

De Økonomiske Råd 
Formandskabet

KAPITEL I
KONJUNKTUR
OG OFFENTLIGE
FINANSER

KAPITEL 1

KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

RESUME

Den globale økonomi er præget af stor usikkerhed og vækstafdæmpning. Dansk eksport trodser endnu den internationale afmatning og bidrager til, at dansk økonomi ventes at vokse ca. 2 pct. i år. Den høje usikkerhed og lavere vækst på vores eksportmarkeder ventes i højere grad at slå igennem næste år med lavere dansk vækst til følge.

Udsigten til mere afdæmpet vækst mindsker behovet for en stram finanspolitik. Omvendt er presset på arbejdsmarkedet fortsat højt, og det er endnu heller ikke hensigtsmæssigt at lempe finanspolitikken. Skulle konjunkturudsigterne forværres mere end ventet, vurderes der at være plads til en lempelse inden for rammerne af budgetloven.

Statsobligationsrenterne er faldet til et historisk set usædvanligt lavt niveau og er nu negative i mange europæiske lande, både realt og nominelt. Afkastet på kapital i bred forstand er ikke faldet i samme grad, og en del af forklaringen på de lave statspapierrenter er derfor, at efterspørgslen efter sikre papirer er øget relativt meget de seneste år.

I.1

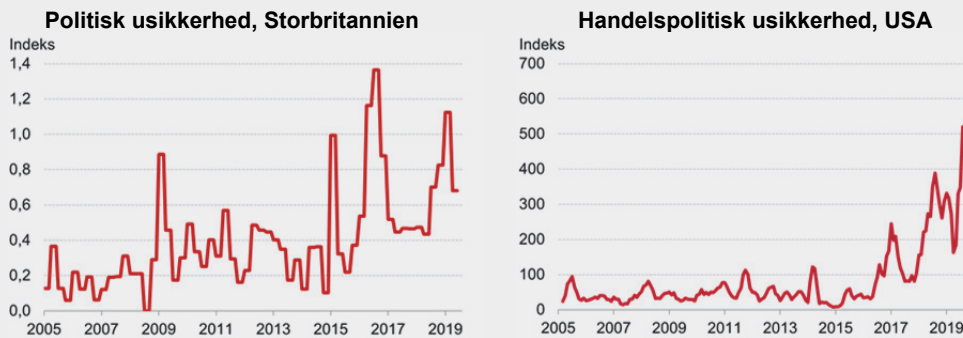
HOVEDTRÆK AF KONJUNKTURVURDERINGEN

Høj og tiltagende usikkerhed i den globale økonomi

Usikkerheden i den globale økonomi er tiltaget siden foråret, jf. figur I.1. Den geopolitiske usikkerhed omkring Iran er steget, i Storbritannien fortsætter det kaotiske forløb omkring Brexit, og handelskonflikten mellem Kina og USA er i sensommeren optrappet med annoncering af yderligere told. Forløbene bærer præg af, at stemningen meget hurtigt kan vende fra tegn på forsoning til yderligere eskalering af situationen. Den høje grad af uvished om fremtiden gør det vanskeligt for forbrugere og virksomheder at planlægge, hvilket særligt dæmper virksomhedernes investeringslyst. Lavere investeringslyst dæmper den samlede efterspørgsel i økonomien og breder sig gradvist. På den måde kan usikkerheden også få realøkonomiske konsekvenser.

FIGUR I.1 GLOBAL USIKKERHED

Den globale usikkerhed er høj – eksempelvis som følge af politisk usikkerhed i Storbritannien knyttet til Brexit og handelspolitisk usikkerhed i USA knyttet til konflikten med Kina.



Anm.: Figuren viser indeks beregnet af Economic Policy Uncertainty. Det politiske usikkerhedsindeks baseres på tre komponenter: avisdækning af politisk relateret økonomisk usikkerhed, antallet af midlertidige skatter til udløb og uenighed mellem økonomiske prognosemagere. Det handelspolitiske usikkerhedsindeks baseres på avisdækning af politisk relateret økonomisk usikkerhed, der også indeholder en eller flere henvisninger til handelspolitik. Seneste observation er 2. kvartal 2019 for politisk usikkerhed i Storbritannien og august 2019 for handelspolitisk usikkerhed i USA (sidstnævnte er vist som tre måneders glidende gennemsnit).

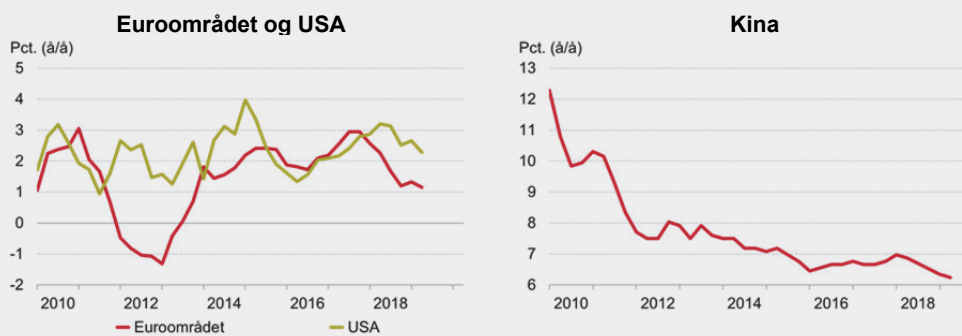
Kilde: Macrobond.

