til tre år og fremskynder nogle forhøjelser af tilbageføringsaldrene fra velfærdsaftalen i 2006, vurderes således at forbedre holdbarheden med 0,4 pct. af BNP. Beslutningen i forbindelse med Finanslov 2012 om at genoptage indekseringen af en række afgifter indebærer en ophævelse af en stor del af den udhuling af skattegrundlaget, som er indeholdt i skattestoppets såkaldte nominalprincip. Ophævelsen af nominalprincippet (bortset fra ejendomsværdiskatten, hvor skattegrundlaget fortsat vil blive udhulet på længere sigt) vurderes at forbedre holdbarheden med yderligere 0,6 pct. af BNP. I modsat retning trækker blandt andet en ny befolkningsfremskrivning, som viser en større arbejdsstyrke i de første årtier, men et lavere arbejdsudbud derefter.

Holdbar finanspolitik bør ikke være sovepude

Der er dog stadig væsentlige finanspolitiske udfordringer på det længere sigt. Den positive vurdering af holdbarheden bør derfor ikke virke som en sovepude. For det første er der i sagens natur meget stor usikkerhed om den økonomiske udvikling i de kommende årtier. Mange forhold kan tænkes

at udvikle sig anderledes end forudsat i beregningen. Fremskrivningen skal dermed heller ikke opfattes som en egentlig prognose for udviklingen, men snarere som en konsekvensberegning af, hvordan økonomien kan udvikle sig under de givne forudsætninger. Hvis nogle af disse skrider til den negative side, kan udviklingen alligevel hurtigt blive uholdbar. En højere vækst i det offentlige forbrug end forudsat, et lavere arbejdsudbud eller en højere statsobligationsrente er blandt de vigtige risikomomenter. Det er derfor vigtigt at opretholde fokus på de langsigtede udfordringer og dermed sikre, at Danmark fortsat er på en holdbar kurs.

Stigende underskud og gæld i mange år

For det andet indebærer fremskrivningen en længere periode med stigende underskud og gæld, selvom udviklingen er mere end holdbar i det lange løb. Konjunkturgenopretning mv. i de kommende år medfører, at der ventes omtrent balance på den strukturelle saldo i 2020, men derefter er der udsigt til en mærkbar forværring af de offentlige finanser. I en periode på 25 år fra 2035 til 2060 ventes underskuddet på saldoen at overstige 2 pct. af BNP. Først derefter vil det falde igen, og på helt lang sigt vil saldoen ifølge fremskrivningen blive positiv. Der er altså en tydelig og langvarig hængekøjeprofil i den offentlige saldo. Tilsvarende vurderes nettogælden at vokse til 50 pct. af BNP omkring 2065. Bruttogælden vurderes at overstige nettogælden med ca. 30 pct. af BNP og dermed nå op på 80 pct. af BNP. Først efter 2065 vil gælden igen falde, og på helt lang sigt vil nettogælden ifølge fremskrivningen blive negativ, så den offentlige sektor akkumulerer formue.

Troværdighed afhænger af flere forhold

Et sådant forløb med stigende underskud og gæld i en årrække kan tænkes at frembringe mistillid hos aktørerne på de finansielle markeder. Hvis disse på et tidspunkt begynder at miste tilliden til, at den danske stat fortsat vil overholde sine gældsforpligtelser, vil de kræve en højere risikopræmie for at holde danske statsobligationer. Dermed vil renten stige, og er rentestigningen tilstrækkelig høj, vil situationen alligevel blive uholdbar. For at undgå dette er det nødvendigt, at den danske finanspolitik virker troværdig for de potentielle investorer. Det kan betyde, at udviklingen i underskud og gæld skal holde sig inden for snævrere rammer end i det fremskrevne forløb. Det er dog svært at forud-

sige, nøjagtigt hvilke forhold der er afgørende for tilliden på de finansielle markeder. Ud over den løbende udvikling i gælden må også landets omdømme og historiske resultater med hensyn til at overholde egne løfter formodes at spille en vigtig rolle.

I strid med EU-forpligtelserne

Ud over risikoen for at skabe mistillid på finansmarkederne er udviklingen i fremskrivningen også i strid med forpligtelserne over for EU. Bruttogælden vil som nævnt på et tidspunkt overstige EU-traktatens gældsgrænse på 60 pct., og den strukturelle saldo vil i mange årtier efter 2025 have et underskud, der er større end ½ pct. af BNP, som er underskudsgrænsen i finanspagten. Hvis den danske stat skal overholde disse krav, er der altså brug for yderligere forbedringer på den offentlige saldo.

Gældsgrænse på 30 pct. kræver ekstra forbedringer på 6-7 mia. kr.

I kapitlet vises en beregning, hvor det kræves, at nettogælden aldrig må overstige 30 pct. af BNP, svarende til en ØMU-gæld på omkring 60 pct. af BNP. Dermed vil EU's gældsgrænse blive overholdt. Med en sådan grænse vurderes sandsynligheden at være begrænset for, at gælden vil nå et utroværdigt højt niveau, selv i tilfælde af et større økonomisk tilbageslag. En sådan begrænsning på gældens størrelse kan opnås med en permanent forbedring af den primære saldo på ca. 6 mia. kr. fra og med 2014. Venter man i stedet til 2020, kræves der en lidt større forbedring, nemlig 7 mia. kr. Da forløbet i forvejen er godt og vel holdbart, vil en sådan forbedring medføre et endnu større overskud på lang sigt, som kan udmøntes i større udgifter eller skattesænkninger på et senere tidspunkt.

Underskudsgrænse på ½ pct. kræver forbedringer på 18 mia. kr.

Ønsker man at forbedre saldoen for at undgå, at den strukturelle saldo nogen sinde kommer under -½ pct. af BNP efter 2020, kræver det med de øvrige forudsætninger i fremskrivningen en forbedring af den primære saldo på 0,9 pct. af BNP eller ca. 18 mia. kr. årligt fra og med 2014 (indfaset, så den fulde virkning opnås fra 2019). Det ville medføre, at nettogælden aldrig efter 2020 ville blive større end 7 pct. af BNP. Dette forløb ville have en overholdbarhed på ca. 1 pct. af BNP, sådan at saldoen på lang sigt (efter 2050) ville kunne forværres ganske betydeligt uden at bringe de offentlige finanser på en uholdbar kurs.

Forbedringerne kan udskydes til efter 2020

Perioden indtil 2020 er i forvejen præget af større strukturelle forbedringer af den offentlige saldo som følge af blandt andet skattereformen fra 2009, genopretningsaftalen fra 2010 og tilbagetrækningsaftalen fra 2011. Ønsker man derfor at vente lidt længere med yderligere forbedringer for at sikre overholdelse af ½ pct.-kravet, kan dette også opnås ved tiltag efter 2020. En permanent primær saldoforbedring, som indføres fra 2021 med fuld virkning fra 2030, skal være på 1,2 pct. af BNP eller ca. 23 mia. kr. En sådan forbedring vil holde nettogældskvoten relativt konstant på ca. 10 pct. af BNP indtil hen imod 2050, hvorefter den vil falde, hvis ikke man vil vælge at benytte sig af den meget overholdbare stilling på det tidspunkt.

Dilemma: Udnyttelse af finansmarkedernes fordele kan give større sårbarhed

Der ligger et væsentligt dilemma i den fremskrevne saldo-udvikling. Som nævnt er finanspolitikken med de givne forudsætninger mere end holdbar, hvilket vil sige, at man på et tidspunkt kan lempe finanspolitikken i forhold til i dag. Med de nuværende finanspolitiske regler og forudsætninger sparer nutidens generationer altså op til fremtiden via den offentlige sektor. Ikke desto mindre er profilen sådan, at der i årene efter 2020 er udsigt til en længerevarende forværring i 25 år, inden saldoen igen forbedres på lang sigt. Vil man undgå denne udvikling ved at sørge for, at den strukturelle saldo hele tiden holder sig meget tæt på 0, vil det kræve store saldoforbedringer i de kommende 10-15 år. Det vil sikre en udvikling, der er robust over for bevægelser i renten, men samtidig betyde, at der ikke gøres brug af de potentielle fordele, der kan være ved at udnytte finansmarkederne til at udjævne midlertidige udsving i saldoen. Alt andet lige er der samfundsmæssige fordele ved at opretholde konstante skattesatser og serviceniveauer, selvom skattegrundlaget svinger fra år til år, idet svingende skatter mv. medfører større forvriddinger.

Hver nyfødt modtager knap 500.000 kr. fra staten over livet

Der er desuden en væsentlig problemstilling, der handler om fordelingen mellem generationerne. En beregning i kapitlet baseret på et generationsregnskab viser, at i fremskrivningen, hvor finanspolitikken er svagt overholdbar, modtager hver nyfødt person i 2012 knap 500.000 kr. mere fra staten, end vedkommende betaler over livet, regnet som nutidsværdi fra fødselstidspunktet. Også alle fremtidige

generationer vil være nettobidragmodtagere i størrelsesordenen 4-500.000 kr. med de beregningsmetoder, der anvendes i generationsregnskabet. Når det kan lade sig gøre, at alle fremtidige generationer får mere fra staten, end de modtager, i et forløb, hvor finanspolitikken er holdbar, skyldes det, at alle de nulevende generationer i gennemsnit omvendt er nettobidragydere i resten af *deres* livsforløb. De nulevende generationer har til gengæld som yngre modtaget ydelser i form af skolegang mv., som er blevet betalt af tidligere generationer. Beregningen illustrerer, at den grundlæggende omfordeling i vores velfærdsstat primært går fra ældre til yngre: Betalingerne til daginstitutioner, uddannelse mv. betyder mere for gennemsnitspersonen over livsforløbet end betalinger til folkepension, ældrepleje mv.

Reel viden om generationsfordelingen vigtig

Beregningen baseret på generationsregnskabet afspejler, at en væsentlig del af den naturlige overførsel af midler, som forældre til alle tider har givet deres børn, ikke mindst via betaling for opvæksten, i Danmark foregår via den offentlige sektor. Hvilket niveau de offentlige overførsler mellem generationerne ideelt set bør have, er et etisk og i sidste ende politisk spørgsmål, som befolkningen og dens folkevalgte repræsentanter bør tage stilling til. Man kan altså ikke fra et fagøkonomisk standpunkt give noget objektivt svar. Men i overvejelserne om, hvordan perioden med stigende underskud skal håndteres, bør konsekvenserne for generationsfordelingen også spille en væsentlig rolle. Samtidig bør det ske ud fra reel viden om, hvordan generationsfordelingen er i udgangspunktet, så politikere og offentlighed kan vurdere de forskellige valgmuligheder på et oplyst grundlag.

Flere måder at udjævne saldoprofilen

Ønsker man at sikre en udvikling med mindre udsving i saldoen, end fremskrivningen lægger op til, kan det ske på flere måder. Ved at hæve skatterne eller sænke overførselsindkomster eller andre offentlige udgifter i perioden op til hængekøjen får man mulighed for i senere årtier at blive mere gavmild. En sådan strategi vil medføre realøkonomiske omprioriteringer mellem de forskellige tidsperioder og dermed også få væsentlige generationsmæssige konsekvenser: Den vil gavne fremtidige generationer på bekostning af de nulevende.

Forebyggelse af hængekøjen kan få påfaldende generationseffekt	Med de antagelser, der ligger i fremskrivningen, vil fremtidige generationer som nævnt være nettomodtagere i forhold til den offentlige sektor. Samtidig vil de modtagne beløb generelt stige som følge af den fremtidige reale vækst, som blandt andet giver mulighed for et stigende offentligt forbrug pr. person over tid. Hvis man i en sådan situation ønsker at forebygge hængekøjen i saldoen ved at gennemføre saldoforbedrende tiltag på kort sigt, vil det give fremtidens generationer en samlet gevinst, der virker meget betydelig.
Kravet om højst ½ pct. strukturelt underskud medfører reelt dilemma	Finanspaktens krav om, at underskuddet på den strukturelle saldo aldrig må overstige ½ pct., rejser dermed også et reelt dilemma, for så vidt dette krav resulterer i en strammere finanspolitik end det, der er nødvendigt for at bevare troværdigheden over for finansmarkederne. Både hensyn til den samfundsøkonomiske effektivitet og til fordelingen mellem generationerne kan føre til ønsker om større underskud i nogle perioder, end dette krav tillader.
Implicitte offentlige aktiver kan gøres eksplicite	I princippet findes der også tiltag, der påvirker saldoens profil over tid uden at få nogle realøkonomiske konsekvenser. Sådanne tiltag vil ændre fordelingen mellem implicitte og eksplicite offentlige aktiver og dermed påvirke den opgjorte saldo og finansielle statsgæld, men ikke ændre grundlæggende på finanspolitikens holdbarhed, som netop i forvejen indregner implicitte aktiver og passiver.
Fremrykning af pensionsbeskatning vil ændre profilen ...	Et af disse mulige tiltag er en fremrykning af beskatningen af opsparede pensioner fra udbetalings- til indbetalingstidspunktet. Den udskudte skattebetaling af pensionsopsparing udgør et meget stort implicit aktiv for den offentlige sektor. Ved at fremrykke beskatningen til indbetalingstidspunktet vil den offentlige saldo blive forbedret i en årrække. Det vil mindske gældsopbygningen og dermed spare renteudgifter. På længere sigt vil der ikke være nogen saldoforbedring, men den offentlige finansielle gæld vil være vendt til en formue.
... men er forbundet med store risici	En sådan omlægning indebærer dog store risici. Først og fremmest kan saldoen blive forbedret så meget, at beslutningstagerne fristes til at bruge pengene til øgede offentlige

udgifter eller skattelettelser, sådan at de vil mangle på længere sigt. Manøvren vil i dette tilfælde betyde, at finanspolitikens holdbarhed bliver forringet. For at undgå dette burde de ekstra skatteindtægter i givet fald båndlægges, så de ikke bruges i utide, eller en fremrykning begrænses til at omfatte en del af den samlede pensionsopsparing (eksempelvis indbetalinger på kapitalpensioner, der i forvejen har særlige skatteregler). Et andet problem er, at de nuværende regler for pensionsskat giver en hensigtsmæssig mulighed for at udglatte indkomsten for skatteydere med en svingende årsindkomst. Hvis denne mulighed forsvinder, skaber det alt andet lige et problem for denne gruppe.

Private investeringer kan erstatte offentlige

En anden mulighed for at påvirke saldoens profil uden at ændre de reelle serviceydelser, den offentlige sektor stiller til rådighed, ville være at lade fremtidige offentlige investeringer erstatte af former for offentligt-private partnerskaber. I stedet for at anlægge en motorvej eller et sygehus kunne man forestille sig, at det offentlige indgår en aftale med en privat virksomhed, der foretager den pågældende investering og derefter driver eller udlejer den mod betaling for det offentlige. Hvis den offentlige betaling består af almindelige driftsomkostninger og en normal forrentning af den investerede kapital, vil den samlede omkostning være uændret for det offentlige, men udgifterne vil være spredt over et længere tidsrum, hvilket tjener til at udjævne saldoprofilen. En forudsætning for dette er igen, at ordningen ikke fører til større investeringer og dermed et større offentligt forbrug, men at der udelukkende er tale om en erstatning for anlæg, som det offentlige under alle omstændigheder ville have fået opført.

Regeringens neutrale forløb vurderer, at finanspolitikken knap nok er holdbar

Regeringen har i foråret offentliggjort Danmarks konvergensprogram 2012 og 2020-planen. Ud over en mellemløbet fremskrivning og en oversigt over påtænkte reformer indeholder publikationerne også en langfristet fremskrivning og en beregning af den finanspolitiske holdbarhed baseret på regeringens fremskrivningsprincipper. Regeringen opererer med et såkaldt udfordringsforløb, der er det forløb, der bedst kan sammenlignes med fremskrivningen i nærværende kapitel. I udfordringsforløbet er finanspolitikken kun lige knap holdbar, idet holdbarhedsindikatoren er

-0,1 pct. af BNP. Regeringens vurdering af den nuværende finanspolitik holdbarhed er altså lidt mere negativ end i det ovenfor beskrevne forløb. I betragtning af den store usikkerhed, der er om udviklingen i de kommende årtier, er forskellene dog ikke store. Begge beregninger peger på, at vi er meget tæt på en finanspolitik, der lige netop er holdbar uden yderligere tiltag.

Omkostningen ved nominalprincippet undervurderes

Der er mange forskelle i antagelserne i de to beregninger, der imidlertid til dels opvejer hinanden, hvad angår konsekvenserne for de offentlige finanser. En relativt betydende forskel er, at regeringen ikke indregner et provenutab fra den fortsatte udhuling af ejendomsværdiskatten på grund af nominalprincippet efter 2020, selvom dette må anses for at være en naturlig konsekvens af det generelle princip om at fremskrive nuværende regler uændret. Derved undervurderes omkostningen ved nominalprincippet. Omvendt er fremskrivningen i dette kapitel mere optimistisk med hensyn til antagelserne om den fremtidige sundhedstilstand hos de ældre generationer.

2020-planen nævner en række reformønsker

I 2020-planen fremlægger regeringen en række reformønsker. Heriblandt er ønsker om reformer og andre tiltag, der skal øge arbejdsudbuddet med 60.000 personer og styrke de offentlige finanser med 14 mia. kr. i 2020. Det drejer sig bl.a. om ændringer for fleksjob og førtidspensionister, udspil i de kommende trepartsforhandlinger, en ny skattereform og udspil om kontanthjælp/aktivering, tidligere færdiggørelse af studier mv. Sammen med 3 mia. kr. fra besparelser på EU-bidrag og forsvar skal de 14 mia. kr. bruges dels til at sikre balance i 2020, dels til at finansiere forøgede offentlige udgifter til uddannelse, produktivitet-fremmende initiativer, grøn omstilling mv.

Hængekøjen efter 2020 adresseres ikke i 2020-planen

I forhold til udfordringsforløbet medfører kun de 9 mia. kr. en forbedring af de offentlige finanser, idet de øvrige 8 mia. kr. blot finansierer tilsvarende ekstra udgifter. De 9 mia. kr. kunne ifølge regeringen alternativt skaffes ved at holde væksten i det offentlige forbrug nede på 0,6 pct. om året indtil 2020, hvilket er forudsætningen i regeringens såkaldte basisforløb. I begge tilfælde ville det medføre strukturel balance på den offentlige saldo i 2020 og en holdbarhedsin-

dikator på 0,3 pct. af BNP. Med opfyldelsen af et af disse krav vil finanspolitikken altså i regeringens optik være mere end holdbar (hvilket er et selvstændigt mål i regeringsgrundlaget). Der vil imidlertid stadig være en betydelig hængekøje i saldoen efter 2020. Denne problemstilling adresseres ikke i 2020-planen. Som nævnt ovenfor kan der også stilles spørgsmål ved, om det er hensigtsmæssigt at adressere den ved nye økonomisk-politiske tiltag inden 2020. Da nogle af de initiativer, der kan forbedre saldoen på længere sigt, med fordel kan italesættes og eventuelt vedtages i god tid, inden de træder i kraft, er problemstillingen dog væsentlig og relevant allerede i dag.

**Ejendomsværdi-
skat oplagt
finansieringskilde**

En ophævelse af nominalprincippet for ejerboliger er en oplagt mulighed, der enten kan forbedre de offentlige finanser på længere sigt og dermed afhjælpe troværdighedsproblemet ved en stigende gældsætning, finansiere lavere skatter på andre områder eller anvendes til at finansiere nye udgiftskrævende tiltag. En ophævelse af nominalprincippet vil mindske den nuværende favorisering af investeringer i ejerboliger i forhold til anden produktiv kapital og genskabe en vigtig automatisk stabilisator ved konjunkturudsving. Det kunne konkret gøres ved at lade ejendomsværdiskatten udgøre 1 pct. af den aktuelle ejendomsværdi allerede fra 2013, men samtidig indføre en skatterabat, som for hver ejerbolig beregnes som forskellen mellem den nye ejendomsværdiskat og den skat, der skulle betales, hvis nominalprincippet havde været fastholdt. Skatterabatten kan fastholdes i en periode og derefter aftrappes. Med en sådan ordning vil ændringer i boligpriserne fra det nuværende niveau øjeblikkeligt give fuldt gennemslag i ejendomsværdiskatten, hvilket vil sikre en mere stabil konjunkturudvikling, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2011*.

**Skatteforhold i
Nordsøen bør
ændres**

En anden kilde til at forbedre de offentlige finanser ville være en forhøjelse af den effektive beskatning af indtægterne ved udvinding af olie og gas i Nordsøen. Som beskrevet i *Økonomi og Miljø 2012* kan en sådan skat i princippet indrettes, så den ikke vil forvride de fremtidige investeringsbeslutninger i Nordsøen. Det skyldes den særlige overnormale profit, som den såkaldte ressourcerente fra de ikke-fornybare ressourcer giver anledning til. Kompensati-

onsklausulen i aftalen mellem regeringen og A.P. Møller-Mærsk fra 2003 kan dog tænkes at lægge hindringer i vejen for en ændring af skatteforholdene for den del af udvindingsaktiviteterne, der er omfattet af aftalen. Der bør derfor ske en grundig afklaring af de juridiske muligheder for enten at ændre beskatningen inden for den eksisterende aftales rammer eller iværksætte en genforhandling.