Vækstafdæmpning i verdensøkonomien

Den høje grad af usikkerhed er medvirkende til, at den globale vækst fortsætter den aftagende tendens, der har stået på siden midten af 2018. Afmatningen er særligt knyttet til industrisektorerne, som i højere grad end eksempelvis servicesektorerne påvirkes af internationale stemningsskift og ikke mindst tilbagegangen i verdenshandlen. Vækstafdæmpningen er tydeligst i euroområdet, hvor den årlige vækstrate er faldet fra omkring 3 pct. i begyndelsen af 2018 til godt 1 pct. i første halvår 2019. Tendensen til mere afdæmpet vækst er dog begyndt at brede sig, og den ses også i såvel USA som Kina, jf. figur I.2.

FIGUR I.2 BNP-VÆKST I UDVALGTE LANDE

BNP-væksten er aftaget i flere større økonomier.



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2019.

Kilde: Macrobond.

Forventning om vækst under strukturelt niveau i 2020

En del af den mere afdæmpede vækst i verdensøkonomien er forventelig, idet en række økonomier gennem længere tid har været i et opsving med gradvist tiltagende pres på økonomiens ressourcer. En række indikatorer peger også i retning af, at væksten svækkes endnu mere de kommende år. Presset på arbejdsmarkedet i flere europæiske lande samt i USA er aftaget, og den svage udvikling i erhvervstilliden i industrivirksomhederne ser ud til at brede sig til andre sektorer i flere lande. På den baggrund ventes vækstafdæmpningen at fortsætte, med vækst lidt under potentialet i både euroområdet og USA til følge.

Svagere vækstudsigter og lav inflation giver pengepolitiske lempelser

De svagere vækstudsigter kombineret med lav inflation og faldende inflationsforventninger har ændret de pengepolitiske udsigter i forhold til grundlaget for *Dansk Økonomi, forår 2019*. I USA sænkede den amerikanske centralbank (Fed) i juli renten for første gang siden 2008, og i september fulgte endnu en rentenedsættelse. Rentekomiteen var i september splittet, og der var ingen tydelige meldinger om eventuelle yderligere rentenedsættelser. I euroområdet lempede Den Europæiske Centralbank (ECB) i september pengepolitikken gennem dels en rentenedsættelse, dels annoncering af et opkøbsprogram med start i november. Meldingerne er, at renterne vil forblive på det nuværende niveau eller lavere, indtil inflationsforventningerne konvergerer og stabiliserer sig tæt på målsætningen om en inflation i underkanten af 2 pct.

Statsobligationsrenter på historisk lavt niveau

De finansielle markeder har reageret kraftigt på den stigende usikkerhed, de svagere vækstforventninger og (udsigten til) den lempeligere pengepolitik, og renterne på statsobligationer er styrtdykket siden efteråret 2018, jf. figur I.3. De lange renter er faldet mere end de korte, og i USA inverterede rentekurven i foråret 2019. Det er traditionelt et tegn på en forestående recession, og det underbygger dermed billedet af en forestående vækstnedgang i USA. Der er imidlertid faktorer, der trækker i retning af, at rentespændet kan være en svagere indikator for en forestående recession i den nuværende situation end tidligere. Eksempelvis har centralbankerne lagt et betydeligt nedadgående pres på de lange renter gennem de seneste års opkøbsprogrammer.

Sikre renter er faldet mere end samlet afkast af kapital

Der er meget, der tyder på, at renten på sikre papirer (f.eks. statsobligationer) er faldet markant mere end afkastet af kapital i bred forstand. En del af forklaringen er, at den finansielle regulering er strammet i kølvandet på finanskrisen, hvilket har øget efterspørgslen efter sikre papirer. Hertil kommer, at der er en strukturel tendens til stigende relativ efterspørgsel efter sikre papirer. Det kan skyldes større finansiell integration med vækstøkonomier med høj opsparings-tilbøjelighed kombineret med en historisk tendens til, at udbuddet af sikre aktiver er koncentreret i et mindre antal avancerede økonomier, jf. bl.a. Caballero mfl. (2017).

FIGUR I.3 TIÅRIGE STATS OblIGATIONSRENTER

Renterne på tiårige statsobligationer er faldet til et historisk lavt niveau.



Anm.: Seneste observation er 23. september 2019.

Kilde: Macrobond.

Renterne forventes at forblive lave de kommende år

Det aktuelt lave renteniveau på statsobligationer er en del af en længerevarende tendens, og meget tyder på, at det kan tilskrives en kombination af strukturelle faktorer i form af eksempelvis en stigende forventet middellevetid på verdensplan, hvilket øger det samlede behov for opsparing, og en række mere midlertidige faktorer i form af eksempelvis ændret risikoappetit i kølvandet på den finansielle krise. De strukturelle forhold og de svagere konjunkturudsigter taler for, at (statsobligations)renterne vil forblive lave længe endnu. Imidlertid må det også ventes, at en række af de mere midlertidige forhold bortfalder på mellemlang sigt. På den baggrund forudsættes i prognosen en vis rentestigning frem mod 2025, men niveauet er nedjusteret ca. 1½ pct.point i forhold til forårets prognose.

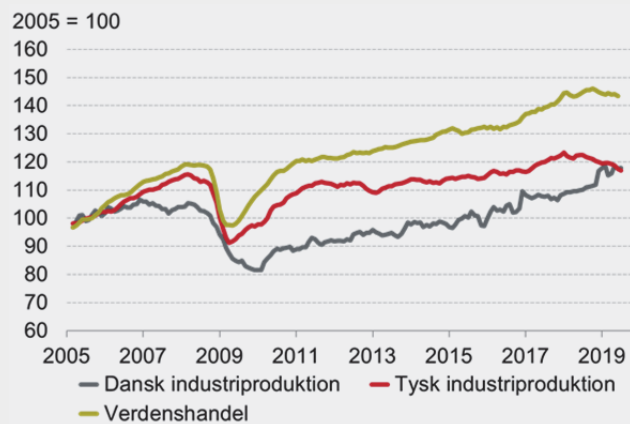
Dansk økonomi fortsætter fremgang

De svækkede globale vækstudsigter har indtil videre haft begrænset gennemslag på dansk økonomi. Særligt har vareeksporten udviklet sig overraskende positivt set i lyset af nedgangen i verdenshandlen og den generelle afmatning i verdensøkonomien. Det skal ses i sammenhæng med sammensætningen af dansk vareeksport, hvor eksporten af eksempelvis medicinalprodukter og vindmøller, der er mindre konjunkturfølsomme end mange andre varegrupper, både udgør en høj og stigende andel, jf. Elmeskov (2019). Dansk industri-

produktion har således også udviklet sig væsentligt bedre på det seneste end både den tyske industriproduktion og verdenshandlen, jf. figur I.4.