Litteratur

DREAM (2004): *Indvandrere, offentlige udgifter og finanspolitisk holdbarhed*. Arbejdsgruppen om Byrdefordelingsmæssige Konsekvenser. Rapport.

Hansen, J.Z. og M.F. Hansen (2011): *Fremskrivning af befolkningens arbejdsmarkedstilknytning*. Socioøkonomisk fremskrivning 2011. DREAM.

Regeringen (2012a): *Konvergensprogram Danmark 2012*.

Regeringen (2012b): *Danmark i arbejde – udfordringer for dansk økonomi mod 2020*.

Schou, P., D. le Maire og S. Jørgensen (2005): *Poor parents, rich children? - A hundred years of distribution*. Arbejdsrapport 2005:1. DREAM. www.dreammodel.dk.

Velfærdskommissionen (2004): *Fremtidens velfærd kommer ikke af sig selv*. Analyserapport, maj 2004. www.fm.dk/publikationer/velfaerdskommissionen/2008/rapporter-fra-velfaerdskommissionen/.

SKRIFTLIGE INDLÆG FRA DET ØKONOMISKE RÅDS MEDLEMMER

På de følgende sider er gengivet skriftlige indlæg fra medlemmer af Det Økonomiske Råd. Følgende medlemmer har ønsket at give skriftlige bidrag:

Økonomi- og Indenrigsministeriet
Finansministeriet
Kommunale organisationer
Danmarks Nationalbank
Dansk Arbejdsgiverforening
Dansk Byggeri
Landsorganisationen i Danmark
Dansk Metal
3F
Akademikernes Centralorganisation
Dansk Industri
Håndværksrådet
Landbrug & Fødevarer
Dansk Erhverv
Finansrådet
FTF – Hovedorganisation for offentligt og privat ansatte
Arbejderbevægelsens Erhvervsråd
Særlig sagkyndig Birgitte Sloth
Særlig sagkyndig Torben M. Andersen
Særlig sagkyndig Nina Smith

Økonomi- og Indenrigsministeriet

Der er betydelig usikkerhed om styrken og timingen i genopretningen af den internationale økonomi. Det præger også det konjunkturbillede, der tegnes i såvel forårsrapporten fra Det Økonomiske Råd som i Økonomisk Redegørelse, maj 2012, fra Økonomi- og Indenrigsministeriet. Begge vurderinger bygger på den præmis, at den finanspolitiske konsolidering i EU-landene i kombination med øvrige EU-initiativer er tilstrækkelig til at genoprette tilliden til de offentlige finanser.

På de store stræk er konjunkturvurderingen i forårsrapporten på linje med vurderingen i Økonomisk Redegørelse, maj 2012. Væksten vil i de kommende år være relativ moderat i størrelsesordenen 1¼-1½ pct., og dermed på grænsen af hvad der skal til for at sikre fremgang i beskæftigelsen. En meget stor del af væksten kommer fra finanspolitiske tiltag i form af kickstarten, udbetaling af efterlønsbidrag, investeringerne i Metro Cityringen og Femernbælt mv.

Finanspolitikken skal i disse år balancere hensynet til at understøtte vækst og beskæftigelse med et nødvendigt hensyn til konsolidering af den offentlige økonomi. Konsolideringen af de offentlige finanser i 2011-13 – herunder efterlevelsen af EU-henstillingen – bidrager sammen med 2020-reformstrategien til at sikre høj troværdighed om den økonomiske politik, og dermed fastholde det lave renteniveau i Danmark.

Økonomi- og Indenrigsministeriet noterer sig i den forbindelse formandskabets opbakning til den overordnede reformstrategi og finanspolitiske planlægning.

Formandskabets mellemfristede fremskrivning viser en arbejdsstyrke, der uden reformtiltag er 50.000 større i 2020 end i regeringens 2020-fremskrivning. Uanset baggrunden for forskellen aflyser det ikke behovet for reformer. På den korte bane er der brug for reformer for at understøtte mulighederne for vækst og beskæftigelse. På den lange bane skal der tages hånd om de stigende strukturelle underskud på de offentlige finanser.

Formandskabet fraråder at indføre skat på finansielle transaktioner, som foreslået af EU-kommissionen. Skatten vil i sidste ende blive betalt af virksomheder og husholdninger og dermed påvirke investeringer, opsparing og BNP negativt. Behovet for at begrænse risikofyldt adfærd i den finansielle sektor håndteres bedre via kapital- og likviditetskrav mv., mens et ønske om at øge skatteprovenuet på europæisk plan i stedet bør sigte på at kompensere for den nuværende momsfrigørelse, der gælder for de fleste finansielle tjenesteydelser på EU-plan.

Rapporten indeholder en god gennemgang af den makroøkonomiske udvikling i euroområdet siden 2000 og af hvordan statsgældskrisen har påvirket realøkonomien. Økonomi- og Indenrigsministeriet deler vurderingen af, at manglende offentlig konsolidering sammen med uholdbar opbygning af makroøkonomiske ubalancer i de gode år op til krisen, er en medvirkende årsag til dybden og varigheden af den igangværende krise. Med finanspagten og six-pakken kommer der større fokus på den underliggende stilling på de offentlige finanser og potentielle ubalancer i landene.

Kapitlet om de langsigtede finanspolitiske udfordringer påpeger, at der i årene efter 2020 opstår betydelige strukturelle underskud, som overskrider finanspagtens krav om underskud på højst ½ pct. af BNP. Til gengæld viser beregninger strukturelle overskud på meget langt sigt. Denne såkaldte ”hængekøje” er også påpeget i Konvergensprogrammet 2012, og er knyttet til de beregningsmæssige antagelser bag de langsigtede fremskrivninger. Men det afspejler netop beregningsforudsætninger og er ikke udtryk for hverken vedtagen politik eller økonomisk-politiske pejlemærker. Danmark vil også efter 2020 føre en finanspolitik, der overholder budgetlovens og finanspagtens krav om strukturel balance.

Finansministeriet

DØR's konjunkturvurdering for i år og næste år er overordnet set på linje med skønnene i *Økonomisk Redegørelse*, maj 2012. Udsigterne er fortsat præget af den internationale afmatning, og der ventes således en beskeden vækst på 1-1½ pct. i år og næste år.

Formandskabet anbefaler, at finanspolitikken tilrettelægges, så EU-henstillingen om en forbedring af den strukturelle saldo med 1½ pct. i perioden 2010-2013 overholdes. Formandskabet noterer, at det indebærer en mærkbar stramning af Finanspolitikken i 2013. I lyset af den langsomme normalisering af konjunktursituationen bemærker Formandskabet, at den planlagte stramning af finanspolitikken i 2013 (opgjort inden regeringens udspil til en skattereform) ikke er særlig godt afstemt med konjunktursituationen.

Overholdelsen af EU-henstillingen er med til at fastholde troværdigheden om den økonomiske politik. Det er vigtigt i den nuværende situation, at der er tillid til dansk økonomi på de finansielle markeder, og at vi kan fastholde det lave renteniveau, som bidrager til at understøtte aktivitetsniveauet.

Statsgældskrisen i Europa har vist, at store offentlige underskud og gældsopbygning kan få alvorlige konsekvenser for økonomien. Baggrunden for statsgældskrisen og de nye finanspolitiske rammer i EU mv. er beskrevet i rapportens kapitel 2.

Finanspolitikken skal i disse år balancere hensynet til at skabe vækst og samtidig sikre en konsolidering af den offentlige økonomi. Inden for rammerne af EU-henstillingen vil finanspolitikken for 2013 kunne tilrettelægges, så der i videst muligt omfang tages hensyn til vækst og beskæftigelse.

En række forhold, der ikke indregnes i finanseffekten, bidrager til at understøtte aktiviteten i 2013. Det gælder fx investeringer i energisektoren som følge af kick-starten, byggeriet af Metro Cityringen og Femern Bælt-forbindelsen samt bolig-aftalen fra maj 2012. Hertil kommer, at de flerårige virkninger af finanspolitikken i 2012 bidrager til at øge aktivitetsniveauet i 2013. En gennemførelse af skatte-reformen, som regeringen har offentliggjort i dag, vil ligeledes øge aktiviteten og beskæftigelsen i år og næste år. Det vurderes, at finanspolitikken samlet set vil være omtrent neutral i 2013, når virkningerne af skattereformen inkluderes.

DØR præsenterer i rapporten en ny opdateret mellemfristet fremskrivning. Fremskrivningen giver anledning til et mindre underskud i 2020 end i det udfordringsforløb, der ligger til grund for 2020-planen *Danmark i arbejde*. I DØR's fremskrivning udgør det offentlige underskud i 2020 således ca. 2 mia. kr., mens underskuddet udgør 7 mia. kr. i grundlaget for regeringens 2020-plan.

DØR anvender den seneste befolkningsprognose i fremskrivningen. Befolkningsprognosen blev først offentliggjort efter færdiggørelsen af 2020-planen. Finansministeriet har derfor opdateret 2020-fremskrivningen med den ny befolkningsprognose og finder herved, at de offentlige finanser i 2020 styrkes med godt 1 mia. kr. i forhold til 2020-planen, mens finanserne svækkes mere efter 2020. Det er således ikke primært befolkningsprognosen, som er afgørende for den forskellige vurdering.

Forskellene mellem DØR's fremskrivning og fremskrivningen, der ligger til grund for *Danmark i arbejde*, er beskrevet i notatet "*DØR-rapporten forår 2012 – Udvikling i strukturel beskæftigelse frem mod 2020 sammenlignet med FMs fremskrivning*" på Finansministeriets hjemmeside.

Blandt andet er grundlaget for 2020-planen baseret på en mere forsigtig vurdering af den strukturelle beskæftigelse i disse år end DØR's fremskrivning. Finansministeriets vurdering af den strukturelle beskæftigelse er på linje med eller højere end både OECD, Nationalbanken og EU. Samtidig har Finansministeriet brugt nyere datakilder for befolkningens arbejdsmarkedsstatus og for tilgangen til førtidspension end DØR.

Der er naturligvis usikkerhed forbundet med de mellemfristede fremskrivninger, som afhænger af de forudsætninger, der lægges til grund. Det fremgår også af Formandskabets rapport.

På den baggrund vurderer Formandskabet, at forsigtighedsgrunde taler for at gennemføre reformer svarende til det af regeringen planlagte omfang frem mod 2020.

Herudover skal behovet for reformer ses i sammenhæng med de politiske prioriteringer af den overordnede samfundsøkonomiske udvikling. Regeringen har med 2020-planen "*Danmark i arbejde*" fremlagt en klar reformdagsorden, som ud over at sikre strukturel balance på de offentlige finanser i 2020 også skal sikre plads til at investere i blandt andet vækst og beskæftigelse og øget uddannelse.

Regeringens reformstrategi sigter både på at skabe øget beskæftigelse og vækst og samtidig øge det finanspolitiske råderum med i alt 14 mia. kr. Hertil kommer moderniseringsinitiativer og forudsatte besparelser på forsvar og EU-bidrag, så det samlede prioriteringsrum fra nye initiativer kommer op på 22 mia. kr.

Formandskabet støtter, at halvdelen af det råderum, der skal skaffes via reformer, anvendes til at sikre en finansieret offentlig forbrugsvækst på 0,8 pct. pr. år frem mod 2020, mens resten bruges på initiativer til øget vækst og velstand mv.

Det er centralt at håndtere de finanspolitiske udfordringer, dansk økonomi står over for fremadrettet, for at fastholde tilliden til den økonomiske politik. Med den fremlagte 2020-plan vil der være mindst balance i den offentlige økonomi i 2020 og holdbare offentlige finanser, og beskæftigelsen vil kunne øges svarende til 180.000 personer frem mod 2020 – eller med over 190.000 personer, hvis den nye befolkningsprognose 2012 holder stik.

Formandskabets analyser viser, at der efter 2020 kommer yderligere pres på den offentlige økonomi med betydelige offentlige underskud i en længere periode. Formandskabet peger i den forbindelse på, at der fremadrettet er et betydeligt stramningsbehov – ud over hvad der følger af kravet om balance frem mod 2020. Befolkningsudviklingen og faldende Nordsøproduktion bidrager til at forøge udfordringerne efter 2020. Det understreger behovet for at gennemføre reformer, som sikrer råderum til initiativer, der kan skabe varig vækst og velstand og dermed være med til i tide at reducere de fremtidige udfordringer – også på den anden side af 2020.

Formandskabet bakker op om budgetloven med flerårige udgiftslofter og sanktioner, der vurderes at kunne bidrage til en bedre styring af de offentlige udgifter. Formandskabet påpeger, at hyppige ændringer af udgiftslofterne bør undgås, da det kan svække troværdigheden om udgiftslofterne. Det er helt på linje med intentionerne bag indførelsen af budgetloven.

Kommunale organisationer

Behov for reformer

KL noterer sig vismændenes vurdering af, at dansk økonomi er i en grundlæggende bedre forfatning end de fleste andre europæiske landes økonomi.

Kommuner og regioner har taget et historisk ansvar for at genoprette samfundsøkonomien de senere år. Det kan ses nu. Men det er efter KL's opfattelse afgørende, at dette ikke bliver en sovepude. Rapporten understreger behovet for, at der i den kommende tid træffes beslutninger, som kan øge arbejdsudbuddet og styrke konkurrenceevnen. På længere sigt er der meget store udfordringer for de offentlige finanser. Og det er frem mod 2020, at de reformer, som skal fremtidssikre velfærdssamfundet, kan indføres.

KL er ikke mindst optaget af, at parterne i de igangværende trepartsforhandlinger tager ansvar for reelt at øge arbejdsudbuddet og forbedre produktiviteten i hele samfundet. Alternativet kan blive endnu større sparerunder i kommunerne, end vi har set de forgangne år.

Vismændenes analyse viser, at de afdæmpede lønstigninger de senere år har været til gavn for konkurrenceevnen. Dette spor vil også være nødvendigt at følge i den offentlige sektor i de foranstående overenskomstforhandlinger. Beskedne lønstigninger vil gavne konkurrenceevne og produktivitet, såvel som beskæftigelse.

Investeringer i fremtiden

KL opholder sig ved vismændenes betænkelighed ved den planlagte opbremsning i de offentlige investeringer i 2013 i forlængelse af henstilling fra EU. Kommuner og regioner har fortsat et betydeligt anlægsbehov, og KL er enig i, at det vil være særdeles uheldigt at sætte det kommunale investeringsniveau så markant ned i 2013, som der er lagt op til i regeringens planer.

Kommunerne har i 2012 medvirket til en kick-start af dansk økonomi. Store anlægsprojekter er sat i gang – og der er fortsat behov for yderligere anlægsinvesteringer. Det gælder også i regionerne.

Derfor er det uheldigt, hvis regeringen gennemtrumfer en hård opbremsning i 2013. Stop-go-effekten er stærkt uheldig, både for kommunernes planlægning og anlægsstyring, og for vækst og beskæftigelse i en skrøbelig konjunktursituation. Opbremsningen vil i givet fald komme i en situation med svagt positive men ustabile konjunkturer, og risikerer at kvæle et begyndende opsving.

Lånefinansiering af offentlige investeringer?

De økonomiske vismænd overvejer muligheden for øget brug af OPP for at forbedre ”hængekøjeprofilen” på den offentlige saldo på længere sigt. OPP bevirker, at en del af de offentlige investeringer flyttes ud af den statistiske opgørelse, idet de lånefinansieres for private penge.

Kommunerne vil imidlertid normalt kunne låne penge til en langt lavere rente, end den som f.eks. pensionskasser kan tilbyde. KL er derfor skeptiske over for øget brug af OPP som en generel løsning på samfundsøkonomiske udfordringer.

I konkrete projekter kan det dog være en overvejelse at indgå i OPP-konstruktioner. Det afhænger af totaløkonomien i projektet; altså om driftsøkonomien er tilstrækkelig fordelagtig til at opveje merprisen ved et dyrere lån.

Danmarks Nationalbank

Nationalbanken deler i store træk Rådets bedømmelse af konjunktursituationen. Rådet skønner dog et noget større produktionsgab, som først ventes lukket hen mod 2020. Der er grund til varsomhed overfor undervurdering af behovet for reformer af potentialet for produktion og beskæftigelse og overvurdering af hvor meget produktion og beskæftigelse kan forøges ved alene højere efterspørgsel. Under alle omstændigheder er den planlagte stramning i 2013 blandt de vigtige forudsætninger for den ro og stabilitet i dansk økonomi, som kan sikre holdbar fremgang i den private efterspørgsel.

Nationalbanken deler vurderingen af de negative virkninger af en finansiel transaktionsskat. En sådan ville bryde ind i finmekanikken i det finansielle system med negative virkninger på markedernes funktion og likviditet. Den lavere omsætning ville øge forrentningen af statsgælden, reducere muligheden for at banker og andre virksomheder kan omsætte deres likvide stødpuder og reducere incitamentet til at forsikre sig mod sving på valuta- og råvaremarkeder. Det vil gøre markederne mindre robuste over for stød og forstærke de problemer, der har været under den finansielle krise med manglende omsætning og likviditet på markederne. For alle overvejelser om højere skat på finansielle virksomheder – også hvis de er mindre forvridende end en transaktionsskat – skal timingen i forhold til den nødvendige styrkelse af kapital og likviditet overvejes nøje.

Rådet giver en god analyse af statsgældskrisen i en række europæiske lande. Problemet skal ikke kun tilskrives manglende overholdelse af det fælles finanspolitiske regelsæt. Det er ligeledes et stort problem, at regelsættet blev anvendt på overvurderede tal for styrken af den offentlige strukturelle saldo, herunder fejlvurderedes ef-

fekten af de midlertidige skatteindtægter fra bobler i boligmarkedet og andre aktivpriser. Hertil kom, at den internationale opfordring til finanspolitiske lempelser i 2008 blev for unuanceret og ikke tog tilstrækkeligt hensyn til, at nogle lande reelt ikke havde et råderum.

Der er taget positive skridt med strammere regler overfor offentlige underskud og gæld. Det er endvidere nødvendigt, således som det skal ske med den nye procedure for makroøkonomiske ubalancer, med en adressering af bredere økonomiske ubalancer, herunder for betalingsbalancer, udlandsgæld, kreditgivning og boligbobler. I de enkelte lande er finanspolitikken også at modvirke sådanne ubalancer. Det er tilsvarende vigtigt, at landene har mulighed og vilje til at anvende også makroprudentielle virkemidler til at sikre god økonomisk balance.

Dansk Arbejdsgiverforening

Konjunkturvurdering

Danmark står formentlig over for en lang og usikker periode med svag vækst. Et tilsvarende billede ser vi, hvis vi kigger ud i Europa. Mange lande er her tynget af svigtende tillid til de offentlige finanser, og har udsigt til fortsat lav vækst.

I en lang årrække har danske virksomheder mistet konkurrenceevne over for udlandet. Vi ser lige nu ud til at hente en smule af det tabte tilbage, men der er lang vej endnu. Som Formandskabet påpeger, befinder Danmark sig stadig i en historisk svækket konkurrenceposition over for udlandet.

Det er helt afgørende med en større konkurrenceevneforbedring nu og her for at skabe vækst. Derfor skal vi holde fast i reformdagsordenen, og her kan vi lære noget af vores nærmeste naboland mod syd. Gennem arbejdsmarkedsreformer og løbende konkurrenceevneforbedringer har Tyskland formået at skabe hundredetusinder af jobs hvert eneste år det seneste årti.

Den offentlige sektor har stor betydning for virksomhedernes konkurrenceevne. De danske lønninger ville have været markant lavere, end det er tilfældet, hvis politikerne havde styret de offentlige udgifter, som de havde planlagt, jf. Dansk Arbejdsgiverforening, Arbejdsmarkedsrapport 2011. Regeringen lægger op til en relativ lav vækst i det offentlige forbrug – det er ikke nyt – sådan har det været i alle langvarige planer. Det afgørende er derfor, om planerne kan holde.

Finanspolitiske udfordringer

Med Formandskabets diskussionsoplæg står det endnu en gang klart, at de finanspolitiske udfordringer for alvor rammer os umiddelbart efter 2020.

Selv om det er usikkert, er det - som Formandskabet fremhæver - særdeles fornuftigt at arbejde med mellemfristede, økonomiske planer. Det viser de seneste års reformarbejde. Velfærdsaftalen og Tilbageføringsaftalen betyder, at mange af de finanspolitiske udfordringer frem mod 2020 er håndteret.

Men det har taget lang tid at komme dertil. Derfor er det helt nødvendigt at se længere frem end 2020 og planlægge, hvordan man vil håndtere de udfordringer, der ligger lige herefter – så vi også fremover skaber de bedste betingelser for vækst og velstand i Danmark.

DA finder det problematisk og uansvarligt ikke at have fokus på tiden efter 2020. Private virksomheders beslutning om at investere i Danmark afhænger af, at vi får vist vores evne til at håndtere udfordringerne i dansk økonomi både i årene før og efter 2020. Formandskabet viser jo også, at jo længere tid vi venter, des dyrere bliver det. Udskyder vi de reformer, der er nødvendige i forhold til EU-kravene, til efter 2020 mister vi årligt 5 mia. kr. Det er et stort beløb i forhold til, hvad det forventes, at der skal komme ud af 3-partsforhandlingerne.