FIGUR I.4 VERDENSHANDEL OG INDUSTRIPRODUKTION

Dansk industriproduktion viser ikke samme tendens til fald som verdenshandlen og tysk industriproduktion.



Anm.: Figuren viser tre måneders glidende gennemsnit. Seneste observation er juli 2019 for industriproduktion og juni 2019 for verdenshandel.

Kilde: Macrobond.

Begyndende tegn på afmatning også i Danmark, ...

Der er dog tegn på, at også væksten i Danmark vil aftage de kommende år. Presset på arbejdsmarkedet ser ud til at være aftaget med en svagt stigende ledighed gennem 2019 og færre virksomheder, der melder om produktionsbegrænsninger som følge af mangel på arbejdskraft. Samtidig er erhvervenes forventninger til både beskæftigelse og omsætning faldet de seneste måneder.

... som ventes forstærket af den internationale afmatning

Den internationale afmatning og tiltagende usikkerhed ventes at forstærke denne udvikling, og dansk økonomi vurderes ikke systematisk at kunne klare sig markant bedre end vores samhandelspartnere. I første omgang kan eksporten og investeringerne ventes at blive svækket af den svagere internationale vækst. I år forventes vækst på ca. 2 pct., som aftager til ca. 1¼ pct. i 2020, jf. tabel I.1. Væksten i 2020 ventes at være under den skønnede strukturelle vækst, og beskæftigelsesgap bliver derfor indsnævret, jf. figur I.5.

FIGUR I.5 BESKÆFTIGELSESGAP

Beskæftigelsesgap indsnævres frem mod 2025.



Anm.: Den lodrette streg markerer overgangen til prognose.

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

Dansk økonomi godt rustet og uden store ubalancer

Danske virksomheder og husholdninger har været relativt tilbageholdne gennem opsvinget, og der er opbygget store opsparingsoverskud, der kan trækkes på i et konjunkturtilbageslag. Opsvinget har ikke været båret af kreditvækst, og eksempelvis husholdningerne har modsat tendensen i tidligere opsving ikke lånefinansieret deres forbrug, men kun øget forbruget omtrent i takt med indkomsten. I tillæg hertil har det markante rentefald givet boligejerne mulighed for at omlægge deres boliglån til lange lån med fast lav rente. Det kan dels give en månedlig besparelse, og dels gør det husholdningerne mindre sårbare overfor eventuelle rentestigninger i fremtiden. Nationalbanken vurderer, at der fortsat er høj indtjening i kreditinstitutter, og seneste stresstest viser, at de systemisk vigtige banker overholder deres kapitalkrav selv i et hårdt recessionsscenario, jf. Danmarks Nationalbank (2019a og b). På den baggrund vurderes dansk økonomi at være godt rustet til at modstå et eventuelt globalt tilbageslag.

TABEL I.1 HOVEDTAL I PROGNOSEN

Den forventede vækst er ca. 2 pct. i år, godt 1¼ pct. i 2020 og ca. 1¼ pct. i gennemsnit om året frem mod 2025.

	2018	2019	2020	2025 ^{a)}
BNP (realvækst i pct.)	1,5	2,0	1,3	1,8
Beskæftigelsesgap (1.000 pers.)	11	27	21	0
Beskæftigelsesændring (1.000 pers.)	51	39	8	11
Forbrugerpriser (pct.)	0,9	1,0	1,3	1,2
Timeløn (pct.)	2,3	2,4	2,7	2,8
Offentlig saldo (pct. af BNP)	0,6	2,2	0,5	0,1
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	-0,1	-0,3	0,0	0,1
BNP i aftagerlande (realvækst i pct.)	2,4	1,7	1,4	1,8
Tiårig dansk statsobligationsrente	0,5	-0,2	-0,4	1,5

a) Den sidste søjle viser den gennemsnitlige vækst i årene 2021 til 2025. For beskæftigelsesgap, tiårig dansk statsobligationsrente og faktisk såvel som strukturel offentlig saldo viser sidste søjle dog niveauet i 2025.

Anm.: Beskæftigelsesgap angiver, hvor meget beskæftigelsen er over det skønnede strukturelle niveau. Den strukturelle saldo er beregnet efter budgetlovens metode.

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

Omtrent strukturel balance på de offentlige finanser

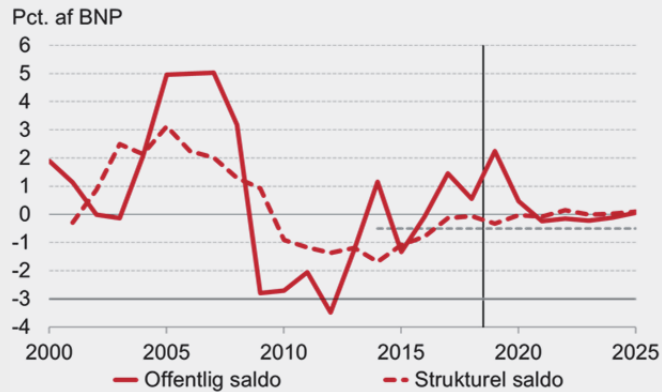
De offentlige finanser er grundlæggende sunde i Danmark, og der skønnes at være omtrent balance på den offentlige saldo i 2025, jf. figur I.6. I år ventes et stort overskud på ca. 2¼ pct. af BNP, hvilket hovedsageligt skyldes et ekstraordinært stort provenu af PAL-skatten som følge af fortsat faldende renter og stigende aktiekurser. Den strukturelle saldo beregnet efter budgetlovens metode skønnes at udvise omtrent balance i perioden frem mod 2025.

Negativ aktivitetsvirkning, hvis forudsat offentlig forbrugsvækst ikke realiseres

Det offentlige forbrug forudsættes i år at vokse 1 pct. Det svarer til det forudsatte udgiftsniveau i regeringens Økonomiske Redegørelse tillagt reserven på 1 mia. kr. Baseret på nationalregnskabet's tal for første halvår implicerer den beregningstekniske forudsætning en realvækst i andet halvår, som kun er set højere tre gange siden 1990. Hvis den forudsatte årsvækst ikke realiseres, forbedres den offentlige saldo alt andet lige i år, og det vil give et negativt vækstbidrag til BNP.

FIGUR I.6 OFFENTLIG SALDO

Der forventes stort overskud på den offentlige saldo i år pga. ekstraordinært stort PAL-provenu, men omtrent balance i 2025.



Anm.: Den vandrette, fuldt optrukne linje er underskudsgrænsen på 3 pct. fra Stabilitets- og Vækstpagten, som den faktiske saldo skal holde sig over. Den vandrette, stiplede linje er grænsen fra budgetloven, som den strukturelle saldo skal holde sig over ved fremsættelsen af forslag til finanslov. Grænsen i budgetloven har været gældende siden forslaget til finanslov for 2014. Den strukturelle saldo er beregnet efter budgetlovens metode.

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

Indhold i kapitlet

I afsnit I.2 beskrives udviklingen i dansk økonomi, og der ses nærmere på det seneste rentefalds betydning for det private forbrug. I afsnit I.3 beskrives udviklingen i international økonomi og internationale finansielle forhold med fokus på usikkerhed i den globale økonomi, lempelig pengepolitik og årsager til samt implikationer af det lave renteniveau. Afsnit I.4 giver en status for de offentlige finanser med fokus på ændringer i 2025 i forhold til forårets prognose. Kapitlet afsluttes med en diskussion af aktuel økonomisk politik i afsnit I.5.

I.2

DANSK ØKONOMI FREM MOD 2025

Indhold i afsnittet

Afsnittet indeholder først en kort beskrivelse af ændringer siden sidst, hvor renten og væksten på de danske eksportmarkeder er de vigtigste ændrede forhold. Dernæst følger en beskrivelse af konjunktursituationen i Danmark, herunder en gennemgang af en række indikatorer, der signalerer en begyndende afmatning af økonomien. Herefter følger en beskrivelse af den foreløbige effekt på beskæftigelsen af udsendt folkepensionsalder for de første berørte personer. Derpå følger et afsnit om investeringer, som påvirkes af den globale usikkerhed. Derefter følger en beskrivelse af det private forbrug, hvor der er fokus på effekten af konverteringer af realkreditlån. Til slut følger en beskrivelse af eksporten i Danmark, hvor den internationale afmatning endnu ikke kan ses i vareeksporten.

Dokumentation af prognosen

Til sidst i afsnittet findes tabel I.3 med hovedtal for konjunkturvurderingen samt en gennemgang af de centrale forudsætninger for prognosen i boks I.3. En generel beskrivelse af prognosens hovedelementer samt baggrunden for prognosen uddybes og dokumenteres i *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, efterår 2019*, som kan findes på De Økonomiske Råds hjemmeside.

RENTER OG UDLANDSVÆKST NEDJUSTERET SIDEN FORÅRET

Svagere konjunktursituation i udlandet end ventet

Skønnet for realvæksten i Danmarks aftagerlande er nedjusteret ca. ½ pct.point i 2020 siden foråret, jf. tabel I.2. Det er særligt udviklingen i Europa, herunder i høj grad i Tyskland, som er et vigtigt dansk eksportmarked, der er svagere end ventet. Hertil kommer, at den globale økonomi er præget af høj usikkerhed, jf. afsnit I.3. Både de danske og europæiske renter er fortsat med at falde siden forårets prognose. Sammen med de svagere vækstudsigter i euroområdet bevirker det, at den europæiske centralbank ikke forventes at hæve renten før begyndelsen af 2022. Udsigten til meget lave renter en rum tid endnu betyder, at renteskønnet for 2025 er sænket 1½ pct.point i forhold til forudsætningerne i foråret, jf. boks I.1.

TABEL I.2 ÆNDRERE SKØN FOR CENTRALE VARIABLE

	Forår 2019				Efterår 2019			
	2018	2019	2020	2025 ^{a)}	2018	2019	2020	2025 ^{a)}
	----- Realvækst, pct. -----							
BNP	1,4	2,0	1,7	1,8	1,5	2,0	1,3	1,8
	----- Ændring i 1.000 pers. -----							
Beskæftigelse	52	31	11	11	51	39	8	11
	----- Pct. -----							
Boligpriser	3,9	3,0	2,7	2,3	3,9	2,4	2,2	1,6
Inflation	0,9	1,1	1,7	1,9	0,9	1,0	1,3	1,2
Realvækst i aftagerlande	2,4	1,8	1,9	1,9	2,4	1,7	1,4	1,8
Tiårig obligationsrente	0,5	0,3	0,6	3,0	0,5	-0,2	-0,4	1,5

a) 2025-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækst i årene 2021 til 2025. For den tiårige obligationsrente er angivet niveauet i 2025.