Formandskabet får en central rolle som kritisk vagthund til at overvåge udviklingen i de offentlige finanser og overholdelse af udgiftslofter. Her kunne også ligge en opgave i at vurdere, hvad det vil betyde for de fremtidige udfordringer, hvis det offentlige forbrug vokser mere end planlagt? Presset på service til sundhed og ældrepleje må forventes at blive enormt. DA vil derfor gerne se analyser fra Formandskabet af, hvad det ville betyde for samfundsøkonomien, hvis effektiviseringsgevinster i den offentlige sektor kom borgere og virksomheder til gode i stedet for at fastholde verdens største offentlige sektor.

Dansk Byggeri

Konjunkturvurderingen og aktuel økonomisk politik

Der er som altid grundige analyser i diskussionsoplægget. Det fremgår bl.a., at Dansk Økonomi er tyngt af den svage internationale konkurrenceevne og af den europæiske statsgældskrise. Det danske hjemmemarked er præget af, at husholdningerne holder igen med at forbruge, og at virksomhederne holder igen med at investere.

Det blodfattige boligmarked lægger en dæmper på både det private forbrug og de private boliginvesteringer. Vi vurderer, at der i 2012 vil blive påbegyndt omkring halvt så mange boliger som det årlige gennemsnit på 18.000 i 1930'erne. På trods af, at byggerenten er faldet til et historisk lavt niveau, så ligger ikke alene det private boligbyggeri, men også det private erhvervsbyggeri på et usædvanligt lavt niveau.

Dansk Byggeri er derfor enige med formandskabet i, at den finanspolitiske lempelse i 2012 i form af Kickstarten af Dansk Økonomi er velbegrunderet i betragtning af den svage konjunkturudvikling. Det er også udtryk for godt købmandskab at investere nu. For virksomhederne kæmper hårdt om opgaverne, og den hårde konkurrence indebærer, at det er meget attraktivt at være bygherre både med hensyn til pris og kvalitet.

Selv om en del af de ekstra investeringer, som er budgetteret i 2012, vil blive gennemført i 2013, er der desværre ingen tvivl om, at vi står over for et stort fald i de offentlige investeringer fra det nuværende høje niveau, og at dette fald hovedsageligt vil blive mærkbart for de private virksomheder i bygge- og anlægsbranchen.

Vi er enige med formandskabet i, at de flere renoveringer og af de almene boliger og de private investeringer, som er afledt af aftalen om den danske energipolitik, kun i et vist omfang vil kunne afbøde faldet i de offentlige investeringer. I 2013 vil nedgangen i byggeaktiviteten endog blive forstærket, fordi det påbegyndte nybyggeri af almene boliger vil sætte bundrekord. Der er derfor god grund til at overveje en nedsættelse af det kommunale grundkapitalindskud fra 14 % til 7 % af anskaffelsessummen, hvilket vil stimulere den økonomiske aktivitet.

Langsigtede finanspolitiske udfordringer

Holdbarhedsindikatoren for de offentlige finanser i Danmark er for første gang positiv takket være tilbagetrækningsreformen og ophævelsen af en stor del af skattestoppets nominalprincip.

Selv om der på sigt er balance, bør det ikke få os til at hvile på laurbærrerne. Det skyldes, at beregningerne også viser, at finanspolitikken ikke nødvendigvis er troværdig. Der er udsigt til, at vi i en meget lang årrække efter 2020 vil have underskud på de offentlige finanser, og at gælden derfor vil stige markant. Det indebærer risiko for, at finansieringsomkostningerne vil stige, så forudsætningerne i formandskabets nuværende fremskrivning skal ændres.

Dansk Byggeri opfordrer derfor til, at vi nu smeder, mens jernet er varmt og udnytter den krisebevidsthed, som der er hos befolkningen til at foretage yderligere reformer end dem, der allerede er i støbeskeen.

Hvis vi her i landet sikrer, at EU's økonomiske krav vil blive overholdt, og den økonomiske politik dermed vil være troværdig, så vil det indebære en stor stigning i opsparingen og i overførslerne fra nutidens generationer til de kommende generationer.

Vi vil kunne imødegå lidt af den forskydning, der sker mellem generationerne, ved at lade nogle af de fremtidige offentlige investeringer ske i OPP-regi. For ved hjælp af OPP-modellen kan vi udskyde en del af omkostningerne ved investeringerne til langt ud i fremtiden. Vi vil også her og nu kunne få råd til at gennemføre yderligere økonomisk fordelagtige investeringer.

Landsorganisationen i Danmark

Det Økonomiske Råds formandskabs prognose for dansk økonomi er noget mindre optimistisk end LO's egne forventninger, om end både formandskabet og LO venter en bedring af dansk økonomi i de kommende år. Den centrale forskel i vurderingerne er, at formandskabet har en noget mere negativ udviklingen i samhandlen med udlandet.

Det skyldes hovedsageligt, at formandskabet tegner et dystert billede af den danske konkurrenceevne, som primært beror på konkurrenceevneudviklingen op igennem 00'erne. Således tager formandskabet ikke i væsentlig omfang højde for, at konkurrenceevnen er blevet væsentlig styrket de senere år gennem kraftigere produktivitetstigninger end hos vores samhandelspartnere samt løntilbageholdenhed. De nyligt indgåede overenskomster på LO/DA området indikerer, at denne udvikling vil fortsætte. Formandskabet er også mere pessimistisk vedrørende forventningerne til verdensøkonomien, hvilket forstærker den svage udvikling for den danske udenrigshandel i deres prognose.

I lyset af de svage konjunkturer støtter formandskabet nu de finanspolitiske lempelser som gennemføres med regeringens kickstart i 2012. Formandskabet mener, at opstramningerne i 2013 – som sker for at indfri EU-henstillingen om at nedbringe det strukturelle underskud med 1½ pct. mellem 2010 og 2013 – ikke passer særlig godt til den ventede konjunktursituation. Formandskabet argumenter endvidere med, at da de offentlige finanser er ovenud sunde, og at dansk økonomi nyder stor tillid i udlandet. Dette fører til overvejelser om indfrielsen af EU henstillingen kan udskydes til fx 2015, hvor konjunkturerne forventes at se bedre ud. Til trods for denne argumentation anbefaler formandskabet fortsat, at den økonomiske politik indrettes, så EU-henstillingen indfries.

Formandskabet vurdering af finanspolitikens vækstvirkning i 2013 er dog mangelfuld. Regeringens kickstart er netop indrettet, så det er offentlige investeringer som skal understøtte væksten i 2012, mens ikke offentlige investeringer som fx investeringer i energisektoren, byggeriet af MetroCityringen samt boligaftalen fra maj 2012 skal holde hånden under væksten i 2013. Der er i Formandskabets vurdering ikke taget højde for disse forhold, og inddrages disse vil den økonomiske politik under-

støtte den økonomiske vækst svarende til vækstbidrag på $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ pct. point og med ca. 8.000 nye job i 2013. Denne indretning af finanspolitikken sikrer desuden, at EU's henstilling indfries i 2013.

Formandskabet præsenterer en fremskrivning af dansk økonomi frem mod 2020. Denne fremskrivning beror på Danmarks Statistiks og DREAM's seneste befolkningsprognose og viser, at beskæftigelsen vil øges med 170.000 frem mod 2020, og at der vil være et strukturelt offentligt underskud på 2 mia. kr. i 2020.

I denne fremskrivning er virkningen af nye reformtiltag i 2020-planen ikke medregnet. Disse reformtiltag skal sikre strukturel balance i 2020, og på samme tid sikre finanspolitisk råderum til investering i bedre velfærd, øget uddannelse, vækst og job.

Fremskrivningen af beskæftigelsen og saldoen på de offentlige finanser er mere positiv end regeringens vurdering i konvergensprogram 2012, således ventes beskæftigelsen at øges med 50.000 personer mere end i regeringens fremskrivning uden nye reformer. Til gengæld betyder en svagere udvikling i den gennemsnitlige arbejdstid, at denne forskel mindskes til 30.000 fuldtidspersoner. Det betyder også, at underskuddet på de offentlige finanser i 2020 er 5 mia. kr. mindre end i regeringens fremskrivning uden nye reformer.

Disse forskelle skyldes for det første, at formandskabet anvender en nyere befolkningsprognose, som gennem primært en større indvandring fører til en større tilgang af personer i den arbejdsduelige alder frem mod 2020. For det andet anvender formandskabet erhvervsfrekvenser baseret på arbejdsstyrke tal fra 2008, mens regeringen anvender tal fra 2009-10. Det er særligt problematisk at anvende arbejdsstyrke tal fra 2008, da disse tal er opsamlet i 2007, hvor de meget gunstige konjunkturer betød overnormalt høje erhvervsfrekvenser. En fremskrivning af erhvervsdeltagelsen og beskæftigelsen som beror på arbejdsstyrke tal fra 2008 vil alt andet lige føre til en overvurdering af beskæftigelsesudviklingen i fremskrivningen. Endvidere bør det nævnes, at Finansministeriet har lavet en opdatering af deres 2020 fremskrivning (uden nye reformer) på baggrund af den nye befolkningsprognose. Den viser, at beskæftigelsen vil øges med yderligere ca. 10.000 personer mellem 2011 og 2020, og de offentlige finanser vil styrkes med 1 mia. kr. i forhold til fremskrivningen præsenteret i Konvergensprogram 2020. Dertil kommer, at både Finansministeriets og formandskabets langsigtede fremskrivninger viser, at holdbarheden i de offentlige finanser svækkes med 0,2 pct. af BNP som følge af den opdaterede befolkningsprognose.

På baggrund af den mellemfristede fremskrivning udarbejder formandskabet en langsigtet fremskrivning til at vurdere den finanspolitiske holdbarhed, og for første gang nogensinde vurderes den førte finanspolitik som værende holdbar.

Formandskabet sætter dog spørgsmålstejn ved, om finanspolitikken fortsat vil være troværdig på lang sigt, da analyserne peger på, at de offentlige finanser efter 2020 vil komme under fornyet pres som følge af befolkningsudviklingen og vigende produktion i Nordsøen. Denne udvikling indebærer, at det kan blive særdeles vanskeligt at overholde finanspagten på langt sigt, hvorfor formandskabet ikke finder, at finanspolitikken er troværdig uden nye reformer.

Regeringens nye reformtiltag i 2020-planen – som hverken er indregnet i den mellemfristede fremskrivning eller den langsigtede fremskrivning – vil bidrage til at cementere troværdigheden om den danske økonomiske politik på langt sigt. Dertil kommer, at hvis den økonomiske udvikling svigter i de kommende år, vil der også være råderum til at understøtte væksten gennem yderligere finanspolitiske tiltag.

Dansk Metal

Konjunkturvurdering

Dansk Metal deler i store træk vismændenes vurdering af, at væksten i dansk økonomi vil være forholdsvis lav både i år og næste år.

Dansk Metal finder dog vismændenes bedømmelse af vækstudsigterne i udlandet noget pessimistisk. I modsætning til vismændene forventer Dansk Metal derfor også, at nettoeksporten vil påvirke BNP i positiv retning.

Dansk Metal vil gerne kvittere for, at vismændene har imødekommet forbundets kritik af efterårsrapportens opgørelse af konkurrenceevnen. Vurderingen af konkurrenceevnen baserer sig nu på sammenligninger af produktivitetsudviklingen i industrien frem for produktivitetsudviklingen i hele økonomien.

Det ændrer dog ikke ved, at Dansk Metal fortsat undrer sig over vismændenes opfattelse af den danske konkurrenceevne. Vismændene tegner et meget dystert billede af den danske konkurrenceposition over for udlandet, men vismændene finder selv, at dansk konkurrenceevne er forbedret markant siden 2008.

I 2011 har lønstigningerne i industrien ligget i underkanten af lønstigningerne i de lande, vi normalt sammenligner os med. Og den udvikling er forstærket i 1. kvartal 2012, viser helt nye opgørelser fra DA.

Dansk Metal står derfor uforstående over for vismændenes forventning om faldende markedsandele i hele prognoseperioden. Vismændene konstaterer selv, at Danmark vandt markedsandele i 2011, og samtidig forudser vismændene en fortsat forbedring af konkurrenceevnen i de kommende år.

Dansk Metal finder vismændenes skøn over lønudviklingen i tysk industri bemærkelsesværdig. Vismændene antager, at de tyske industrilønninger stiger med 2,2 pct. i år, men nye overenskomstresultater giver omkring 4,3 pct. mere i løn til de tyske ansatte inden for metal- og elektronikindustrien.

Den højere tyske løn vil isoleret set forbedre billedet af dansk konkurrenceevne mærkbart.

Tyskland er vores vigtigste samhandelspartner, men også den største konkurrent til danske varer. Derfor er det åbenlyst, at de højere tyske lønstigninger vil øge vores eksport og dermed beskæftigelsen i industrien. Samtidig må det forventes, at de tyske forbrugere vil skrue op for privatforbruget som følge af den relativt høje real-lønsfremgang. Og det vil være til glæde for dansk eksport.

Dansk Metal er helt enig i vismændenes bedømmelse af, at den finanspolitiske opstramning i 2013 ikke er afstemt med konjunkturerne.

Vismændenes vurdering understreger i Dansk Metals optik behovet for at få sat gang i initiativer, der kan stimulere skabelsen af nye arbejdspladser, og her er det oplagt at benytte de igangværende forhandlinger om såvel skat som trepart til at få sat gang i væksten. Dansk Metal har især peget på behovet for at styrke virksomhedernes lyst til at investere i nye maskiner og nyt udstyr, og her håber forbundet, at Folketinget vil reagere hurtigt og gennemføre det forslag, regeringen har fremlagt til en investeringspakke.

Vismændene præsenterer ydermere en fremskrivning af dansk økonomi til 2020. Vismændene forudser en meget langsom normalisering af konjunkturerne, og det betyder, at output gap'et vil være lukket i 2020. Dansk Metal mener, at så lang en periode i krybsporet uden at udnytte økonomiens fulde kapacitet understreger behovet for at stimulere væksten.

Vismændene har selv gentagne gange advaret mod risikoen for, at en længere periode med lav vækst kan skubbe folk ud af arbejdsmarkedet. Erfaringen viser således, at det bliver stadig sværere at komme tilbage på det ordinære arbejdsmarked, jo længere man har stået i arbejdsløshedskøen.

3F

Konjunktursituationen

Formandskabet for Det Økonomiske Råd tegner et dystert billede af økonomien for de kommende år; lav vækst, stigende ledighed og svagt faldende beskæftigelse. Formandskabet forventer nu, at økonomien først er i ligevægt hen mod 2020, hvor de i prognosen fra efteråret forventede, at det ville ske i 2017. Den økonomiske situation bekymrer 3F meget, da økonomiske kriser erfaringsmæssigt rammer hårdt blandt lavtlønnende, ufaglærte og folk i udsatte brancher.

3F er enig med formandskabet for Det Økonomiske Råd i, at de danske vækstpakker i øjeblikket er med til at holde hånden under den danske økonomi, samt i, at regeringen på baggrund af de dystre forventninger til den økonomiske situation i de kommende år, bør holde hånden under økonomien frem til 2015.

Formandskabet er opmærksomt på, at hvis Danmark ikke overholder konvergenskravene til EU, så vil det føre til usikkerhed om regeringen kan eller vil overholde sine finansielle forpligtelser.

3F mener, at de forudsætninger, der lå til grund for kommissionens henstilling for 2010 og 2011 efterfølgende har vist sig ikke at holde. Således har Danmarks faktiske saldo ikke overskredet de forudsatte 3 pct. i de nævnte år, hvorfor der ikke var grundlag for den oprindelige henstilling. Da Danmark samtidig har et betragteligt råderum i forhold til den strukturelle offentlige saldo, bør hensynet til og behovet for vækst veje stærkere end efterlevelse af en tidligere henstilling baseret på forkerte forudsætninger.

Formandskabet konstaterer, at offentlig-private partnerskaber (OPP) kan være en mulighed for at udskyde offentlige udgifter, hvilket gør, at de offentlige udgifter mindskes på kort sigt – mod større udgifter på længere sigt. 3F er grundlæggende enig i, at en øget brug af offentlig-private partnerskaber (OPP) specielt i nær fremtid, kan hjælpe til at bevare væksten og dermed holde en hånd under dansk økonomi indtil konjunkturerne retter sig ind.

Fremadrettet forventer formandskabet et negativt vækstbidrag fra udenrigshandlen med argumentet om stigende indenlandsk efterspørgsel samt den generelt svage konkurrenceevne. De danske markedsandele voksede i 2011, men de forventes at falde i de kommende år, pga. en historisk svækket konkurrencesituation. 3F er uenig i den konklusion. De sidste år har den begrænsede indenlandske efterspørgsel lagt en større dæmper på væksten end eksporten og 3F deler ikke Formandskabets negative vurdering af eksporten de kommende år både fordi de sidste mådeholdende

overenskomster styrker konkurrenceevnen og fordi vi forventer, at Danmarks samhandels partnere vil have højere vækstrater end forventet af formandskabet.

3F kvitterer for, at formandskabet i Det Økonomiske Råd er enig i, at beskæftigelsen kan udvikle sig positiv på baggrund af stigende produktivitet. En måde at øge produktiviteten på, er ved at skabe en bedre uddannet arbejdsstyrke. Med en opkvalificeret arbejdsstyrke, står Danmark bedre rustet i den globale konkurrence. Samtidig vil arbejdsstyrken med et forbedret uddannelsesniveau være bedre rustet til de stadig højere krav arbejdsgiverne stiller.

Akademikernes Centralorganisation

Nødvendigt med reformer. Men langsom indfasning fuld forsvarlig.

Det Økonomiske Råds forårsrapport fremstiller på sædvanlig vis en kvalificeret og tankevækkende temperaturmåling af dansk økonomi, herunder vurdering af konjunkturerne og de offentlige financers holdbarhed.

Skrøbeligt opsving med mulighed for tilbageslag

Det er efterhånden vanskeligt stadig at få øje på opsvinget efter finanskrisen. Produktionen i Danmark ligger på omtrent samme niveau som for halvandet år siden. Den lave forbrugs- og investeringslyst holder efterspørgslen nede.

Vækstudsigterne for de kommende to-tre år er mildest talt usikre. Alt tyder dog stadig på en normalisering af konjunkturerne, om end det kommer til at gå langsomt, og der er risiko for fornyet tilbageslag. Der er reel frygt for, at statsgældskrisen udvikler sig, så væksten bliver endnu lavere.

Det er således interessant at bemærke, at der først spås reel fremgang i beskæftigelse fra 2014, hvilket er bekymrende udsigter for nuværende og de kommende par års dimittender, som skal finde fodfæste på et arbejdsmarked, hvor der ikke forventes medvind fra konjunkturerne.

Positiv udvikling i arbejdsstyrken frem mod 2020

Vismændene fremligger en opjustering af udviklingen i arbejdsstyrken på den kortere bane. Således opererer vismændene med 50.000 flere personer i arbejdsstyrken frem til 2020 i forhold til regeringens beregninger.

Ser vi snævert på den demografiske udviklings eventuelle belastning af de offentlige finanser på den korte bane, er vismændene altså i dag mindre bekymret.

Vismændene en anelse mere optimistiske end regeringen

Ifølge vismændene kan det politiske reformarbejde midlertidigt sættes på pause, hvis det blot handler om at skabe balance på de offentlige finanser i 2020. Her er deres konklusion bemærkelsesværdig klar: Hullet i statskassen forventes stort set lukket i 2020 med de nuværende tiltag. Med udsigt til omtrent balance på den strukturelle saldo frem imod 2020 er der i fravær af nye udgiftskrævende initiativer ikke noget presserende behov for tiltag på kort sigt.

I regeringens konvergensprogram 2012, som også danner grundlag og argumentation for reformprogrammet i regeringens 2020-plan, forudses et underskud i 2020 på 7 mia. kr. i dagens mønt og et begrænset holdbarhedsproblem.

Vismændene anslår underskuddet i 2020 til kun ca. 2 mia. kr., og finanspolitikken anslås til at være svag overholdbarhed. Forskellen skyldes primært, at vismændene anvender den mere optimistiske prognose for udviklingen i arbejdsstyrken frem mod 2020.

I betragtning af den store usikkerhed, der er om udviklingen i de kommende årtier, er forskellene dog ikke store.

Finanspolitikken på rette spor takket være politisk reformvilje

For første gang i Det Økonomiske Råds historie vurderes finanspolitikken nu at være holdbar.

En række reformer, herunder Velfærdsaftalen i 2006, har fået de offentlige finanser på rette spor. Det sidste nøk mod en holdbarhed finanspolitik blev taget med henholdsvis tilbagetrækningsaftalen fra 2011 og beslutningen om fremover at indeksere en række punktafgifter.

Flere reformer stadig nødvendigt

Den hellige grav er dog ej velforvaret i forhold til de finanspolitiske udfordringer. Den såkaldte ”hængekøje” efter 2020 må adresseres.

I en årrække efter 2020 vil der opstå betydelige underskud blandt andet som følge af den demografiske udvikling med flere ældre og udtømming af ressourcerne i Nord-søen. Det vil begrænse vores muligheder for at anvende finanspolitikken aktivt i tilfælde af konjunkturbetingede tilbageslag og samt give risiko for stigende renter.

Samtidig skal det ihukommes, at der er stor usikkerhed forbundet med beregninger af holdbarhed. Et skred til den negative side i blot nogle af de indlagte forudsætninger vil revitalisere holdbarhedsudfordringen. Fx har der historisk været betydelig mervækst i de offentlige udgifter i forhold til det demografiske træk.