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

Lavere udlandsvækst og renter slår igennem på dansk vækst

Dansk økonomi har indtil nu klaret sig lidt bedre end forventet i foråret. Det skyldes især, at vareeksporten har trodset den globale tendens til afmatning og er fortsat med høje vækstrater. Den fortsat gunstige udvikling i dansk økonomi afspejles i, at beskæftigelsen er steget mere end ventet. De ændrede forudsætninger om udlandsvækst og renter har derfor begrænset effekt på det overordnede vækstbillede i år, mens effekten er større i 2020, hvor skønnet for væksten i Danmark er reduceret med ca. ½ pct.point.

Lavere stigningstakt i løn, inflation og boligpriser end i foråret

Den lavere vækst og deraf svagere udvikling på arbejdsmarkedet i 2020 bidrager i fremskrivningen blandt andet til lavere lønstigningstakter. Herudover bidrager lavere vækst sammen med lav inflation også til, at væksten i boligpriserne, trods lavere renter, skønnes at blive lidt lavere end i foråret. Den lavere nominelle rente er delvist et resultat af, at inflationsforventningerne er faldet, og det betyder i fremskrivningen, at inflation, såvel som løn- og boligprisstigninger er nedjusteret i forhold til forårets prognose i hele den betragtede fremskrivningsperiode. Derudover er forbrugskvoten nedjusteret siden sidst set i lyset af de seneste års udvikling, jf. *baggrundsnotatet*.

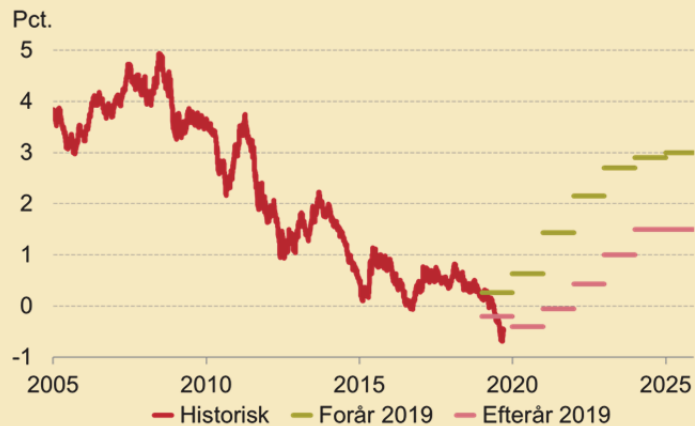
BOKS I.1 RENTEFORUDSÆTNINGER

Siden *Dansk Økonomi, forår 2019*, er renterne faldet markant. Renten på den tiårige danske statsobligation er således faldet fra omkring 0 pct. i maj måned til omkring -0,5 pct. aktuelt. Det aktuelt lave niveau er historisk uset.

Årsagerne til rentefaldet er diskuteret nærmere i afsnit I.3, men det lave renteniveau kan formentlig opfattes som udtryk for dels, at den globale opsparingslyst er relativt høj i forhold til investeringsefterspørgslen, dels at spændet mellem det generelle kapitalafkast og de sikre renter (f.eks. på statsobligationer) er øget. Det er vanskeligt at give et præcist bud på, i hvor høj grad det aktuelt lave niveau skal tilskrives faktorer, der er permanente (eller meget langvarige), og i hvor høj grad det kan tilskrives mere midlertidige faktorer.

I prognosen lægges det til grund, at en del af det markante fald siden foråret kan tilskrives midlertidige faktorer (forhøjet usikkerhed, meget lempelig pengepolitik og et element af selvopfyldende forventninger), der kan antages at bortfalde før eller siden. Samtidig lægges det til grund, at der på den mellemlange bane vil ske en vis normalisering af spændet mellem renten på sikre og usikre aktiver. Set i lyset af de svækkede konjunkturudsigter ventes renterne dog at forblive lave de førstkomende år. Herefter forudsættes de gradvist at stige, sådan at den tiårige statsobligationsrente antages at være 1½ pct.point i 2025. Dette er en nedjustering på 1½ pct.point i forhold til forårets prognose. De lave renter er historisk usete, og det skal understreges, at skønnet for renten er forbundet med betydelig usikkerhed. Niveaueet i 2025 er omtrent det samme som anvendt af Finansministeriet i *Opdateret 2025-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2023*, august 2019.

FIGUR A TIÅRIG STATSOBLIGATIONSRENTE



Anm.: De vandrette streger angiver årsniveauer for renteskønnene i *Dansk Økonomi, forår 2019* hhv. *efterår 2019*.

Kilde: Macrobond, *Dansk Økonomi, forår 2019* og egne beregninger.

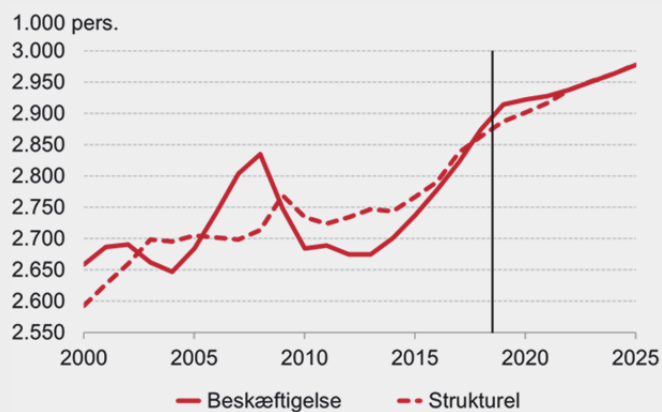
AFMATNING FRA STÆRKT UDGANGSPUNKT

Dansk økonomi er på et solidt udgangspunkt

Dansk økonomi har længe været inde i et solidt opsving, og har indtil videre trodset den globale tendens til afmatning jf. afsnit I.3. Fremgangen ventes at fortsætte i 2019 med vækst omkring 2 pct. De seneste års stabile produktionsfremgang har bidraget til markant fremgang i beskæftigelsen, som aktuelt vurderes at ligge knap 1 pct. over det skønnede strukturelle niveau, jf. figur I.7. Ledigheden er ligeledes faldet over en årrække og vurderes at være godt ½ pct. under det skønnede, strukturelle niveau. Både den faktiske og den strukturelle ledighedsgrad ligger på knap 3 pct., hvilket ventes at fortsætte de kommende år. Det er det laveste niveau siden 2008, jf. *baggrundsnotatet*. Der er dermed et stærkt udgangspunkt i dansk økonomi.

FIGUR I.7 BESKÆFTIGELSE

Beskæftigelsen ventes at stige mere afdæmpet de kommende år.



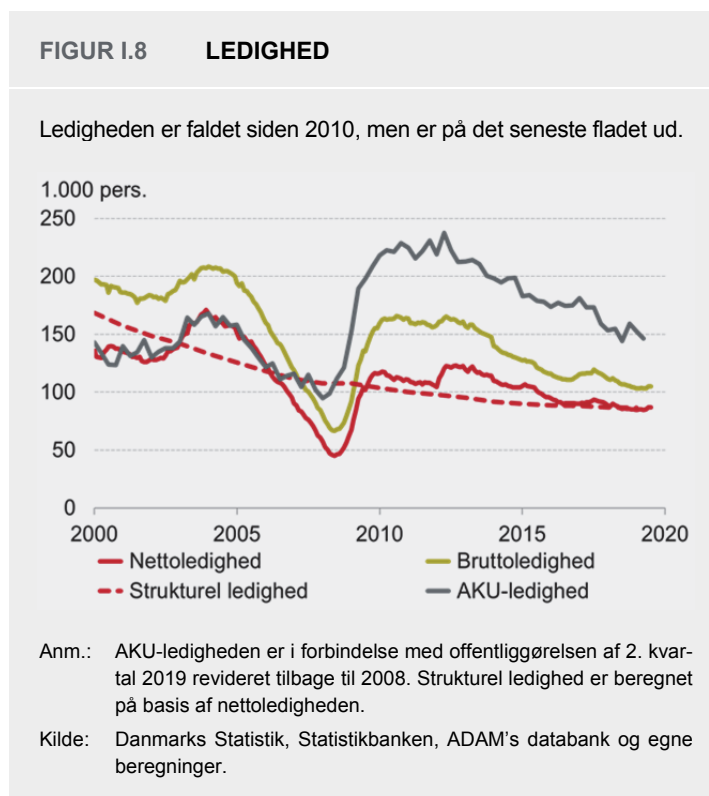
Anm.: Den lodrette streg markerer overgang til prognose.

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

Tegn på begyndende afmatning

Der er imidlertid tegn på, at presset på arbejdsmarkedet er ved at aftage. Lønmodtagerbeskæftigelsen er i år vokset med godt 20.000 personer til og juli måned. Det er knap 10.000 færre end de samme måneder i 2018. Samtidig ser udviklingen i ledigheden ud til at vende, og de seneste måneder har en række forskellige ledighedsmaal vist svagt stigende ledighed, jf. figur I.8. Det understøtter yderligere billedet af, at der sker en afmatning på arbejdsmarkedet. På denne bag-

grund ventes beskæftigelsen at stige knap 40.000 personer i 2019, og mere afdæmpet med knap 10.000 i 2020.



Virksomhederne melder om færre produktionsbegrænsninger

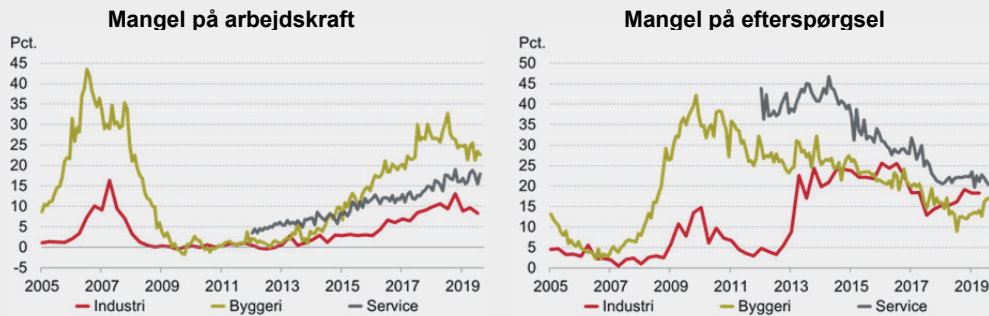
Virksomhederne har i flere år i stigende grad meldt om produktionsbegrænsninger i form af mangel på arbejdskraft og samtidig i stadig mindre omfang meldt om produktionsbegrænsninger på grund af mangel på efterspørgsel. Presset i form af produktionsbegrænsninger har dog også her været aftagende det seneste års tid, jf. figur I.9, hvor udviklingen er tydeligst i byggeriet, der melder om mindre arbejdskraftsmangel og samtidig stigende mangel på efterspørgsel.

Mindre pres på arbejdsmarkedet

Det mindre pres på virksomhederne og svagt lavere arbejdskraftefterspørgsel ses også ved, at antallet af nye jobannoncer på det seneste er faldet efter en længere periode med stabil fremgang. Det aftagende pres afspejles også i, at lønstigninger i bygge- og anlægssektoren er faldet siden starten af 2018, og også industrisektoren og i udlandet er der begyndende tegn på afdæmpning af lønstigningerne, jf. *baggrundsnotatet*.