Regeringens 2020-plan løser ikke saldo-problemerne ("hængekøjen") i årene efter 2020. Der venter således stadig politikerne et opretningsarbejde på den længere bane.

Stor omfordeling mellem generationer

I rapporten forefindes også interessante beregninger, som viser, at en stor del af den naturlige overførsel af midler, som forældre til alle tider har givet deres børn, foregår i Danmark via den offentlige sektor. Faktisk modtager hver nyfødt fremover knap 500.000 kr. fra det offentlige over livet – de fremtidige generationer er netto-modtagere af ydelser fra det offentlige. Det betyder ikke, som nogen måske ville tro, at de offentlige finanser ikke hænger sammen. Det skyldes, at de nulevende generationer tilsammen betaler lige så meget i resten af deres levetid, som de kommende generationer får.

Vismændene rejser diskussionen, fordi det kan indgå i overvejelser om, hvordan man politisk vælger at flytte rundt på statens indtægter og udgifter over tid.

AC: Pas på med for hurtig indfasning af nye reformer før 2020

AC deler vismændenes vurdering af, at det ikke er oplagt at lave store finanspolitiske stramminger i de førstkommende år. Normalisering af konjunkturerne går væsentligt langsommere end først antaget. Vi behøver klarhed over de faktiske effekter af fx tilbagetrækningsaftalen og halveringen af dagpengeperioden. Vi skal være forpasselig med at iværksætte nye reformer, som kan medføre store adfærdsændringer, i en tid med lav sigtbarhed i forhold til konjunktursituationen.

Omvendt understøtter vismandsrapporten også, at det er nødvendigt at se på, hvordan vi sikrer størst muligt arbejdsudbud på længere sigt. Rapporten er således god inspiration til de netop igangsatte trepartsforhandlinger – både med hensyn til muligheden for at understøtte finansieringen af vores velfærdssamfund på længere sigt og med hensyn til timingen af reformer vedrørende arbejdsudbuddet.

Dansk Industri

Vismændene tegner et billede af dansk og international økonomi, der i store træk flugter DI's vurdering. Den europæiske gældskrise giver anledning til betydelig usikkerhed, især i nedadgående retning, og i Danmark er der i bedste fald kun udsigt til ganske beskeden vækst, som dog vil være lidt højere end for eurolandene under ét.

Der er dog i vurderingerne fra DI og vismændene forskelle i, hvor væksten kommer fra. Vismændene er noget mere optimistiske end DI omkring det private forbrug,

mens DI omvendt er lidt mere optimistisk omkring eksportudviklingen end Vismændene. DI er dog enig med Vismændene i, at det er en svag konkurrenceevne, der fortsat hæmmer væksten.

Aktuel økonomisk politik

Den økonomiske politik er tilrettelagt, så finanspolitikken lempes i 2012, mens den skal strammes væsentligt i 2013, hvis Danmark skal overholde EU-henstillingen. Vismændene påpeger, at opstramningen i 2013 ud fra en konjunkturmæssig betragtning er for stor, men de mener, at det er vigtigt at overholde EU-henstillingen. DI kan tilslutte sig, at EU-henstillingen skal overholdes, hvilket også er en del af regeringsgrundlaget.

Vismændenes betragtninger om finanspolitikken tager i stort omfang udgangspunkt i den planlagte økonomiske politik. Den faktisk førte finanspolitik kan afvige en del fra det planlagte. I 2011 brugte kommunerne væsentligt mindre end budgetteret. Meget tyder på, at dette kan gentage sig i 2012. I så fald bliver den nødvendige opstramning i 2013 mindre.

Vismændene analyserer muligheder for beskatning af den finansielle sektor. Det konkluderes, at en højere beskatning af finanssektoren mest hensigtsmæssigt kan sikres via en afgift på lønsum og evt. overnormal profit. En Tobin-skat er ikke hensigtsmæssig. DI kan fuldt ud tilslutte sig afvisningen af en Tobin-skat.

Gældskrise i Europa

Vismændene påpeger, at genopretningen af tilliden til de offentlige finanser i euroområdet vil ske langsomt, men at dette er forudsætningen for et opsving. Genopretningen af tilliden skal ske gennem finanspolitiske opstramninger og strukturreformer i de udsatte lande.

Til trods for en stigende folkelig modstand og den negative effekt på efterspørgslen, er denne konsolidering et afgørende skridt. Uden konsolidering er der forøget risiko for et totalt tillidssammenbrud, hvor de økonomiske konsekvenser er uoverskuelige og meget større end ved at undlade at stramme. I mange lande er der reelt intet alternativ til reformer og en meget stram finanspolitik. DI er fuldstændig enig i denne betragtning.

Vismændene mener, at en lempeligere finanspolitik i lande med relativt sunde finanser, for at hjælpe de kriseramte lande (som anbefalet af IMF), kun vil have en meget begrænset effekt, da de pågældende lande kun eksporterer meget lidt til de stærkere lande. Hertil kommer, at flere af de stærkere lande (som Tyskland og Sverige) kun har et mindre behov for selvstændig finanspolitisk stimuli. DI er enig i dette.

Vismændene mener, at der er mere fornuft i at styrke væksten i de kriseramte lande ved hjælp af målrettede investeringer via EU's strukturfonde, herunder evt. via øgede indskud fra bedre stillede lande som Tyskland. Det anføres dog, at det er uvist om rammerne i praksis er gearret til en sådan konjunkturbetinget omfordeling af investeringsmidlerne.

Vismændene påpeger, at det ikke er nogen god ide at skaffe penge til vækstpakker ved at indføre en skat på finansielle transaktioner, da det i sidste ende er virksomheder og husholdninger, der bærer byrden. Vismændene foreslår i stedet en afgift på lønsum (og evt. overnormal profit).

Gældskrisen har forstærket behovet for reformer af Stabilitets og Vækstpagten, især med hensyn til håndhævelse af reglerne. Manglende konsolidering i en lang række EU-lande i årene op til krisen er således en stor medvirkende årsag til de nuværende problemer.

Vismændene mener derfor, at det er positivt med de nye tiltag: Six-pack og finanspagt. Gennem disse opnås der større fokus på den underliggende sundhedstilstand i landenes økonomier, så man hurtigere kan opdage og korrigere ubalancer. DI er enig i dette og bakker fuldt ud op om disse tiltag og Danmarks deltagelse heri.

Vismændene mener, at det er mere hensigtsmæssigt at støtte til særligt udsatte lande kommer fra ESM frem for via støtteopkøbsprogrammer af statsobligationer i ECB. Det begrundes de med, at ESM kan stille skrapere betingelser end ECB.

DI er enig i dette, og at det er at foretrække frem for Eurobonds. Det er helt centralt, at man ikke svækker indsatsen for at forbedre de offentlige finanser i de udsatte lande.

Vismændene påpeger, at mange EU lande, udover de kortsigtede problemer, også har problemer med holdbarheden af de offentlige finanser på lidt længere sigt. På den baggrund mener de, at der er behov for øget fokus på løsning af de langsigtede problemer. DI er helt enig heri.

Vismændene peger selv på, at en del af løsningen bør være, at landene i deres Stabilitets- og Vækstprogrammer skal angive, hvad de vil gøre ved de langsigtede problemer. Det ville være et klart fremskridt, men en endnu bedre løsning vil være at få indarbejdet de langsigtede udfordringer i hvert land mellemfristede mål (MTO).

Vismændene påpeger, at en vigtig lære fra krisen er, at det er vigtigt, at der i gode tider skabes overskud på de offentlige finanser, så man kan fastholde og skabe tillid

til de offentlige finanser selv i konjunkturmæssige dårlige tider, hvor der er behov for lempelser.

En anden vigtig lære er, at stabilitetsorienteret finanspolitik også bør have opmærksomhed på udviklingen på boligmarkedet og den finansielle sektor. Opmærksomhed på disse områder kan bidrage til at reducere risikoen for, at der opstår problemer med de offentlige finanser. DI er helt enig i begge disse pointer.

Håndværksrådet

Konjunkturafsnittet

I formandskabets nye analyse er det værd at bemærke, at vækstkønnen for 2012 opjusteres i forhold til efterårsrapporten. Der er fortsat stor usikkerhed om udviklingen i den europæiske økonomi, og det påvirker i sagens natur også Danmark.

Håndværksrådet har set, hvordan gælds- og aktieuroen i en række sydeuropæiske lande har medvirket til at sende tilliden i bund blandt danske borgere og virksomheder. Spørgsmålet er, om den spæde optimisme i dansk økonomi er stabil – eller om den vil få et nyt knæk.

Håndværksrådets egne konjunkturundersøgelser af de små og mellemstore virksomheder har vist, at virksomhederne blev langt mere pessimistiske i løbet af efteråret som følge af uroen sidste sommer og frem.

Håndværksrådets helt nye konjunkturundersøgelse, der er foretaget i 2. kvartal i år, viser, at den fortsatte sydeuropæiske krise – i modsætning til sidste år – ikke har ødelagt den spæde optimisme hos SMV'erne.

Virksomhedernes ordretillid ligger i 2. kvartal i år på nogenlunde samme niveau i forhold til tilsvarende kvartal sidste år. Samtidig kan det for andet kvartal i træk konstateres, at der blandt Håndværksrådets medlemmer nu netto er flere virksomheder, som forventer at ansætte frem for at fyre medarbejdere.

Derfor forventer Håndværksrådet, at 2012 kan overraske positivt – både med hensyn til vækst og beskæftigelse herhjemme. Meget afhænger dog af, om eksporten kan holde dampen oppe og navnligt, om det private forbrug og dermed hjemmemarkedet kommer op i gear.

Håndværksrådet deler formandskabets syn på finanspolitikken i 2013. Det er dog Håndværksrådets bekymring, at den stramme finanspolitik risikerer at blive en barriere for væksten.

Det er derfor Håndværksrådets holdning, at regeringen bør overveje nye vækstfremmende initiativer, der kan øge erhvervslivets investeringer. Håndværksrådet vil i den forbindelse pege på muligheden for at øge incitamentet til at investere via straksafskrivninger. Ligeledes bør BoligJobplanen fortsætte efter 2012.

Landbrug & Fødevarer

Generelt

Mangel på økonomisk politiske forslag i rådets rapport

Generelt er det Landbrug & Fødevarers opfattelse, at der mangler økonomisk politiske forslag i rådets rapport. I en tid hvor privatforbruget, boligmarkedet og eksporten alle er nødlidende må det undre, at DØRs ikke har fundet anledning til at give anbefalinger til nye reformer. End ikke den kommende skattereform har givet rådet anledning til at komme med forslag, der kunne medvirke til at styrke dansk økonomi.

Begrænset vækst i 2012, 2013 og 2014

Rådet tegner et billede af dansk økonomi med ret begrænset vækst de kommende år. Rapporten peger på, at den svage økonomiske udvikling er drevet af et lavt privatforbrug, lavt investeringsniveau og et svagt boligmarked. Boligmarkedet tegner endda til at fortsætte nedturen i de kommende år. Som underliggende forklaring på de dårlige konjunkturudsigter fremhæves den internationale gældskrise og den deraf følgende tillidskrise i de europæiske økonomier.

Andre ting end gældskrise spiller en rolle

Landbrug & Fødevarer deler det pessimistiske syn på de kommende års udvikling i dansk økonomi og noterer sig at rådet forudsætter en genopretning af tilliden til de europæiske økonomier i prognosen. Sker denne genopretning af tilliden ikke, vil udsigterne for de kommende års vækst være endnu mere negative. Vi mener imidlertid, at det ikke kun er den internationale gældskrise, som skaber økonomisk usikkerhed og lav vækst. Der er således behov for yderligere reformer i Danmark de kommende år.

L&F: Sats på vækst i eksporterhverv frem for offentligt forbrug

Af rapporten fremgår det, at med en uændret finanspolitik vil Danmarks finanspolitiske udfordring svare til 2 mia. kr. Regeringen ønsker imidlertid, at forøge det finanspolitiske råderum med yderligere 7 mia. kr. Penge der bl.a. skal anvendes til øget offentligt forbrug.

Mangler diskussion af alternativ anvendelse af øget råderum

På den baggrund kunne det have været ønskeligt, hvis der i rapporten havde været en konkret diskussion af mulighederne for at bidrage til øget vækst i Danmark. Er det lige gyldigt om et eventuelt finanspolitisk råderum anvendes til at udvide den offentlige sektor eller til at understøtte f.eks. eksporterhvervene gennem forbedring af rammevilkårene? Landbrug & Fødevarers holdning er helt klar. Eventuelle finanspolitiske råderum skal anvendes til at styrke eksporterhvervene.

Opbremning i eksport, men muligheder i BRIK

Rapporten peger endvidere på, at eksporten bremser op de kommende år. I den forbindelse fremhæver rådet, at generelt lave vækstforventninger på vores største eksportmarkeder vil smitte af på Danmarks afsætningsmuligheder de kommende år. Samtidig peges der på, at der de seneste 11 år er sket en kraftig vækst i eksporten til BRIK-landene, således eksporten til disse lande i dag udgør 6 pct. af den samlede danske eksport.

Fortsat gode eksport muligheder inden for fødevarerhvervet

Landbrug & Fødevarer forventer ligesom rådet, at eksporten til BRIK-landene vil kunne danne modvægt til den negative udvikling på vores traditionelle eksportmarkeder.

Vi ser fortsat gode muligheder for eksportfremgang inden for landbrugs- og fødevareresektoren, men også i den agroindustrielle sektor findes store potentialer. Dette gælder ikke mindst på de store nye markeder i f.eks. Asien, hvor vækstraterne er høje, og hvor der allerede er stor interesse for danske produkter. Det gælder i særdeleshed på landbrugs- og fødevarerområdet, hvor vi potentielt med de rette rammevilkår vil kunne nå en eksport på omkring 150 mia. kr. i 2016 mod knap 120 mia. kr. i 2011.

Faldende markedsandele skyldes produktions begrænsninger

Rapporten peger desuden på, at der udsigt til forbedringer i lønkonkurrenceevnen som følge af mere afdæmpet lønudvikling i Danmark. Omvendt forventes et tab af markedsandele. Landbrug & Fødevarer ser ligesom rådet tabet af markedsandele i forlængelse af en historisk dårlig konkurrenceevne, men i den sammenhæng er det også vigtigt at bemærke at et begrænset produktionspotentiale i Danmark måske spiller en mere betydende rolle. En større og bedre udnyttelse af vores produktionspotentiale kræver, at der sker en forbedring af rammevilkår og produktionsmuligheder for danske eksportvirksomheder i årene fremover. Man bør derfor i højere grad kikke på mulighederne for at skabe en bæredygtig men samtidig intensiv produktion i Danmark, som kan imødekomme verdensmarkedets efterspørgsel.

Konjunkturvurdering og aktuel økonomisk politik

Tillidskrise trækker væksten ned

Rapporten fremhæver, at konjunkturudsigterne for dansk økonomi er blevet kraftigt påvirket af den svigtende tillid til offentlige finanser i Europa og den der af følgende tillidskrise. Tillidskrisen har betydet, at der stort set ikke har været økonomisk fremgang i Danmark det seneste halvandet år. Det betyder samtidig, at der ikke er udsigt til et egentligt opsving de nærmeste år. Konkret skønnes BNP at vokse med 1¼ pct. i 2012 og 2013 og med 1½ pct. i 2014. En væsentlig forudsætning for skønnet er imidlertid at der sker en genopretning af tilliden til de europæiske økonomier.

Landbrug & Fødevarers seneste prognose for årene 2012 til 2013 er noget mere pessimistisk. Særligt forventer vi ikke samme genopretning af tillidskrisen som rådet, hvilket resulterer i noget mere begrænset vækst i privatforbrug og investeringer.

Finanspolitik trækker væksten op i 2012 og ned i 2013...

Væksten i 2012 holdes oppe af regeringens finanspolitiske lempelser, men det ændrer dog ikke nævneværdigt ved konjunkturbilledet, og prisen er opstramninger af de offentlige finanser der skal foretages i 2013 for at sikre at Danmark overholder henstillingen fra EU.

Landbrug & Fødevarer anser det for helt naturligt, at Danmark fører en troværdig og holdbar økonomisk politik, og heraf følger også, at det skal sikres, at EU henstillingen overholdes.

... og vi skal heller ikke forvente meget fra investeringer, forbrug og eksport

Vismændene peger på, at hverken investeringer, privatforbruget eller eksporten kan drive væksten i Danmark. Det er oplagt, at man i en global verden, der er præget af krise og usikkerhed, kan blive grebet af pessimisme. Men Landbrug & Fødevarer mener, at der er håb for eksporten, ikke mindst på de nye markeder som f.eks. Kina og de øvrige BRIK-lande. Det peger Rådet også selv på.

Genopretning af vækst kræver reformer

En genrejsning af den økonomiske vækst kræver dog konkrete mål og handlingsplaner for vækstpolitikken i Danmark. Og det er derfor vigtigt, at de kommende trepartsforhandlinger og skattereform sikrer holdbare løsninger, som kan modsvare fremtidens finanspolitiske udfordringer.

Dansk Erhverv

1. Konjunkturvurdering

Det altoverskyggende problem i dansk økonomier den nuværende lavvækstfælde – og derfor bør netop vækstinitiativer på både kort og langt sigt være det vigtigste fokuspunkt i den økonomiske politik.

Dansk Erhverv deler Det Økonomiske Råds overordnede vurdering af konjunktursituationen. Til trods for positive engangseffekter i 2012, bliver BNP-væksten lav – og europæisk økonomi befinder sig på særdeles usikker grund, hvilket også smitter af på dansk økonomi. Dansk økonomi drives primært af engangseffekter i form af fremrykkede offentlige investeringer og udbetaling af efterlønsbidrag. Hertil kan i samme kategori lægges det nyligt foreslåede investeringsvindue. Det usikre grundlag gør, at BNP-væksten i 2012 og i særdeleshed privatforbruget kan blive lavere end forventet.

Dansk Erhverv er enig i, at væksten i de kommende år i høj grad afhænger af den indenlandske efterspørgsel. Udsigten til yderligere betydelig vækst i eksporten fra det nuværende høje niveau, er ikke længere så gunstig, eftersom væksten på nogle af de store eksportmarkeder er nedjusteret betydeligt. Det understreger blot vigtigheden af at øge dansk konkurrenceevne, så vi får bedre fat i verdens nye vækstmarkeder.

Dansk Erhverv har noteret sig, at serviceeksporten i 2011 er steget med 8,1 pct. og ventes - modsat vareeksporten - fortsat at stige betydeligt i 2012 og 2013. Fremgangen viser serviceeksportens stigende betydning for dansk økonomi bl.a. i form af turismeindtægter, kommunikations-, forsikrings- revisions- og andre rådgivningstjenester.

Væksten i den indenlandske efterspørgsel i 2012 og 2013 afhænger af, at danskerne igen begynder at forbruge. Den ekspansive finanspolitik og udbetaling af efterlønsindbetalinger vil løfte forbruget mærkbart i 2012. Det Økonomiske Råd har siden efteråret opjusteret forventningen til vækst i privatforbruget til 2,3 pct. i 2012. Dansk Erhverv er noget mindre positiv med en forventning på +1,7 pct. i sin seneste økonomiske prognose fra marts 2012. Forbrugsefterslæb og efterlønsudbetaling trækker op, men boligmarkedet, international usikkerhed og fortsat noget tilbageholdende meldinger fra detailvirksomhederne holder Dansk Erhvervs forventninger nede. Det kan ikke afvises, at der vil ske yderligere nedjustering af forbrugsforventningerne senere på året.

Forbrugstilbøjeligheden er fortsat bekymrende lav (jf. figur I.24) til skade for samfundsøkonomien i almindelighed og for detailhandlen i særdeleshed. På den bag-

grund beklager Dansk Erhverv det stigende afgiftstryk – og i særdeleshed den nye fedtafgift og de stigende punktafgifter på grænsehandelsfølsomme varer som øl, vin, slik, sodavand og tobak, der fører til øget grænsehandel og stigende inflation. Det er tiltag, der skader den indenlandske efterspørgsel og beskæftigelse.

Det Økonomiske Råd vurderer, at erhvervsinvesteringerne vil stige med 6,7 pct. i 2012. Dansk Erhverv er enig i, at erhvervslivets investeringer vil øges markant i år, på grund af et voldsomt investeringsefterslæb. Hertil kommer det nye investeringsvindue, som der i sagens natur ikke er taget højde for i forårsrapporten fra Det Økonomiske Råd. I modsat retning trækker den fortsatte kreditklemme og generelt øgede låneomkostninger som følge af de skrapere krav til bankerne.

Dansk Erhvervs medlemsvirksomheder er i seneste medlemsrundspørge fra februar kun meget forsigtigt optimistiske omkring investeringsniveauet. Ud af 740 medlemsvirksomheder forventede 23 pct. et stigende investeringsniveau i 2012 sammenlignet med 2011. 58 pct. forventede uændret investeringsniveau, mens 19 pct. forventede et fald i investeringer. Der er dog trods alt tale om højere forventninger end ved forrige måling i september/oktober 2012.

Dansk Erhverv mener, at der skal føres en økonomisk politik, som går på to ben samtidig.

På den ene side skal der holdes fast i konsolidering og reformdagsordenen på udbudssiden – det er altafgørende for at mindske usikkerheden om dansk økonomis fremtid. En ansvarlig økonomisk politik er grundlaget for at sikre stabile rammer for virksomhederne og genskabe tilliden hos forbrugerne, herunder at sikre en fortsat lav rente.

På den anden side er det af hensyn til efterspørgselssiden vigtigt at holde muligheden for at overveje den planlagte finanspolitiske stramning åben. Ved at stramme hårdt op, risikerer man at ramme efterspørgslen i en sådan grad, at muligheden også for langsigtet vækst svækkes, eksempelvis via et unødigt fald i den strukturelle arbejdsstyrke via flere langtidsledige, der mister tilknytningen til arbejdsmarkedet og/eller unge, der ikke får brugt deres uddannelse.

Af mulige efterspørgselsstimulerende tiltag i den forbindelse kan nævnes, at de planlagte nye afgifter på sukker i sammensatte varer samt afgift på reklametryksager kan tages af bordet – de er både kontraktive og modproduktive. Samtidig kan man skrue op for ambitionerne i servicedelen af Boligjobplanen efter svensk forbillede, fremfor som planlagt at nedlægge denne del af ordningen i 2013.

2. Europæisk statsgældskrise

Udover de demokratiske og handelsmæssige fordele, der er ved EU og det indre marked, så er EU også en konstruktion, hvor man er nødt til at vise en vis solidaritet landene imellem – og hvor det i sidste instans er i Danmarks interesse, at græsk og spansk økonomi ikke nedsmelter. Det indebærer omvendt også, at man ikke skal kunne skubbe regningen videre til naboen. Dansk Erhverv er enig i, at der kan være plads til at trykke mere på speederen i lande som Tyskland og Danmark, men vi noterer os Det Økonomiske Råds vurdering af, at det kun indirekte og i beskedent omfang vil hjælpe Grækenland, Spanien m.v.

Dansk Erhverv deler Det Økonomiske Råds syn på skat på finansielle transaktioner. Uanset hvad man i øvrigt måtte mene om den finansielle sektor, vil en Tobin-skat blive overvæltet på resten af erhvervslivet og de europæiske forbrugere. Bankernes øgede udgifter sendes videre til de europæiske borgere og erhvervsliv – f.eks. i skikkelse af gebyrer, faldende udlån og mindre risikovillig kapital. Det er præcis det modsatte, europæisk og dansk økonomi har brug for. I den sammenhæng deler vi øvrigt også opfattelsen af, at en eksport af den danske konstruktion med lønsumsafgift (FAT) i den finansielle sektor muligvis kan være en farbar vej på EU-niveau også.

Dansk Erhverv finder det afgørende, at der med EU's finanspagt nu lægges større vægt på den strukturelle saldo, da det er den mest relevante parameter i vurderingen af de forskellige landes reformbehov. Bagsiden af medaljen er imidlertid, at definitionen af den strukturelle saldo indeholder elastik i metermål og oplagt vil svinge meget fra land til land.

3. Langsigtede finanspolitiske udfordringer

Kapitlet illustrerer, at det er lavvæksten, der er det dominerende problem i dansk økonomi – i langt højere grad end vores offentlige finanser er det.

Dansk Erhverv finder målsætningerne i 2020-planen gode og ambitiøse – men ambitionerne gør det ikke alene. Derfor har Dansk Erhverv fremlagt en gennemarbejdet, erhvervsvenlig og vækstorienteret skattereform, der er indenfor rammerne af det politisk realistiske, og som indeholder forbedringer og finansiering for 34 mia. kr. og som ifølge DREAM-beregninger sikrer et arbejdsudbud på 25.100 i 2020 og et bidrag til den finanspolitiske holdbarhed på 9,3 mia. kr. årligt, hvilket i DREAM-konteksten lige akkurat er nok til at ændre det uholdbare grundforløb til holdbart. 53 pct. af finansieringen hentes indenfor skattesystemet og 47 pct. udenfor.

Dansk Erhverv er enig i, at det kan være problematisk at stramme finanspolitikken for meget frem mod 2020. Konkret kan det være en fejl, hvis et kunstigt hensyn til

at overholde budgetkravet i EU gør at Danmark strammer unødigt hårdt op i 2013, fremfor at sikre en mere blød udfasning af de vedtagne stimuli frem mod 2015.

Dansk Erhverv støtter et hævet ambitionsniveau for Offentlig-Privat-Partnerskab (OPP), der netop i krisetider kan tilvejebringe midler til nye investeringer i digitalisering og infrastruktur som f.eks. en havnetunnel i København.

Ligesom DØR, glæder Dansk Erhverv sig over den nye budgetlov og de heri indbyggede incitament. Betydning er svær at overvurdere. Der er grund til på den baggrund at forvente bedre fremadrettet budgetoverholdelse i kommuner og regioner, hvilket vil være en stor fordel, ikke bare politisk, men i høj grad også i planlægning af den økonomiske politik.

Finansrådet

Konjunkturvurdering og økonomisk politik

Finansrådet deler overordnet formandskabets vurdering af udviklingen i dansk og europæisk økonomi. For dansk økonomis vedkommende er vi dog mere bekymrede for udsigterne for 2012, end formandskabet er. Især skønnet for det private forbrug synes at ligge højt. Hvad angår det offentlige forbrug og investeringer, er det tvivlsomt, om de planlagte ekspansive tiltag kan nå at slå igennem.

Fordelingen af de ekspansive tiltag mellem 2012 og 2013 med henholdsvis lempelse og stramning er uhensigtsmæssig i lyset af de konjunkturmæssige udsigter. Givet forsinkelserne i fx de offentlige investeringer kan problemstillingen dog blive mindre. Situationen viser, hvor vanskeligt det er at bruge finanspolitik til at justere mindre ubalancer.

Vi er ligeledes enige i, at udsigterne er meget afhængige af håndteringen af især den græske statsgældskrise og ikke mindst de afledte effekter.

Finansrådet bakker op om formandskabet anbefaling af, at den danske finanspolitik skal leve op til EU's henstilling. Formandskabets overvejelser om at reducere EU's krav til opstramning for Danmarks vedkommende kan dog være fornuftige.

Af hensyn til den overordnede stabilitet i Europa, bør man fra dansk side støtte en europæisk vækstpakke. Det vil ikke være en mirakelkur, men kan på kort sigt gavne tilliden i de europæiske befolkninger. En vækstpakke bør dog vedtages under fortsat hensyn til den allerede igangværende reformproces, ligesom det heller ikke må ændre på de enkelte landes incitament til budgetdisciplin.

Mellem- og langsigtede fremskrivninger

Formandskabets mere positive vurdering af udsigterne frem mod 2020 bør ikke give anledning til at slække på reformdagsordenen, da de ikke ændrer på den langsigtede holdbarhedsudfordring.

Hvis der viser sig at være et uventet finanspolitisk råderum frem mod 2020, bør det anvendes til at sikre skattelettelser og/eller konsolidere de offentlige finanser.

Finansrådet noterer sig, at der på langt sigt tilsyneladende er holdbarhed. Dette understreger vigtigheden af de allerede gennemførte reformer, og bør tilskynde til at fortsætte reformarbejdet mod en holdbar finanspolitik. Der er dog stor usikkerhed forbundet med fremskrivninger, hvilket taler for at fastholde forsigtighedsprincippet. Det er nemlig helt afgørende, at den danske økonomiske politik er troværdig, så kapitalmarkederne fortsat har tillid til dansk økonomi.

Efter 2020 er der dog en lang årrække med strukturelle underskud, der er større end EU's krav på maksimalt ½ pct. En løsning kunne være at fremrykke indtægter eller udskyde udgifter. Finansrådet finder imidlertid ikke, at en fremrykning af fx beskatningen af pensioner er en farbar vej, da det blot vil forskyde problemerne. Pensionskatteindtægterne bør komme på et tidspunkt, hvor udgifter til fx pleje og sundhed vil stige. Argumentet for at bruge OPP bør heller ikke være en sminkning af holdbarhedsproblemet, men bør bruges, fordi OPP generelt er en god idé. Løsningen er i stedet fortsatte reformer, der nedbringer den danske gæld og renteudgifter. Udover at styrke den langsigtede vækst vil det også give et finanspolitisk råderum, der kan bruges i lavkonjunkturer.

Trods de bedre offentlige finanser er Danmarks konkurrenceevne fortsat meget problematisk, og det er vigtigt, at der fokuseres på at styrke erhvervslivets rammer, herunder et skattesystem, der gør det attraktivt at arbejde og investere i Danmark. Hvis vi ikke får hævet den danske produktivitet, kommer det til at gå ud over den danske velfærd.

Den finansielle sektor og vækst

Finansrådet er helt enige i formandskabets betragtninger omkring en finansiel transaktionsskat (FTT). Det er vigtigt at huske på, at en FTT vil ramme husholdninger og almindelige virksomheder, fx i form af lavere pensionsudbetalinger, højere priser ved optagelser af et boliglån og højere kapitalomkostninger. Det, der forventes at ramme finansielle virksomheder vil i stedet lægges over på slutkunderne i form af højere renter og gebyrer. Dermed er en FTT en skat på vækst. Desuden mindsker en FTT likviditeten i pengemarkederne, hvilket hæmmer effektiviteten.

Hvis hensigten er at beskatte den finansielle sektor hårdere, foreslår formandskabet i stedet en finansiel aktivitetsskat (FAT), svarende til den danske lønsumsafgift. Finansrådet vil dog gerne understrege, at det heller ikke er omkostningsfrit for bankkunderne.

Finansrådet vil også gerne understrege, ligesom formandskabet, at der allerede er en betydelig regulering af den finansielle sektor på vej, bl.a. i form af højere krav til kapital og likviditet. Det kan være med til at mindske sandsynligheden for nye finanskriser. Kravene til bankernes kapital i Europa er ligeledes blevet strammet ovenpå den europæiske gældskrise. Det er i forbindelse med indføring af ny regulering vigtigt, at man tager hensyn til timingen. Indføres de i en tid med lavkonjunktur, risikerer man at hæmme bankernes udlånsevne unødigt, hvilket kan forstærke en lavkonjunktur. Det er ligeledes afgørende at rette finde det rette balancepunkt for reguleringsomfanget. Bliver kravene til fx kapitaldækning for høje, kan det betyde mindre udlån og mindre vækst.

FTF – Hovedorganisation for offentligt og privat ansatte

Konjunkturvurderingen

Formandskabet når i sin vurdering af den danske økonomi frem til, at der med de reformer, der er vedtaget i de senere år og på baggrund af den seneste befolkningsprognose, vil være tale om at de offentlige finanser er mere end holdbare, når vi når 2020. FTF er opmærksom på, at det ikke er ensbetydende med, at der ikke også på længere sigt kan være behov for reformer, der øger arbejdsudbuddet og forbedrer de offentlige finanser. Men det giver os den mulighed, at de reformer der skal sættes i gang inden 2020 kan times, så de passer bedst muligt med den aktuelle konjunktursituation. Arbejdsudbuddet kan således øges, når vi er sikre på, at ledigheden er aftagende, og der vil være behov for flere hænder på arbejdsmarkedet.

Formandskabet nedtoner i forhold til tidligere vurderinger behovet for at gennemføre reformer, der skal øge arbejdsudbuddet inden 2020, da finanspolitikken i dag er mere end holdbar. Formandskabet pointerer, at en fortsættelse af reformdagsorden sikrer råderum til en forsat udvikling af velfærdssamfundet. Efter FTF's opfattelse er det en rigtig prioritering ikke mindst set i lyset af, at en velfungerende offentlig sektor er af afgørende betydning for væksten i den private sektor, og er med til at sikre et fordelingsmæssigt mere lige Danmark. Dertil kommer, at en begrænset vækst i den offentlige sektor i forhold til den private sektor på sigt vil betyde kvalitetsforskelle mellem den offentliges og private sektors ydelser.

Formandskabet peger på, at det kan være uhensigtsmæssigt, at der allerede i 2013 strammes voldsomt op på finanspolitikken for at leve op til den henstilling om of-

fentlige underskud Danmark fik fra EU i 2010, specielt i lyset af, at Danmark faktisk ikke har overskredet grænsen for budgetunderskud på 3 pct. af BNP siden. FTF er enig i, at opsvinget ikke er kommet tilstrækkeligt i gang til, at vi bør risikere at dæmpe væksten med 1 pct. af BNP. Som formandskabet beskriver det, er den danske økonomi væsentlig mere robust på de fleste områder end andre økonomier i EU, og der er derfor ingen grund til at risikere opsvinget ved at bremse alt for hårdt op.

Indførelsen af budgetloven som giver politikerne mulighed for at styre den offentlige økonomi tæt bør efter FTF's opfattelse netop kunne bruges til, at der blødes op på kravene til finanspolitikken, fordi politikerne med budgetloven har mulighed for at lave strammingerne, når væksten er kommet godt igen.

Europæisk gældskrise

Formandskabet peger i sit oplæg på, at vækst- og stabilitetspagten i EU har været administreret for lempeligt, og det nu svider til den europæiske økonomi, som er i dyb krise. Finanspagten stiller krav om sanktioner og lovimplementering af kravene til de offentlige finanser. Der er fra mange sider rejst tvivl om det fornuftige i, at der strammes så voldsomt til, og at det skal ske samtidigt i så mange lande. FTF er enig i den kritik. FTF mener, at der er et stort behov for at igangsætte initiativer på EU-niveau til fremme af vækst og beskæftigelse, og at initiativnetil fremme af vækst og beskæftigelse skal have samme forpligtigende karakter, som kravene til de offentlige finanser fx i form af en egentlig vækstpagt. Initiativerne til fremme af vækst- og beskæftigelsesudviklingen skal på samme vis som underskuds- og gælds målsætningerne konkretiseres med faste mål, som enkeltstaterne og/eller skal opnå indenfor en bestemt periode.

FTF hæfter sig også ved at DØR påpeger, at finanspagtens budgetkrav kombineret med at dansk økonomi er holdbar, kan betyde, at der skal igangsættes reformer efter 2020, som kan være u hensigtsmæssige fx ud fra et generationsfordelingshensyn.

Lønsumsafgift

FTF tager stærkt afstand fra DØR's konklusion vedrørende FAT (lønsumsafgift). Det er besynderligt, at vismændene frem for en adfærdsregulerede beskatning (FTT) peger på beskatning af arbejdskraft, som i sagens natur er direkte skadelig for beskæftigelsen – og dermed giver mindre provenu. Det ville være ønskeligt, at DØR forholder sig til disse negative sider af en FAT. Vi er uenige i, at FTT ikke vil være adfærdsregulerende. Med en FTT er det tværtimod muligt at ramme spekulative investeringer samt det såkaldte skyggebankssystem - forretningstyper, som reelt ikke understøtter realøkonomien. Vi er ligeledes uenige i, at en FTT i højere grad end en FAT væltes over på almindelige kunder, hvilket DØR ikke begrundes nærmere. Vi er dog enige med DØR om, at en bankkat i form af balancebeskatning er hensigtsmæssig, men noterer os, at dette ikke uddybes yderligere i rapporten.

OPP og beskatning af pensioner

Formandskabet peger i sit diskussionsoplæg på, at OPP og fremrykning af skat på pensioner alene vil betyde omfordeling af profilen af den offentlige saldo. FTF er helt enig med formandskabets betragtninger om, at en fremrykning af skatten på pensioner til indbetalingstidspunktet, er risikabel, fordi man risikere at provenuet ikke vil være tilstede, når udgifterne for den offentlige sektor opstår. Derudover kan det skade incitamentet til pensionsopsparing. FTF har i sit vækstoplæg forslået, at OPP anvendes i højere grad, og at PAL-skatten nedsættes for projekter som pensionssektoren deltager i som er målrettet infrastruktur og udvalgte brancher i det private erhvervsliv, der kan skabe vækst.

Skat

Formandskabet peger i oplægget på, at afskaffelsen af skattestoppets nominalprincip bør udvides til også at omfatte boligskatterne. Det er FTF helt enig i. En kommende skattereform bør ikke på forhånd udelukke, at boligbeskatningen vil kunne yde et bidrag til finansiering af lettelse af skatten på arbejde, samtidig med at en gradvis genindførelse af beskatningen af ejendomme på baggrund af den aktuelle værdi, vil kunne medvirke til at reducere fremkomsten af en ny boligprisboble. Derudover er FTF enig i formandskabets anbefaling om at øge beskatningen af Nordsøolien. En styrket beskatning af nordsøolien kan anvendes til at lempe beskatningen af arbejde og derigennem virke vækstfremmende.

Arbejderbevægelsens Erhvervsråd

Konjunkturvurdering

Arbejderbevægelsens Erhvervsråd (AE) er overordnet set enig i, at udsigterne for vækst og arbejdsmarked tegner sløve i 2012 og 2013, mens man kan håbe på bedre tider i 2014. Når det er sagt, er vi mere optimistiske, hvad angår udviklingen i den private beskæftigelse, mens vi er langt mere tvivlende, hvad angår den offentlige beskæftigelse.

Formandskabets 2020-fremskrivning illustrerer på bedste vis den usikkerhed, der ligger i den type fremskrivninger. Sammenlignet med grundforløbet fra Finansministeriets nye 2020-fremskrivning (udfordringsforløbet fra Konvergensprogram 2012 (KP12), dvs. uden nye reformer) stiger beskæftigelsen i vismændenes fremskrivning med ca. 50.000 personer (25-30.000 opgjort i fuldtidsbeskæftigede) mere frem mod 2020. Forskellen i beskæftigelsesudvikling angives at være en af hovedforklaringerne på, at underskuddet på det offentlige budget i 2020 i Formandskabets fremskrivning ”kun” er 2 mia. kr. mod 7 mia. kr. i udfordringsforløbet fra KP12. Samlet kunne det være relevant med en mere systematisk gennemgang af forskellene mellem

de to fremskrivninger end den, der er angivet i sammenligningstabel I.13 i diskussionsoplægget.

AE er enig i, at vi risikerer at få skadet strukturerne på arbejdsmarkedet, hvis lavvæksten fortsætter flere år frem. Men kommer vi ind i god højkonjunktur, må der også være mulighed for, at strukturerne måske ikke er så skadede, som det forudsættes i fremskrivningen. Det kunne være interessant med en analyse af hvor stor skade, den økonomiske krise har påført dansk økonomi, herunder arbejdsmarkedet og produktiviteten.

Den finanspolitiske opstramning i 2013 er ifølge Formandskabet "*ikke afstemt med konjunkturerne*"¹, Idet "*svag udvikling i efterspørgsel og produktion indebærer, at der i følge prognosen først kommer gang i beskæftigelsen i løbet af 2013 eller 2014*". AE er meget enig i dette synspunkt.

Formandskabet bifalder på den ene side det større internationale fokus, der med Finanspagten er kommet på den strukturelle saldo. På den anden side anerkendes usikkerheden ved opgørelsen af dette begreb, herunder at institutionelle forhold (jf. danskernes fradrag for pensionsindbetalinger) kan påvirke niveauet. AE er enig i, at strukturel saldo er et vigtigt pejlemærke til måling af de offentlige financers styrke og holdbarhed, og er helt enig i, at begrebet er forbundet med stor usikkerhed.

AE savner konkrete anbefalinger fra vismændene til den økonomiske politik. Det ideelle i, at der strammes senere eller lempes mere langsomt bliver diskuteret, men anbefales ikke konkret.

Den europæiske statsgældskrise

Formandskabet konkluderer bl.a., at stabilitets- og vækstpagten har fejlet og ikke har kunnet sikre tilstrækkelig finanspolitisk disciplin. I forlængelse heraf anfører Formandskabet, at "*En møntunion kræver en vis samordning af finanspolitikken*". AE er meget enig. Hvis møntunionen skal kunne fungere, er det vigtigt også at samarbejde omkring finanspolitikken. Det gælder både i gode og i dårlige tider.

Formandskabet anfører, at de finanspolitiske stramninger i de mest udsatte lande er nødvendige, selvom der er behov for det modsatte. I forlængelse heraf rejser vismændene spørgsmålet om, hvorvidt en mere lempelig finanspolitik i de relativt stærke EU-lande kunne være relevant. "*Det anbefales fortsat at EU-henstillingen overholdes, men reviderede henstillinger kan evt. blive en del af en mere ekspansiv finanspolitik på EU-niveau*".

¹ Dansk Økonomi, Forår 2012, Det Økonomiske Råd.

AE er enig i, at der er behov en mindre stram/mere ekspansiv finanspolitik i EU. Der er adskillelige europæiske lande, som Danmark, Holland, Sverige, Tyskland, Østrig og Finland, som stadig har et godt udgangspunkt med relativt sunde offentlige finanser, og som samtidig har et stort privat opsparingsoverskud. I disse lande er der derfor råderum til at stimulere økonomien.

Formandskabet nævner endvidere muligheden for at tilføre midler fra EU's strukturfonde til vækstinitiativer i de gældsplagede lande. AE bakker op om et sådant initiativ. Et yderligere initiativ kunne være at øge EIB's kapital.