FIGUR I.9 PRODUKTIONSBEGRÆNSNINGER

Der er mindre pres på virksomhederne i form af færre produktionsbegrænsninger pga. arbejdskraftmangel og flere begrænsninger som følge af mangel på efterspørgsel.

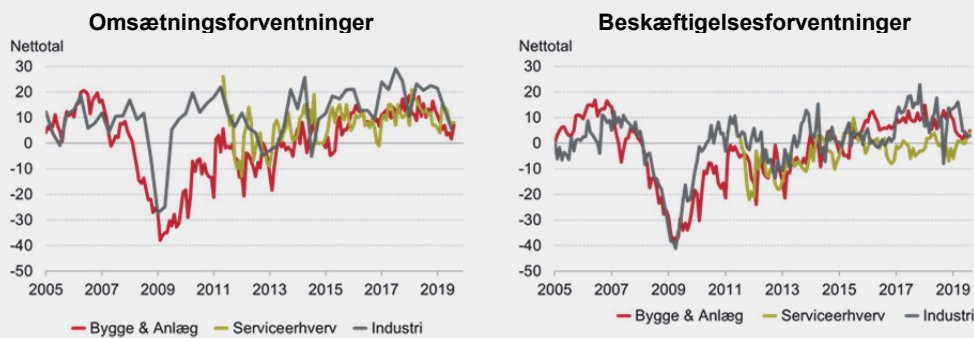


Anm.: Seneste observation er for industrien 3. kvartal, og for byggeri og service august. Manglen på arbejdskraft og efterspørgsel angiver andel af adspurgte virksomheder, der i Danmarks Statistiks konjunkturbarometer svarer, at de har produktionsbegrænsninger i form af mangel på arbejdskraft hhv. efterspørgsel. Ved aggregering vægtes virksomhederne med antallet af ansatte i virksomheden.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

FIGUR I.10 ERHVERVENES FORVENTNINGER

Erhvervenes forventninger til både omsætning og beskæftigelse er aftaget.



Anm.: For industrien er vist produktionsforventninger i venstre figur, da der her ikke opgøres omsætningsforventninger. Seneste observation er for alle serierne august 2019, bortset fra industriens produktionsforventninger, hvor seneste observation er 3. kvartal 2019. Nettotallet angiver, hvor stor en andel der har angivet positive forventninger fratrukket andelen, der har angivet negative forventninger til hhv. omsætning og beskæftigelse. Tallene bygger på en stikprøveundersøgelse, som ekstrapoleres til den samlede population vægtes ud fra beskæftigelsesoplysninger.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Erhvervene har nedjusteret deres forventninger til fremtiden

Afmatningen af økonomien kan endnu ikke ses i udviklingen i industriproduktionen, jf. afsnit I.1. Her er der fortsat fremgang i Danmark trods lavere global industriproduktion og usikkerhed i verdensøkonomien. Men selvom industrien ikke ser ud til at være ramt endnu, kan usikkerheden i verdensøkonomien hurtigt sprede sig til danske virksomheder. Det kan medføre lavere erhvervsinvesteringer eller tilbageholdenhed med at ansætte nye medarbejdere. Det sidste er der allerede tegn på, og i flere brancher meldes således om lavere forventninger til både beskæftigelse og omsætning, jf. figur I.10. Dette peger i retning af lavere vækst i dansk økonomi de kommende år.

Indikationer på afmatning sætter sig i vækstskønnene

Den internationale usikkerhed ventes i resten af 2019 og særligt i 2020 at slå igennem på dansk økonomi. Dette understøttes yderligere af, at flere indikatorer som nævnt viser tegn på afbøjning. Væksten næste år skønnes på den baggrund at aftage til ca. 1¼ pct., og beskæftigelsesstigningen bøjer lidt af. Frem mod 2025 forventes en årlig BNP-vækstrate på omkring 1¼ pct., og der forventes en samlet beskæftigelsesvækst på godt 100.000 personer fra 2018 til 2025, jf. tabel I.3 sidst i afsnittet. Den fortsat stigende beskæftigelse understøttes i 2019 og frem af fortsat tilgang fra arbejdsstyrken, blandt andet på grund senere tilbagetrækning for nogle befolkningsgrupper, jf. nedenfor. Beskæftigelsesvæksten ventes derfor kun at have en svag positiv effekt på beskæftigelsesgraden for den samlede arbejdsstyrke.

SENERE TILBAGETRÆKNING ØGER BESKÆFTIGELSEN

Højere efterløns- og pensionsalder træder i kraft i disse år

I disse år implementeres de ændrede regler for tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet, der blev vedtaget med *Velfærdsaftalen* fra 2006 og siden fremrykket med *Aftale om senere tilbagetrækning* fra 2011. Det indebærer, at både folkepensions- og efterlønsalderen gradvis hæves, jf. boks I.2. Illustrationer i *Dansk Økonomi, forår 2019* indikerede, at der har været en væsentlig beskæftigelseseffekt af forhøjelsen af efterlønsalderen.

BOKS I.2 ÆNDRERE REGLER FOR EFTERLØN OG FOLKEPENSION

Med *Velfærdsaftalen* fra 2006 blev det besluttet gradvis at forhøje efterløns- og folkepensionsalderen for at modgå presset på de offentlige finanser af den forventede stigning i levetiden. I *Aftale om senere tilbagetrækning* fra 2011 blev det besluttet at rykke disse aftalte forhøjelser fem år frem. Forhøjelsen af efterløns- og folkepensionsalderen har betydning for personer født i januar 1954 eller senere, begyndende i hhv. 2014 og 2019, jf. tabel A.