Langsigtede finanspolitiske udfordringer

Formandskabet vurderer, med de anvendte beregningsprincipper, at finanspolitikken er overholdbar med 0,2 pct. af BNP (svarende til knap 4 mia. kr.). Det er første gang, siden Formandskabet begyndte at lave holdbarhedsberegninger i 1998, at finanspolitikken vurderes at være (mere end) holdbar. AE er enig i, at de offentlige finanser på langt sigt må anses for holdbare set i lyset af de opstramninger, der er gennemført, herunder navnlig vedtagelsen af tilbagetrækningsreformen. Samtidig er det værd at bemærke, at holdbarheden ville blive forbedret med yderligere 0,3 pct. af BNP, hvis Formandskabet ikke havde valgt at videreføre ejendomsværdiskattestoppet efter 2020. AE mener, at ejendomsværdiskatten ikke bør vedblive at være låst fast i kroner og ører.

AE er også enig i, at beregninger af den finanspolitiske holdbarhed i sagens natur er forbundet med stor usikkerhed på grund af de mange beregningsantagelser. Men selvom det efterfølgende viser sig, at fx det offentlige forbrug (fx på sundhedsområdet) stiger kraftigere, end det, der er lagt til grund, ville det ikke have været hensigtsmæssigt at indregne dette "standardløft" i holdbarhedsberegningerne. Det skyldes, at udgangspunktet for holdbarhedsberegningerne bør være en forudsætning om uændrede reale standarder pr. bruger i det offentlige forbrug. Hvis kommende generationer efterfølgende vælger en højere servicestandard end i dag, må det være disse generationer, der skal håndtere finansiering.

Med hensyn til de mange år med budgetmæssige underskud efter 2020 er det ifølge AE ikke relevant på nuværende tidspunkt at tage stilling til, hvordan disse underskud skal håndteres. Danmark er et af de lande i EU, der har de sundeste offentlige finanser og en meget høj troværdighed på de finansielle markeder. Der er intet, der tyder på, at denne position bliver ændret i de kommende år.

Samtidig er det væsentligt at bemærke – som også vismændene gør – at den offentlige sektor har et stort "skjult" aktiv i pensionssektoren i form af udskudte skatter, idet pensionsopsparingen som udgangspunkt først beskattes på udbetalingstidspunktet. Hvis fradragsmulighederne for pensionsindbetalinger begrænses, vil det kunne

forbedre de offentlige finanser efter 2020 og dermed medvirke til at ”flytte” provenu fra år med overskud til år med underskud. Udover at en delvis fremrykning af beskatningen fra udbetalings- til indbetalingstidspunktet kan medvirke til at mindske underskuddene på de offentlige finanser efter 2020, kan en delvis fremrykning af beskatningen også give et mere robust skattesystem – bl.a. i forhold til risikoen for, at pensionsformuerne efterfølgende trækkes ud af Danmark til beskatning i lavskatte-lande.

Særlig sagkyndig Birgitte Sloth

Rapporten dokumenterer, at dansk økonomi fortsat er i en alvorlig konjunktursituation med risiko for yderligere forværring. Samtidig er der behov for konsolidering af de offentlige finanser, og dermed begrænsede muligheder for at føre ekspansiv finanspolitik. Situationen er tilsvarende alvorlig i en række andre europæiske lande og direkte truende i en række lande i Sydeuropa. De manglende muligheder for at føre ekspansiv politik kan både i Danmark og i andre europæiske lande henføres til for ekspansiv politik under den forudgående højkonjunktur. I en situation med højkonjunktur og overnormal beskæftigelse og tilsvarende høje skatteindtægter og lave udgifter til transfereringer, indebærer neutral finanspolitik, at der skal være overskud på de offentlige finanser, men dette har kun i begrænset omfang været tilfældet i de ramte økonomier.

For at forhindre en tilsvarende adfærd i fremtiden er det umiddelbart en god idé at lægge større vægt på den strukturelle offentlige saldo ved formulering af finanspolitiske krav som i finanspagten, men det er ikke uproblematisk, da der er større praktiske og metodemæssige usikkerheder ved opgørelsen af strukturelle saldi end for faktisk saldi. Det betyder, at det i et vist omfang er muligt for regeringer at manipulere med de opgjorte saldi, og dermed eksempelvis have at have højere offentligt forbrug end finanspagten forudsætter. I mange situationer vil regeringer alt andet lige ønske et højere offentligt forbrug. Når borgerne værdsætter det offentlige forbrug, kan et højt offentligt forbrug bedre mulighederne for genvalg. Desuden betyder anvendelse af det økonomiske råderum, at råderummet for kommende regeringer bliver mindre, hvilket alt andet lige betyder, at den siddende regering får forholdsvis mere indflydelse på sammensætningen af det offentlige forbrug. Det er derfor usikkert, om overgangen til strukturelle saldi vil have den ønskede effekt i tilstrækkeligt omfang.

En budgetlov der begrænser størrelsen af den strukturelle (eller faktiske) offentlige saldo i Danmark, kan medvirke til at sikre en mere hensigtsmæssig finanspolitik i fremtiden, selvom det naturligvis altid vil være muligt for et folketingsflertal at dispensere og fastlægge offentlige udgifter og indtægter, der indebærer strukturelle

underskud. Men budgetloven kan også have uheldige effekter. Dels utilsigtede virkninger på fordelingen mellem generationer, og dels inefficent ressourceanvendelse eksempelvis i form af for lavt niveau for vedligeholdelse og reinvesteringer i offentligt ejet kapitalapparat. Dette kan allerede være et problem i dag, hvor budgetstyring af eksempelvis de kommunale udgifter kan føre til for lavt niveau for vedligeholdelse af kapitalapparat som bygninger, kloaker og veje. Nye finansieringsmodeller for offentlige investeringer i form af offentlige-private-partnerskaber (OPP) kan eventuelt udnyttes til at afhjælpe dette problem.

For at kunne vurdere størrelsen af den strukturelle saldo er det nødvendigt med mere viden om arbejdsmarkedet også i Danmark. Det er desuden vigtigt løbende at overvåge i hvilket omfang, den øjeblikkelige konjunktursituation påvirker den strukturelle ledighed, herunder især at få et grundlag for at vurdere, om der er brug for yderligere særlige initiativer for at sikre, at unge og nyuddannede opbygger og bevarer stabil tilknytning til arbejdsmarkedet trods en konjunktursituation med betydelig arbejdsløshed. Det vil være hensigtsmæssigt, hvis formandskabet undersøger disse forhold snarest og løbende.

Ud over de usikkerheder der knytter sig til opgørelsen af den strukturelle saldo, er der også usikkerhed om råderummet for økonomisk politik, blandt andet fordi det er usikkert hvor store ubalancer de finansielle markeder vil tolerere uden at forlange højere rente på finansiering af offentlig gæld. Som forklaret i rapportens del II (boks II.2), så kan der være et element af selvopfyldende forventninger ("multiple ligevægte"), således at forventninger om høj gæld ("gældsservicering umulig") fører til højere rente og dermed i sig selv øger holdbarhedsproblemet og gælden. Det er glædeligt, at formandskabet således anerkender, at økonomisk teori ikke altid giver mulighed for entydig forudsigelse af udviklingen, og at det kan være nødvendigt at inddrage eksempelvis "ikke dybt funderede stemningsskift" ved forudsigelse og forklaring af den økonomiske udvikling.

Som anført i rapporten indebærer den aktuelle økonomiske politik en stor planlagt opstramning i finanspolitikken i 2013 primært som følge af et fald i de offentlige investeringer. Denne opstramning forekommer ikke hensigtsmæssig i den nuværende konjunktursituation, men bliver formodentlig også mindre drastisk end planlagt, da de offentlige investeringer næppe kan styres så præcist som planlagt. Forsinkelser vil indebære, at investeringer flyttes fra 2012 til senere. Samtidig kan man, som nævnt i rapporten, forvente en vis stigning i private investeringer i boligrenoveringer og energivirksomheder. Desuden vil de midlertidige skattelettelser for investeringer som indgår i regeringens udspil til skattereform, yderligere bidrage til at øge de private investeringer på kort sigt, hvilket er hensigtsmæssigt i den nuværende alvorlige konjunktursituation.

Formandskabets fremskrivninger tyder på, at tilbagetrækningsaftalen og ophævelsen af nominalprincippet for afgifter er tilstrækkelige til at sikre, at de offentlige finanser er godt og vel holdbare. Det er glædeligt, men sådanne fremskrivninger er naturligvis usikre og sammen med hensynet til et fremtidigt økonomisk-politisk råderum, betyder det, at der fortsat er brug for reformer. I den nuværende konjunktursituation forekommer det vanskeligt at gennemføre reformer, der øger arbejdsudbuddet på kort sigt, eksempelvis arbejdstidsforøgelser. Til gengæld bør det være muligt at gennemføre reformer, der påvirker arbejdsudbuddet indirekte eller langsigtet, som for eksempel regeringens udspil til skattereform, reformer af førtidspensionssystemet og reformer og tiltag der sikrer et højere uddannelsesniveau. Tilsvarende bør det være muligt at gennemføre reformer, der direkte forbedrer de offentlige finanser, eksempelvis ophævelse af nominalprincippet også for boligbeskatning eller indførelse af brugerbetaling for visse offentlige ydelser.

Særlig sagkyndig Torben M. Andersen

Dette er en prisværdig kort rapport. I udgiftsloftets ånd kan man ønske, at dette vil være en norm for fremtidige rapporter, dog vil det være ønskeligt inden for denne prioritering med et højere indhold af nye analyser.

Vækstudsigterne er beskedne som følge af både den internationale konjunktursituation og en fortsat opretning af en række balanceproblemer i dansk økonomi. Der er således ikke udsigt til en stigning i beskæftigelsen, og arbejdsløsheden vil være på et stort set uændret niveau i prognoseårene. Finanspolitikken understøtter aktiviteten i 2012, men hensynet til konsolidering af de offentlige finanser gør, at finanspolitikken vil virke kontraktivt i 2013. Finanspolitikken sikrer således en opfyldelse af EU's henstillinger, mens aktivitetshensyn kunne tilsige en lidt langsommere opretning.

Et centralt spørgsmål er, i hvilket omfang den aktuelle krise forårsager en stigning i den strukturelle ledighed. Dette er af betydning for krisens sociale og økonomiske omkostninger, men det er også af stor betydning for de fremtidige tilpasningsmuligheder og de offentlige finanser. I rapporten lægges der til grund, at strukturarbejdsledigheden fortsat vil være omkring 3½ %. Der er dog ikke en nærmere diskussion heraf. Det havde været ønskeligt med en nærmere analyse af dette, herunder krav til arbejdsmarkedspolitikken, for at sikre, at strukturledigheden ikke stiger. Niveaulet for strukturledigheden er samtidig af afgørende betydning for den økonomisk politiske strategi. Skulle strukturledigheden stige, vil det have betydning for de offentlige finanser i negativ retning. Samtidig rejser det flere spørgsmål i forhold til strategien med at øge arbejdsudbud og beskæftigelse. Forbindelseslinjen mellem øget arbejdsudbud og beskæftigelse går igennem jobsøgning (intensitet og mobilitet) og løndan-

nelse, som begge er afgørende for jobskabelse. I en lille åben økonomi som den danske vil en forbedring af lønkonkurrenceevnen skabe øget efterspørgsel og dermed grundlag for en beskæftigelsesstigning. En forøgelse af arbejdsudbuddet vil derfor på kort sigt betyde lønmoderation, men på længere sigt vil lønningerne være bestemt af produktiviteten, og beskæftigelsen vil afhænge af arbejdsudbuddet. At vente med at øge arbejdsudbuddet til ledigheden er nær eller under det strukturelle niveau har den indbyggede risiko, at det kan udløse lønstigninger og dermed bremse for en stigning i beskæftigelsen. Omvendt kan en for hastig eller kraftig forøgelse af arbejdsudbuddet (især hvis det sker via øget arbejdstid og dermed et øget pres på marginale personer i arbejdsmarkedet) betyde, at flere risikerer at blive langtidsledige. I forhold til den aktuelle økonomiske situation og den økonomiske politik er dette centrale spørgsmål, som kunne have fortjent en nærmere analyse i rapporten.

Rapporten indeholder en god diskussion af den nye budgetlov. I denne lov friholdes offentlige investeringer fra udgiftsloftet. Det er imidlertid ikke altid veldefineret, hvad der klassificeres som investeringer. Erfaringer med såkaldt Golden-rule regler, hvor investeringer er friholdt i forhold til budgetbalancekrav, er netop af den grund dårlige. At friholde investeringerne fra udgiftsloftet skaber derfor et problem, der ikke er omtalt i rapporten. I et finanspolitisk rammeværk er det ikke alene centralt med et udgiftsloft, men også at have et måltal for den offentlige saldo. Måltallet må tolkes som værende en strukturel saldo i balance eller maksimalt med et underskud på 0,5 % af BNP svarende til den nedre grænse i finanspagten. Rapporten nævner problemerne med at opgøre den strukturelle saldo, men går ikke nærmere ind i implikationerne af dette for finanspolitikken. Den store usikkerhed knyttet til at fastlægge den strukturelle budgetsaldo gør, at en målsætning om en strukturel saldo tæt på den nedre grænse på minus 0,5 % af BNP indebærer en stor risiko for hyppige diskretionære indgreb for at sikre en opfyldelse af målet. Sådanne hyppige diskretionære ændringer vil ikke være hensigtsmæssige. Dette taler for at have et højere måltal for at have et variationsområde til den nedre grænse. Imidlertid er budskabet i kapitel III, at en strukturel saldo tæt på nul giver helt særlige konsekvenser for udviklingen i de offentlige finanser, som ikke nødvendigvis er hensigtsmæssige ud fra et intergenerationelt fordelingsperspektiv. Disse hensyn kunne tale for i visse perioder at have et større underskud. Rapporten efterlader således et meget stort og vigtigt spørgsmål omkring et hensigtsmæssigt måltal for budgetsaldoen og dermed den overordnede finanspolitiske styring.

Kapitel II indeholder en gennemgang af den europæiske statsgældskrise. Ved etableringen af den økonomiske og monetære union var der reelt to hovedargumenter i relation til finanspolitisk disciplin, nemlig at dette ville blive sikret via de finanspolitiske regler, samt den markedsdisciplin lande med uforsvarlige offentlige finanser ville blive udsat for. Imidlertid blev de finanspolitiske regler kun i beskedent omfang overholdt, ligesom de finansielle markeder ikke reagerede, før finanskrisen

satte ind. Man kan derfor diskutere, i hvilket omfang krisen afspejler politiske fejl eller markedsfejl. Rapporten går ikke dybt ned i en diskussion af implementerings- og håndhævelsesproblemerne, og derfor tilbagestår det lidt uklart, om det er reglerne eller implementeringen, der har været problemet. Dette har stor betydning for tolkningen af betydningen af de seneste ændringer knyttet til finanspolitikken, herunder særligt finanspagten. Den mere principielle diskussion i kapitlet omkring behovet for finanspolitiske regler i en monetær union skelner ikke tilstrækkeligt klart mellem interdependens og eksternaliteter, hvor kun sidstnævnte kræver regulering. Kapitlet er kun i begrænset omfang inde på det såkaldte ”dobbelte underskudsproblem”, dvs. samtidig underskud på de offentlige finanser og betalingsbalancens løbende poster. Dette er en væsentlig del af problemstillingen, og det havde været ønskeligt med en mere dybtgående analyse af dette spørgsmål. Ligeledes savnes en nærmere diskussion af ”fiscal limits”, som udløser særlige begrænsninger for den økonomiske politik. Dette er vigtigt for at forstå statsgældskrisen, men det har også betydning for vurderingen af den fremtidige udvikling af de offentlige finanser i Danmark, jf. diskussionen i Kapitel III af finanspolitisk holdbarhed.

Kapitel III præsenterer en opdateret analyse af finanspolitisk holdbarhed i lyset af de seneste reformer. Hovedkonklusionen er, at der er finanspolitisk holdbarhed, men den underliggende budgetprofil er problematisk. Efter 2020 vil der i en periode på 30-40 år være systematiske underskud, og derefter følger permanente systematiske overskud, der sikrer den finanspolitiske holdbarhed. Denne budgetprofil er af en række grunde problematisk, blandt andet implicerer den en opbygning af en relativ stor offentlig gæld. Kapitlet indeholder en udmærket diskussion af denne problematik.

Det skal dog bemærkes, at rapporten antager nominalprincippet opretholdt for boliger frem til 2100, mens det er en forudsætning i regeringens analyse, at det kun fastholdes frem til 2020.

Den økonomiske politik har haft en strukturel balance i 2020 som pejlemærke. Dette er hensigtsmæssigt for at fokusere den økonomisk politiske diskussion, men en for ensidig fokus på 2020 er problematisk, hvis det efterlader et indtryk i befolkningen af, at balance på de offentlige finanser i 2020 er ensbetydende med, at man dermed har løst alle problemer. Med den ny budgetlov og den deraf implicerede løbende 4 års horisont skal man snart til økonomisk politik at forhold sig til disse spørgsmål.

Et problem ved den underliggende budgetprofil er som nævnt, at der opbygges en større offentlig gæld. Der savnes en nærmere diskussion af, hvor ”fiscal limits” ligger, og dermed ved hvilket niveau gælden bliver et selvstændigt problem. Hvis gælden når et niveau, hvor renten stiger, kan man også spørge, om antagelsen bag vurderingen af finanspolitisk holdbarhed om en given rente og dermed diskonteringsfaktor er

korrekt. Med den underliggende budgetprofil vil en rente stigende med gældsni-veauet formodentlig betyde, at der ikke er finanspolitisk holdbarhed. Det afgørende i forhold til den underliggende budget- og gældsprofil vil være sårbarheden ved en dybere krise. Finanskrisen har betydet en stigning i bruttogælden på ca. 20 procent point af BNP, og en sådan stigning på toppen af en gæld på 80 % af BNP vil givetvis være problematisk. Den underliggende profil er derfor også problematisk ud fra en stabiliseringspolitisk synsvinkel.

Kapitlet går ikke dybt ind i problematikken knyttet til udvikling i krav til og muligheder for velfærdsservice i fremtiden. Dette tema har været behandlet i tidligere rapporter. Der er dog et specifikt aspekt, som kunne have fortjent en nærmere diskussion, givet den store betydning det har for den aktuelle økonomisk politiske debat. I rapporten anføres, at en årlig realvækst i offentligt forbrug på 0,9 % omtrentligt svarer til det demografiske træk. I regeringens 2020 plan er det vurderet, at det demografiske træk kræver en realvækst på 0,4 %, og derfor vil der med en vækstramme på 0,8 % være plads til visse forbedringer. Forskellen synes ikke helt at kunne forklares af en forskel i befolkningsprognosen, og derfor ville det være ønskeligt med en nærmere diskussion af dette spørgsmål og dermed vurderingen af en central præmis for den aktuelle økonomisk politiske diskussion.

Særlig sagkyndig Nina Smith

Forårsrapport 2012

Formandskabet vurderer, at der samlet set har været både råderum og gode konjunkturpolitiske argumenter for at lempe finanspolitikken, som det er sket i 2012. Desuden vurderer formandsskabet, at det kunne være hensigtsmæssigt, hvis de stærkeste europæiske økonomier, herunder Danmark, førte en lidt mere lempelig finanspolitik i det kommende år for at øge mulighederne for at få gang i europæisk vækst. Dette forudsætter dog, at Danmark får en revideret henstilling fra EU og at en dansk lempelse sker som led i en samlet fælles europæisk vækststrategi. Jeg er enig i disse synspunkter.

Formandsskabet har en diskussion af, hvorvidt der er brug for yderligere strukturreformer inden 2020, eller om yderligere strukturreformer kan udskydes efter 2020. Denne diskussion kan forekomme uklar og uheldigt formuleret i forhold til den økonomisk-politisk debat i Danmark. Det er naturligvis korrekt, at når holdbarhedsindikatoren er ikke-negativ, som det beregnes af formandsskabet, så er der ved de nuværende finanspolitiske regler fremskrevet ud i fremtiden finanspolitisk, jfr. definitionen af begrebet holdbarhed. Men hvis man, som det er annonceret af henholdsvis regering og opposition, har målsætninger om enten at øge investeringerne i human

capital, grøn vækst mv. eller ambitioner om skattenedsættelser, så vil der fortsat være et reformkrav, hvis der skal være finanspolitisk holdbarhed.

Et andet aspekt ved diskussionen om, hvorvidt der er behov for yderligere reformer inden 2020 vedrører generationsfordelingen. Formandskabet sondrer her mellem nulevende generationer og fremtidige (ufødte) generationer og argumenterer for, at der ikke nødvendigvis er grund til, at de nulevende generationer skal bære uforholdsmæssigt store byrder sammenlignet med de fremtidige generationer. Men i forhold til om der skal gennemføres yderligere reformer inden 2020 er dette en meget forsimplet generationsanalyse. Blandt de nulevende generationer er der formentlig ligeledes store indbyrdes forskelle med hensyn til deres akkumulerede nettobidrag til finansiering af den offentlige sektor. Hvis man venter med tiltag til efter 2020, kan det betyde, at man mister chancen for eventuelle generationsmæssige skævheder inden for gruppen af allerede fødte generationer. Derfor ville det have været ønskeligt med en noget mere grundig og detaljeret generationsanalyse, hvis generationsargumenter skal bruges i forhold til timing af reformindsatser.

Mange af de nu foreslåede reformer vedrører at øge arbejdsudbuddet. Mange teoretiske og empiriske analyser dokumenterer, at øget arbejdsudbud på sigt øger beskæftigelsen omtrent tilsvarende. Det ville imidlertid være ønskeligt med en grundig analyse af dette spørgsmål, som spiller en stor rolle i den aktuelle situation, fordi det fra visse sider drages i tvivl, om der vil kunne skaffes job, der kan matche det øgede arbejdsudbud. Selvom denne tvivl næppe er begrundet ud fra en langsigtet betragtning, er det vigtigt at have bedre indsigt i og dokumentation for, hvordan og hvor hurtigt tilpasningen sker på arbejdsmarkedet, når arbejdsstyrken udvides, hvad enten det er fordi flere uden for arbejdsstyrken får incitament til at komme ind på arbejdsmarkedet, eller det er allerede beskæftigede, der arbejder flere timer, eller det er ældre der forlader arbejdsmarkedet senere.

English Summary

The report contains three chapters that concern the economic outlook and fiscal policy challenges faced by Europe and Denmark.

Chapter I contains a description of the outlook for the Danish economy up to 2020. In Denmark, as well as in many other countries, the lack of confidence in the public finances of a number of European countries is putting a burden on the economic outlook, and consequently a rather slow normalisation of the business cycle is expected. In Denmark fiscal policy measures already adopted along with the normalisation of the business cycle suggest that the public finances will gradually improve towards the year 2020 and approximately balance in the year 2020.

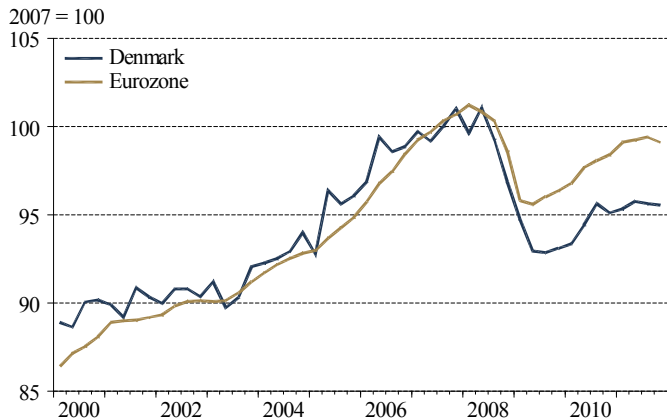
Chapter II deals with the background of the sovereign debt difficulties in a number of European countries. The chapter gives an account of the measures that have been implemented by the EU to mitigate the scope of the existing crises and prevent new crises. The measures include the establishment of the permanent rescue fund system, ESM, the Fiscal Compact and a number of other initiatives. Restoring confidence in the public finances is crucial to economic development in Europe in the coming years.

Chapter III contains a long term projection for the Danish economy focusing on the development of the public sector finances. The projection points out that substantial budget deficits must be expected in the years following 2020 due to the demographic evolution, which will result in an increased proportion of older people, and the exhaustion of resources in the North Sea. The fiscal policy is sustainable, given the assumptions in the projection, however, the future budget deficits are problematic and in conflict with the requirement that the structural deficit should not exceed $\frac{1}{2}$ per cent of GDP.

Neither Denmark nor the eurozone countries have recovered from the financial crisis that hit the global economy in 2008. The level of production in Denmark is at approxi-

mately the same level as 18 months ago, and growth in the eurozone has been weak as well, cf. Figure A. Europe is suffering from an economic slowdown, large budget deficits, and the widespread sovereign debt crisis. Households and businesses hesitate to spend and invest. The low level of consumption and investment is, to some extent, a result of the completed fiscal tightening and the concerns about a further escalation of the sovereign debt crisis. Consequently, demand is low which impedes the growth that could otherwise mitigate the budget deficits in the exposed countries. The projection in chapter I presupposes that the sovereign debt crisis will gradually taper off, and that the economy slowly recovers. During this process it is likely, however, that temporary setbacks could occur.

Figure A GDP in Denmark and the eurozone



Note: Latest observation is 4th quarter 2011.

Source: Statistics Denmark and EcoWin.

The recovery is expected to be fragile, and an escalation of the sovereign debt crisis cannot be excluded, which could weaken the recovery further. The recent public resistance to fiscal tightening in, for example, Greece shows that it may be very difficult to accomplish the necessary fiscal consolidation in some of the exposed countries. Ultimately this might lead to sovereign defaults and thus a new economic recession.

This year growth in Denmark is expected to exceed growth in the eurozone, cf. Table A. This is partly due to a planned fiscal stimulus including growth in public consumption and investment and repayment of early retirement contributions. In addition, unlike a number of European countries, fiscal policy in Denmark is not subject to mistrust.

In Denmark one of the reasons for the large setback was the development in the housing market. Housing prices increased rapidly up to the start of the sudden decline in 2008. Spain and Ireland have had a similar experience, whereas house prices had a different, gradual development in Germany, cf. Figure B. Overheating of the housing market and other macroeconomic imbalances have proven to constitute a risk to public finances in some countries.

Most of the European countries have large budget deficits. The economic setback has caused a considerable deterioration in the public finances because tax revenues have decreased due to lower economic activity, and expenses to unemployment benefits have increased. Furthermore, discretionary measures have been undertaken to support economic activity, e.g. tax cuts, public sector investment, and capital injections to banks. Denmark and most other countries in the EU have received a recommendation from the EU commission to tighten fiscal policy and improve the budget stance. The fiscal consolidation is ongoing and expected to proceed in the years ahead. Consolidation is necessary to restore confidence in the public finances, but the fiscal tightening per se will hamper growth. However, if the necessary consolidation is not carried through, the risk of a collapse in confidence is increased. A collapse in confidence will have immeasurable economic consequences.

Table A Key figures of the short-term outlook for the Danish economy

	Current prices	Per cent of GDP	Percentage change volume			
	DKK bn.					
	2011	2011	2011	2012	2013	2014
Private consumption	868	48,6	-0,5	2,3	1,3	1,8
Public sector consumption	511	28,6	-1,0	1,3	0,1	0,9
Gross fixed capital formation	310	17,3	1,0	5,2	2,5	2,4
consisting of:						
Residential investment	83	4,7	8,8	0,3	0,2	2,4
Business fixed investment	187	9,9	-3,2	6,7	7,4	2,8
Public sector investment	40	2,2	3,8	8,5	-18,0	1,6
Stockbuilding ^{a)}	3	0,2	0,4	0,1	0,5	0,0
Total domestic demand	1.692	94,7	-0,1	2,6	1,7	1,6
Exports of goods and services	957	53,6	6,8	1,4	2,8	2,6
Imports of goods and services	863	48,3	5,2	4,0	3,9	2,9
GDP	1.786	100,0	1,0	1,3	1,2	1,5
Key indicators						
GDP in the eurozone, percentage change			1,7	-0,1	1,1	1,6
Consumer prices, percentage change ^{b)}			2,5	2,5	1,9	1,8
Unemployment, per cent ^{c)}			3,8	4,0	4,2	4,1
Current account, DKK bn.			115,8	79,6	62,0	57,1
Current account, per cent of GDP			6,5	4,3	3,3	2,9
General government budget balance, DKK bn.			-34,7	-72,0	-44,2	-37,5
General gov. budget balance, per cent of GDP			-1,9	-3,9	-2,3	-1,9
Hourly wage costs, percentage change			2,3	1,8	1,8	2,3
Terms of trade, percentage change			-2,1	-1,1	0,0	0,3

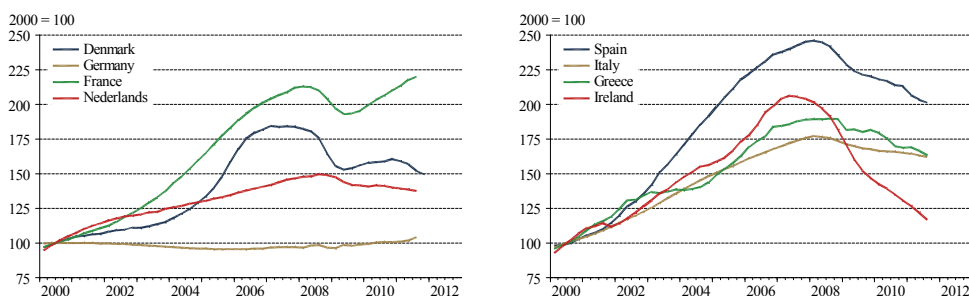
a) The percentage changes are calculated as real change in stock building relative to GDP in the previous year.

b) Implicit private consumption deflator.

c) Percentage of the total labour force. National definition.

Source: Statistics Denmark, National Accounts and own calculations.

Figure B *House prices in Denmark and selected euro countries*



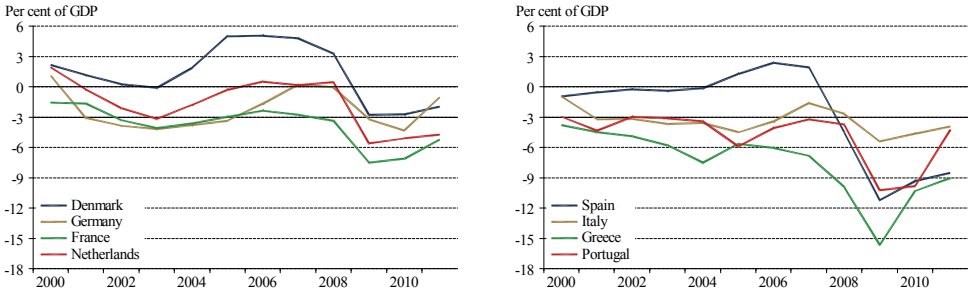
Note: Latest observation is 1st quarter 2012 for Denmark and 4th quarter 2011 for the other countries.

Source: Statistics Denmark and OECD.

The large budget deficits are not caused exclusively by the crisis. In many European countries, the public finances were not sufficiently consolidated in the years prior to the crisis in 2008, and many countries struggled, irrespectively of the cyclical upswing, to keep the budget deficit below 3 per cent of GDP. Greece and Portugal more or less systematically exceeded the deficit limit in the 2000s, and Italy, Germany, and France also violated the regulations. For the entire period, Denmark has complied with the requirements, cf. Figure C.

A few EU countries, including Italy and Greece, have not only struggled with the budget deficit limit, they also had public debts exceeding 60 per cent of GDP already in the year 2000. The development of the public finances in the 2000s meant that the debt of the eurozone countries increased from 70 per cent of GDP in 2000 to almost 90 per cent of GDP in 2011. Last year, public debt exceeded 60 per cent of GDP in many countries, including Germany and France. In Denmark, the public debt has been below 60 per cent during the entire period, cf. Figure D.

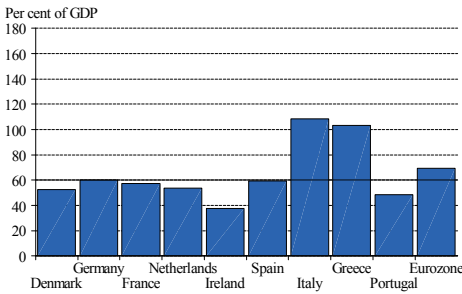
Figure C Budget balance in Denmark and selected euro countries



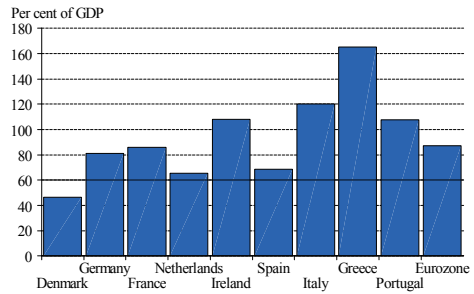
Note: The horizontal line illustrates the EU requirement that the budget deficit should not exceed 3 per cent of GDP.

Source: OECD, *Economic Outlook*, Statistics Denmark, and Eurostat.

Figure D Gross debt in 2000



Gross debt in 2011



Note: The horizontal line illustrates the EU requirement that the public debt should not exceed 60 per cent of GDP. Eurostat note that the recent figures reported by Greece are subject to substantial uncertainty.

Source: Eurostat.

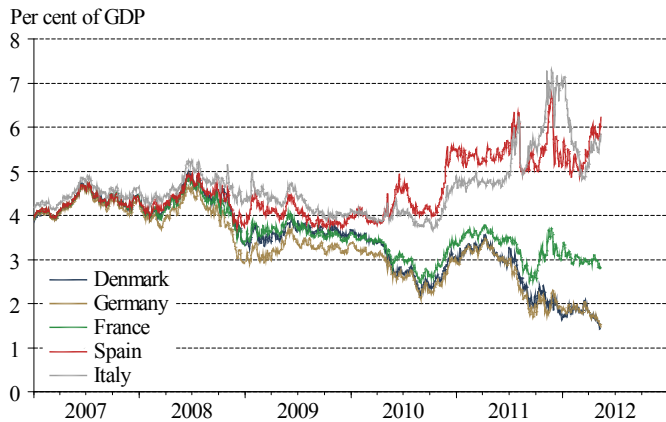
The systematic problems that countries have had complying with the requirements for budget deficits and public debt highlight the fact that the existing rules have been insufficient. Many countries have had budget deficits close to 3 per cent in times of normal or even favourable economic conditions. This is a clear indication of fiscal policy being too expansionary and shows that many countries have been off-track compared to the goal of balancing the structural budget. It is remarkable that no countries were fined for breaking the budget deficit limit.

The financial and economic crisis has led to a considerable deterioration in public finances that were already weak. Based on large and increasing public deficits, Greece requested loans from other EU countries and the IMF in May 2010, and shortly afterwards loans were also provided to Ireland and Portugal. Following a period with gradually increased confidence that the countries would be able to cope with the difficulties, mistrust returned during the summer of 2011. Interest rates on government bonds increased rapidly for the most exposed countries, and the unrest also hit Spain, Italy, and to some degree France. The adverse development was stopped by a number of measures taken by the affected countries themselves and measures and declarations by the EU in late 2011 and the beginning of 2012. For the exposed countries, the measures include fiscal tightening and implementation of reforms in accordance with the recommendations given by the EU. The measures undertaken by the EU include the advance of the permanent rescue funding programme, ESM, fiscal policy measures in terms of the Six Pack, the Fiscal Compact, and quantitative easings by the ECB. The Greek debt write-down in March 2012 was expected by financial observers and thus not per se an event that reduced business and consumer confidence in Europe.

Though the measures taken by the EU have helped to restore confidence in the European economy, the interest rate spreads to Germany are still large in a number of countries. This is the case for the most exposed countries like Greece and Portugal, but also Spain and Italy suffer from worryingly large spreads, cf. Figure E. For these countries, the

interest rate on 10-year bonds approaches 6 per cent, which is 4½ percentage points above that of Germany (and Denmark). The interest rate in France is also higher than in Germany.

Figure E Interest rate on 10-year bonds



Note: Latest observation is mid-May 2012.

Source: EcoWin.

The large spreads have directed attention to the potential role of the ECB. Some have argued that the ECB should play a more active role and systematically intervene in the government bond market by buying government bonds to keep the interest rates down. By intervening in the market the ECB could, in principle, lower the probability of a “debt spiral”, where mistrust in the public finances increases the interest rates making it more difficult to service the debt. However, such bond purchases by the ECB lower the incentive to consolidate fiscal policy. The same problem applies to loans given by ESM, however, these loans may be made conditional on fiscal tightening and structural reforms in the exposed countries. Moreover, the ESM construction has the advantage that the costs and risks of aid to countries struggling with fiscal imbalances are fully transparent. The transparency and possibility of providing aid conditional on reforms imply that rescue funding programmes by ESM are preferable to systematic market intervention by the ECB.

In many countries the budget deficits are unsustainably large. In the most exposed countries, it is imperative to implement measures that improve the public finances and restore confidence. Due to irresponsible fiscal policy and lack of reforms in favourable years, the state of the public finances is very poor. In these countries, it is not possible to use standard fiscal stimulus – though the economy suffers from low demand, high unemployment, and in many countries, very high youth unemployment. In many countries, the fiscal policy difficulties are so severe that no alternative to reforms and a very tight fiscal policy is available.

The IMF has recommended that countries with healthy public finances and large private sector savings surpluses, including Germany and Denmark, should choose a less tight fiscal policy. A fiscal stimulus in these countries could increase growth in the eurozone, indirectly helping the most exposed countries by increasing export potential. A slower consolidation in the healthiest countries could be part of a strategy to lift Europe out of the crisis, however, the stimulus would primarily affect the countries that stimulate, and the effect on e.g. Greece, Italy, Spain, and Portugal would only be indirect and limited.

A more direct way to promote growth in the exposed European countries is to temporarily channel a larger part of the EU's structural funds to the most exposed countries or temporarily increase available funds. The EU funds could help to make socially beneficial investments possible in a situation where the state of public finances cannot ensure the usual funding. EU funds should be used on socially profitable investments only. Additional contributions from countries with a relatively favourable level of economic activity to troubled countries could ensure that the stimulus takes place where it is needed the most, i.e. in southern Europe. The state of the business cycle is certainly not the same in all eurozone countries, and with a single monetary policy there may be a need for different fiscal policies. A redistribution of funds based on a business cycle perspective has, however, a number of political and practical difficulties that the existing system may not be optimal to cope with.

One way to raise further funds to finance a coordinated fiscal stimulus in the EU could be to impose a financial transaction tax (FTT). The European Commission has presented a proposal for such a tax. However, it is the assessment that a FTT is inefficient in this respect. At first, the tax on financial transactions is paid by financial institutions, but the costs are, to a large extent, passed on to companies and consumers through higher financial costs that affect investment, saving, and thus GDP negatively. A FTT is adequate if unintended adverse side effects of financial transactions can be identified. In general, a high number of transactions and a large turnover is desirable as it increases liquidity and thereby efficiency in the markets. Nevertheless, some transactions may destabilize markets and form bubbles. From a theoretical point of view it is not obvious whether a FTT increases or decreases the stability of markets, and empirical evidence does not support the hypothesis that a high number of transactions tend to destabilize markets – rather the opposite.

If the intention is to increase tax revenue in the EU by increased taxation of the financial sector, this ought to correct the VAT exemption that applies to most financial services in the EU. To this end a payroll tax (and perhaps a tax on above normal profits) in the financial sector is suitable. Currently only a few European countries have levied a payroll tax on the financial sector, however Denmark has such a tax that may serve as an example. The need to reduce risk-taking behaviour in the financial sector is better achieved by imposing capital and liquidity requirements etc. than by imposing a FTT.

In the EU focus is on the necessity to establish credible public finances. Nevertheless, success has been limited. Credible public finances increase investor confidence that a country is able (and willing) to meet its financial obligations as they fall due. In the end what matters is that the fiscal policy is sustainable, i.e., the revenue matches the expenses such that the debt-income ratio is stable in the long run. Hereby the country should be able to pay back loans including interest and avoid a sovereign default. Thus, it is crucial that the fiscal policy of each country is sustainable – and at

the moment this is far from being the case. The European Commission frequently calculates simple indicators of fiscal sustainability that show considerable difficulties with sustainability among countries in the EU. Recent calculations show that the budget balance in the eurozone must be improved by 6.4 per cent of GDP in order to obtain sustainability. One of the most troubled countries is Spain. In Spain, sustainability requires an improvement of the budget balance of 12.0 per cent of GDP. In Germany and France, the corresponding numbers are 5.0 and 5.5 per cent of GDP, respectively. In this context Denmark distinguishes itself positively.

The substantial difficulties with fiscal sustainability in the EU countries clarify that the short-term outlook is not the only problem. There is a great need to pay attention to the long term difficulties as well. Hence, it would be expedient if the EU countries were required to indicate how they would obtain fiscal sustainability in the yearly EU stability and convergence programmes. Ideally, the requirement for regular and well-documented sustainability estimates can increase fiscal discipline in the EU countries. In Denmark, there has long been a focus on such long-run issues which are dealt with in the medium and long term fiscal planning. This focus has most likely contributed to the passing of reforms necessary for fiscal sustainability in the Danish economy.

Fiscal sustainability is not necessarily sufficient to avoid mistrust in the public finances. Large budget deficits and increasing debt in the short term might raise doubts about a country's ability and willingness to service the debt – irrespective of the fact that large deficits are countered by surpluses later on. If investors start losing confidence in the public finances the interest rate increases, and the public finances consequently deteriorate further. Increasing interest rates may thereby lead to unsustainable fiscal policy. Loss of confidence may be self-reinforcing, and the country might enter a phase of runaway debt – even though fiscal policy was sustainable in the first place. Changing expectations are particularly troublesome for countries with large initial debt.

The Maastricht Treaty and the Stability and Growth Pact define the framework for the fiscal policy in the EU countries: The general government deficit should not exceed 3 per cent of GDP, and the gross public debt should not exceed 60 per cent of GDP. In principle, the fulfilment of the debt-GDP ratio limit implies a fiscal policy which is sustainable. However, by adding the budget deficit limit one achieves an earlier indication if the public finances are heading in the wrong direction. The budget and debt requirements are supplemented by country-specific medium term objectives for the structural budget balance which, in the case of Denmark, is a structural budget deficit of a maximum of $\frac{1}{2}$ per cent of GDP.

During the autumn of 2011 and spring of 2012 the EU countries implemented a number of measures to enhance the credibility of fiscal policy in the EU countries. These initiatives include the Six Pack and the Fiscal Compact. The purpose of these measures is to improve the fulfilment of the public finance requirements.

The Fiscal Compact increases the focus on the structural stance of the public finances. As part of the Fiscal Compact, each country is obligated to ensure that the structural deficit requirement and a correction mechanism take effect in national legislation. This implies that if the structural deficit appears to deviate significantly from the requirement then the country has to put forward a programme of measures to improve the public finances. All EU countries, except the United Kingdom and the Czech Republic, have announced that they intend to join the Fiscal Compact.

The Fiscal Compact and other recent measures give a more prominent role to the structural stance of the public finances in terms of the estimated structural deficit. The structural budget balance is the budget balance adjusted for effects related to the business cycle and temporary circumstances. The development of the structural budget has a closer relationship to the long term development of the public finances and fiscal sustainability than the actual budget balance itself. The structural budget deficit should not exceed $\frac{1}{2}$ per cent of GDP (for most countries) unless there

are exceptional circumstances, e.g. a severe economic setback.

Abiding by the requirement that the structural deficit should not exceed $\frac{1}{2}$ per cent of GDP implies that the budget balance itself will be in surplus during economic upswings. It also implies that the automatic stabilizers are allowed to work during a downturn. Hence, it would not normally be necessary to tighten fiscal policy during a downturn in order to avoid a violation of the 3 per cent deficit limit. The rules allow for deviations from the budget deficit and structural budget balance requirements under special circumstances such as a severe economic contraction. If the financial policy just fulfils the structural balance requirements, there is no room for discretionary fiscal stimulus during downturns that are not considered extraordinary. If a more expansionary fiscal stance is desired it presupposes that the fiscal policy aims at structural balance or a surplus. Whether it is necessary and desirable to plan fiscal policy to leave room for discretionary stimulus depends on a number of factors including the actual use of the concept “extraordinary circumstances”.

The structural deficit is an estimate, not an actual balance. The estimate depends, among other things, on the perception of the business cycle and the way temporary circumstances are accounted for. Hence, there is significant practical and methodological uncertainty attached to the estimate of the structural deficit. In a projection, the estimate of the structural balance is closely related to the estimate of the future actual budget itself. Clearly, the latter is also subject to substantial uncertainty related to, e.g. the development of the business cycle and occurrence of temporary circumstances.

The uncertainty involved in estimating a structural budget balance calls for its cautious use. However, this is not an argument for avoiding using the concept in the planning of fiscal policy. It is imperative to address the structural position of the public finances. The disregarding of this issue is probably the reason why, in the years before the crisis, many countries continued running budget deficits close to

(or above) 3 per cent of GDP. The structural budget balance should work as an important indicator for the development of the public finances, but it is not sufficient. It is also important to take the estimates of the actual budget balance in the medium and long term into consideration.

With the Six Pack the EU countries have increased the focus on macroeconomic imbalances. This is a favourable step. The development in recent years has shown that macroeconomic imbalances might affect the public finances negatively. The fact that the sovereign debt crisis was partly triggered by the private (financial) sector stresses the need to pay attention to imbalances in the various parts of the economy that may influence the public finances.

It may be necessary for the euro countries to make an effort to increase the credibility of their public finances. The former requirements were largely not respected, and sanctions were not introduced, even though this was possible. The Six Pack increases the possibilities to sanction countries that do not comply with the policy requirements, e.g. a penalty payment, and the Fiscal Compact involves requirements for national legislation that supports the framework for fiscal policy. The tightening measures increase the probability that the requirements will be respected. However, this remains to be proven.

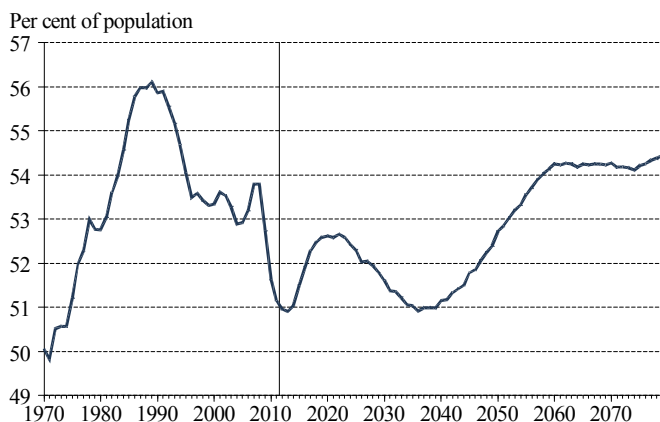
By increasing credibility, the new rules will contribute to settling the unrest in the markets for government bonds. The development since the approval of the measures shows that confidence is difficult to restore. Even if the attempt to restore confidence in the financial markets succeeds in the short-term, confidence may be lost in the future. An important test of the new fiscal framework would arise if France, Italy, or Germany experiences an economic boom in a few years. In this case, the structural deficit requirement implies that the actual public finances have to be in surplus.

Public finances in Denmark are healthy compared to most other European countries. In 2011 gross public debt amounted to 47 per cent of GDP in Denmark, while the corresponding number in the euro area was 80 per cent of

GDP. The public deficit is modest compared to other, especially southern, European countries. Also, according to the assessment of long run fiscal sustainability made by the EU-Commission, public finances are in a significantly better condition in Denmark than in most other countries.

Given recent measures, in particular the reform of the retirement system and assuming that the abolition of the nominal tax freeze on excises is permanent, fiscal policy is assessed to be sustainable in the long run, according to the calculations in chapter III. The sustainability indicator is 0.2 per cent of GDP. An important explanation of the development in public finances is the development of the labour force. As a consequence of the recent reforms to the Danish pension system, the labour force (as a share of the population) will gradually increase to a level that is higher than the current level, cf. Figure F.

Figure F Labour force as a share of the population



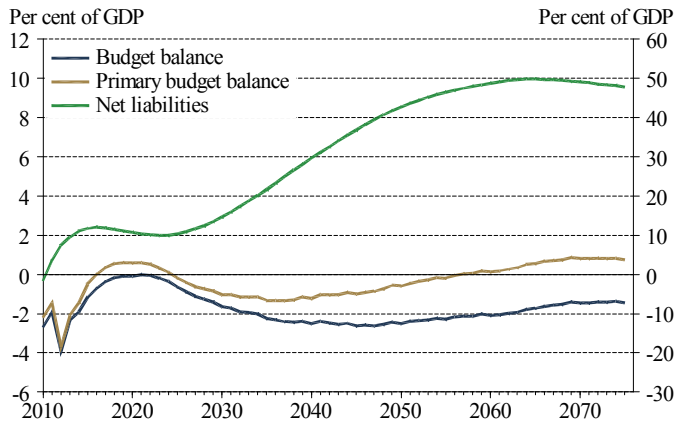
Source: Statistics Denmark, ADAM's databank, DREAM's population and labour force projections and own calculations.

The projection presupposes that the structural budget balances (after the consolidation following the European Commission's recommendation) from 2013 until the start of the 2020s. Hereafter, public finances are expected to deteriorate due to both demographics and reduced production of

oil and gas in the North Sea, resulting in lower tax revenues. Fiscal sustainability notwithstanding, a period with structural deficits of approximately 2 per cent of GDP is expected, cf. Figure G. Thus, Danish fiscal policy will conflict with the Fiscal Compact.

A structural deficit of around 2-2½ per cent of GDP limits the availability of fiscal policies to actively intervene in the case of a recession. A recession can easily cause actual deficits that are in conflict with the deficit limit of 3 per cent of GDP even without active expansionary policy, as automatic stabilizers are fairly large in Denmark. Many years with deficits also imply a risk that financial markets will respond with higher interest rates on Danish government bonds.

Figure G Budget balance and net liabilities



Source: Statistics Denmark, ADAM's databank, DREAM and own calculations

The prospect of relatively large deficits for a number of years indicates that eventually reforms will be needed to improve public finances. However, under the current circumstances, the challenge is manageable. Over three years a structural improvement in public finances of around 1½ per cent of GDP is planned in the fiscal consolidation agreement. This shows that reforms are feasible, if they are

considered necessary. Another example is the implementation of the recent reform of the Danish retirement system.

In this projection the deficit is forecast to be DKK 2 billion in 2020 and sustainability of the public finances is estimated to be a surplus of 0.2 per cent of GDP. The 2012 Convergence Program for Denmark estimates a deficit in 2020 of around ½ per cent of GDP (around DKK 7 billion in present value) and a modest sustainability problem of 0.1 per cent of GDP. The relatively negative forecast for the public balance in 2020 in the convergence program is partly due to a less positive estimation of the development of the labour force.¹ The differences in the expected developments in the labour force and balance reflect the fact that projections are based on assumptions that are uncertain and not necessarily identical, and therefore can be debated.

In early May 2012, the government presented a new 2020 plan, *Denmark at work - challenges for the Danish economy towards 2020*. The plan is based on maintaining the previous Liberal-Conservative government's goal of structural balance in 2020. The plan suggests implementation of reforms in several areas, including disability pensions, subsidised jobs, social assistance, taxes and tripartite negotiations, amounting to a requirement for an increase in the labour force of approximately 60,000 people. The resulting revenue would be primarily used to close the gap in the public finances in 2020, which the government estimates to be just under ½ per cent of GDP, cf. *the challenge scenario* in the convergence programme. The revenue is also to be spent on the new, more ambitious, educational goal that 60 per cent of a youth cohort completes a higher education. Finally, further revenue from the reforms is planned to be used for growth initiatives. The government thus plans a

- 1) In the 2020 projection presented in *Convergence Programme 2012* the labour force increases by about 50,000 persons less than in this projection. This difference is partly due to the use of different population projections. Part of the difference in the development of the labour force, however, is offset by an opposite difference in average working hours. The scenario that shows a deficit of just under ½ per cent of GDP is termed *the challenge scenario* in the convergence programme.

significant increase in the labour force by 2020, partly to ensure public balance in 2020, partly to increase expenditures above the path that ensures unchanged service standards.

The need for reforms to improve public finances depends on the estimation of the underlying trends and on political desires to increase expenditure or lower taxes. As mentioned, the government intends to achieve balance in 2020. This aim can be reasonable, partly because it is operational, e.g. compared to an aim of sustainable and credible public policy. Balance in 2020 is a stricter aim than Denmark's current medium-term aim that allows a deficit of ½ per cent of GDP. By aiming at budget balance, a small margin is achieved to insure against broken presumptions. If the presumptions are correct, achieving balance in 2020 allows for a small extra stabilization policy scope.

Given the aim of balance in 2020, the projection in chapter I implies that increased expenditures necessitate reforms or other measures that provide sufficient funds. The need for reforms depends on the initiatives that require increased expenditure (or lower taxes) and is thus a highly political issue. A precautionary principle and the requirement of a maximum structural deficit of ½ per cent of GDP imply that increased expenditure cannot occur until the effects of the implemented measures to finance them are fairly certain. In light of the uncertainty regarding the development towards 2020, it is appropriate to pursue such a precautionary strategy, even though the gap in this projection is expected to be lower (DKK 2 billion).

Increasing deficits are expected from 2020 onwards. Meeting the requirement of a structural deficit of a maximum ½ per cent of GDP will, therefore, sooner or later, require reforms or other measures that can improve public finances. However, there is no urgent need for reforms in the short run as public finances are expected to be in balance in 2020 without costly initiatives. However, in chapter III, a calculation shows that an improvement of the primary balance of 0.9 per cent of GDP, equivalent to DKK 18 billion could ensure that the structural deficit is a maximum ½ per cent of

GDP in the years to follow. Such a tightening of public finances tends to give a surplus and the fiscal policy would be over-sustainable. If the presumptions behind the calculations hold, this implies that the fiscal policy can be expanded in the (far) future to be beneficial to future generations.

Rather than tightening over the period until 2020, it is possible to postpone the necessary improvements in public finances until after 2020. If the implementation of the measures necessary to ensure that the structural balance under the given conditions never exhibits a deficit in excess of $\frac{1}{2}$ per cent of GDP is postponed until after 2020, the required improvement of the primary balance is larger than if tightening is implemented before 2020. Calculations in chapter III show that the necessary improvement in the primary balance is around DKK 23 billion if the tightening is implemented over the period 2021-30. When and how tightening should be implemented depends on the political priorities, including the consideration of different generations. The later the improvement is implemented, the greater it must be. Conversely, there may be both economic and distributional considerations that imply that additional fiscal tightening in the short run is not realistic or appropriate. At the moment, a significant traditional fiscal tightening has been implemented with the fiscal consolidation agreement, and there have been reforms: one reduces the length of the unemployment benefit period by half and another postpones retirement. Further measures in the next few years will add to those already adopted and partially implemented. The expected slow normalization of the business cycle also pulls in the direction of postponing the implementation of necessary measures.

There is a substantial redistribution between generations through the public sector. Calculations presented in chapter III show that, on average, a newborn receives almost DKK 500,000 more from the government than he pays over the life cycle in the scenario with slightly over-sustainable fiscal policy. Similar calculations have sometimes been perceived to indicate that public finances are not sustainable. However, this is a misunderstanding. When the fiscal

policy is sustainable, while all future generations are net beneficiaries of the public sector, it is due to the fact that the generations alive today for the rest of their life pay just as much as future generations receive. The amount of just below DKK 500,000 thus expresses that the most important generational redistribution in the Danish welfare state occurs from adults to children. Thus, in Denmark a large part of the transfer of resources from parents to children that have always existed takes place through the public sector.

The profile of the public balance in the coming decades is primarily the result of changes in the age structure of the population, but the specific profile is also a result of institutional factors. To the extent that it is possible to change the institutional setting so that the given public revenues and expenditures are transferred over time, it will, in principle, be possible to change the deficit profile, without affecting fiscal sustainability. With the expected profile of the deficit, it is tempting to look for opportunities to move forward revenues expected in the distant future to the early 2020s and through the 2030s - or, alternatively, to postpone to the future expenses that fall in these years. A pure advance of earnings (or delay of expenses) will improve the balance in the medium run and thereby contribute to a slower accumulation of debt in the longer run without compromising sustainability.

An option to defer public spending could be to consider a public-private partnership (PPP) on public investment, for example investment in infrastructure or other major construction projects, where a private company makes the investment and the government pays rent in the future, rather than the public sector makes the investment. There may be many arguments for and against increased use of PPP. Compared to the profile of the public finances, they have the specific effect that public expenditure decreases in the short term - against higher expenditure in the longer term. This will pull in the direction where the profile of the public balance is smoothed and, to a greater extent, will meet the deficit requirement.

Another possibility to influence the profile of the fiscal balance could be to tax contributions to pension schemes at the time of payment instead of at the time of repayment. Calculations in *Danish Economy, spring 2011* show that the public finances in that case are improved by just over 3 per cent of GDP for many years, and there will be a large public accumulation of wealth rather than debt. In principle, sustainability of public finances is unaffected, because it is merely an advance of revenue. However, a risk of advancing pension taxation is that the sizable wealth accumulation and the large annual surpluses could lead to pressure to loosen fiscal policy. The same argument applies against a significant increase in the use of PPP. In any event, there is no reason why Denmark should change the taxation of pensions, as described, before 2020.

The above examples illustrate that different institutional arrangements may influence how restrictive the requirement for a structural deficit of no more than $\frac{1}{2}$ per cent of GDP will be. For example, historical differences between the institutional settings in two countries with the same fundamental fiscal sustainability problems could mean that fiscal policy must be organized differently, if the requirement for the structural balance is to be met. This element of randomness indicates that, in the longer run, refining the EU requirements for the structural balance may be needed in a way such that the country-specific requirements depend on the basic institutional settings and possibly on fiscal sustainability. In a Danish context, the sizeable tax revenues that are postponed, in combination with a fundamentally sustainable fiscal policy could justify that the requirement for the Danish structural balance should not be a deficit of up to $\frac{1}{2}$ per cent of GDP, but rather e.g. 1 per cent. An adjustment of EU rules may be appropriate, but no changes should be made before Europe has come safely through the sovereign debt crisis.

Calculations of fiscal sustainability require a projection of developments in public finances far into the future, to which are obviously attached great uncertainty. The uncertainty is associated with both the general assumptions and assumptions about economic policy. One of several key assump-

tions behind the calculations is that government expenditure follows the evolution of population size and composition, corrected for the general income development. Historically, however, there has been a significantly higher growth in public consumption compared to the calculated growth corresponding to unchanged standards. Such a historical excess growth tendency is not included in the projection, but would then jeopardize sustainability. Thus, there is a need for tight control of public consumption etc. if the projection is to hold.

The government has proposed a Budget Law that includes the introduction of expenditure ceilings (effective from 2014). At the same time the possibility of sanctioning municipalities in the case of expenditure exceeding the agreed amounts is made permanent, and sanctions are introduced for the regions. Adoption of the Budget Law will also imply implementation of the Fiscal Compact in Danish legislation, including the requirement that the structural deficit in public finances must not exceed $\frac{1}{2}$ per cent of GDP. The Budget Law is in line with previous recommendations from the chairmen of the Economic Council and helps to meet the medium-term objectives.

The municipal accounts for 2011 exhibited lower consumption expenditures than agreed and budgeted. This respect for agreements and budgets is in contrast to the typical picture of the past decade, which has been characterized by more or less systematic deviations. This suggests that the tougher sanctions for municipalities in 2011 have had an effect. It is therefore reasonable to make the possibility of sanctions permanent.

The expenditure ceilings are in effect for four consecutive years and cover most of the public expenditure that is not related to unemployment, interest payments or investments. Five different ceilings will be established for municipal operating expenditures, regional operating expenditures (the health area and the regional development area respectively), central government expenditures on transfers and operational expenditures, EU-contributions etc. The size of the expenditure ceilings will be determined on the basis of the

target for the structural balance and a macroeconomic projection. This projection can only include revenue from reforms that have majority support in the Danish parliament.

There are various possibilities of adjusting the ceilings along the way. The Danish parliament can decide to establish new ceilings. Also, the Minister of Finance can redistribute the ceilings among central government, municipalities and regions with the approval of the Finance Committee. Finally, the Minister of Finance can, under some circumstances, increase or decrease the ceilings. On the one hand it is appropriate to allow a certain amount of flexibility within the system, e.g. when the underlying assumptions change. On the other hand adjustments may reduce credibility. Thus, it is important that changes in the ceilings are limited and that the changes are transparent, justified and in accordance with the fiscal targets.

Public finances deteriorated sharply during the economic crisis, and there is an urgent need for consolidation of public finances. A part of this consolidation takes place automatically as the economic situation improves, but there is a further need for withdrawing the crisis-related discretionary measures. A substantial part of this withdrawal occurred in 2011, mainly as a result of reductions in public consumption, which were larger than planned.

Fiscal policy is planned to be eased in 2012, such that fiscal policy is assessed to increase the growth rate of GDP by $\frac{1}{2}$ percentage point compared to a situation with a neutral fiscal policy. Recently, a number of measures which strengthen public finances in the long run have been implemented. These measures give room for the planned fiscal stimulus in 2012, which will, however, not change the economic situation significantly.

The fiscal stimulus in 2012 consists of high growth in public consumption, a sharp increase in public investment and repayment of the contributions to the voluntary early retirement scheme. The increase in public consumption is a result of public consumption expenditure being

DKK 6 billion lower than planned in 2011. Another expansive element in the fiscal policy this year is a planned sharp increase in public investment. Expenditure on public investment will reach 2½ per cent of GDP, which is the highest level in forty years. However, experience has shown that it is difficult to control public investments in a precise manner. Thus it is likely that some of the public investments will be implemented in 2013. This will tend to limit the fiscal expansion in 2012, while the tightening in 2013 is reduced.

As mentioned earlier, Danish fiscal policy is restrained by the European Commission's recommendation that the structural balance should be improved by 1½ per cent of GDP from 2010 to 2013. According to calculations made by the Danish Ministry of Finance, this target will be met given the planned fiscal policy. The reason for the recommendation was that the public deficit was expected to exceed 3 per cent in 2010 and 2011. It turned out that the actual deficit in these two years did not exceed 3 per cent. This was not due to a more favourable economic situation and only to some extent due to policy measures. The primary reason for the improved budget balance was unexpected and extraordinarily revenues from taxation of pension yields, which yielded DKK 35 billion in both 2010 and 2011. In a normal year the taxation of pension yield is expected to yield DKK 20 billion.

Taking the fiscal expansion this year into account there is a need for a sharp fiscal tightening in 2013, assuming that the recommendation of the European Commission is to be met. It is assessed that the planned fiscal policy will reduce GDP growth by almost 1 percentage point in 2013, which is primarily due to a planned fall in public investments. To some extent this can be mitigated by the plan to bring forward renovation of social housing provided by housing associations and higher private investment as a consequence of the recent energy agreement. However, the scope and timing of these investments are highly uncertain.

The planned tightening of fiscal policy in 2013 is not appropriately timed considering the fragile economic situa-

tion. GDP is expected to grow at around 1¼ per cent in this year and the next. This is only slightly above the estimated growth rate of structural GDP. If this expectation proves correct then the output gap will only narrow slowly. The expectation of only weak growth in aggregate demand and output implies that employment will not begin to increase before 2013 or 2014. Employment is estimated to be substantially below its structural level even though unemployment is not very high. This calls for a less tight fiscal policy even though a part of the fall in employment can be explained by a reduction in the number of foreign cross-border workers and increased entry into education. In the absence of the recommendation of the European Commission a slower tightening of fiscal policy would have been beneficial. This could for instance be done by reaching the desired improvement of the structural balance in 2015 instead of 2013. It is still advised to follow the recommendation but a revised recommendation could be part of a fiscal expansion at the EU-level.