Tilbagetrækningsaftalen indebærer, at folkepensionsalderen skal hæves med et halvt år om året fra 2019 til 2022, hvor den vil være 67 år. Herefter skal folkepensionsalderen indekseres i forhold til den gennemsnitlige levetid, hvilket besluttet hvert femte år ifølge reglerne i *Lov om social pension*. Det skete første gang i 2015, hvor folkepensionsalderen blev hævet til 68 år i 2030. Næste gang er i 2020, hvor det skal besluttes, om folkepensionsalderen skal hæves til 69 år i 2035.

Aftalen indebærer endvidere, at efterlønsalderen skal hæves, og -perioden forkortes, jf. tabel A. Efterlønsalderen er blevet hævet med et halvt år om året siden 2014, så den fra 2019 er 63 år for personer født fra juli 1956 til december 1958. For disse årgange følger den netop påbegyndte forhøjelse af pensionsalderen parallelt, men kun til 67 år, hvilket betyder, at efterlønsperioden er blevet reduceret fra fem til fire år. For de efterfølgende årgange forhøjes efterlønsalderen yderligere med et år til 64 år, uden at pensionsalderen sættes op, hvilket indebærer, at efterlønsperioden herefter er tre år. For personer født efter 1. januar 1963 sættes både efterløns- og pensionsalderen op med endnu et år til henholdsvis 65 år og 68 år. I takt med forkortelsen af efterlønsperioden udfases den såkaldte udskydelsesregel, der hidtil har gjort det fordelagtigt at udskyde efterlønnen med to år. Den gradvise afkortning af perioden for efterløn og udfasning af udskydelsesperioden har betydning for personer født i januar 1956 eller senere, begyndende i 2018.

TABEL A PENSIONS- OG EFTERLØNSREGLER FOR FØDSELSÅRGANGE

Fødselsdato	Efterlønsalder	Folke pens. alder	År m. efterløn	Året for efterløn	Året for folkepension
Før 1. jan. 1954	60	65	5	Frem til dec. 2013	Frem til dec. 2018
Jan.-juni 1954	60½	65½	5	Juli-dec. 2014	Juli-dec. 2019
Juli-dec. 1954	61	66	5	Juli-dec. 2015	Juli-dec. 2020
Jan.-juni 1955	61½	66½	5	Juli-dec. 2016	Juli-dec. 2021
Juli-dec. 1955	62	67	5	Juli-dec. 2017	Juli-dec. 2022
Jan.-juni 1956	62½	67	4½	Juli-dec. 2018	Jan.-juni 2023
Juli 1956-dec. 1958	63	67	4	Juli 2019-dec. 2021	Juli 2023-dec. 2025
Jan.-juni 1959	63½	67	3½	Juli-dec. 2022	Jan.-juni 2026
Juli 1959-dec. 1962	64	67	3	Juli 2023-dec. 2026	Juli 2026-dec. 2029
Fra 1. jan. 1963	65	68	3	Fra jan. 2028	Fra jan. 2031

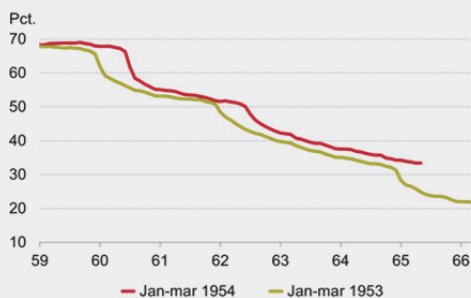
Kilde: Bekendtgørelse af lov om arbejdsløshedsforsikring m.v. og Bekendtgørelse af lov om social pension (Retsinformation).

Højere folkepensionsalder har betydning for beskæftigelse

I andet halvår 2019 er det af særlig interesse, at den første halve fødselsårgang, der påvirkes af højere folkepensionsalder, er fyldt 65 år. For disse personer, født mellem 1. januar og 30. juni 1954, er folkepensionsalderen hævet med et halvt år til 65½ år. Det er for tidligt at evaluere de langsigtede effekter, men beskæftigelsestal fra første halvår af 2019 indikerer, at en væsentlig del af de berørte har valgt at udsætte tilbagetrækningen fra arbejdsmarkedet. Af figur I.11 fremgår det således, at beskæftigelsen for personer født i de første tre måneder af 1954 ikke dykker i månederne efter, de er fyldt 65, som det er sket for eksempelvis årgang 1953, som ikke er påvirket af en ændring i pensionsalderen. Figuren illustrerer desuden påvirkningen fra ændringerne i efterlønssystemet, idet dykket forbundet med efterløn og den såkaldte udskydelsesregel også indtraf et halvt år senere for fødselsmånederne fra 1953, end det gjorde for de tilsvarende fødselsmåneder fra 1954.

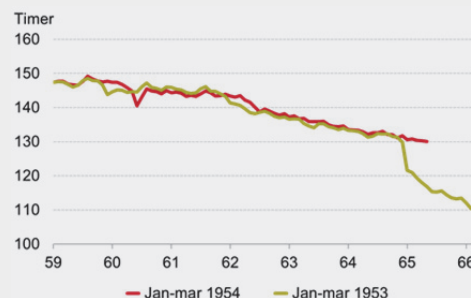
FIGUR I.11 BESKÆFTIGELSESFREKVENSER

Den aldersspecifikke beskæftigelsesfrekvens dykker ikke ved 65 år for dem, der har fået hævet folkepensionsalderen.



FIGUR I.12 ARBEJDSTID

Den gennemsnitlige månedlige arbejdstid for beskæftigede dykker heller ikke længere ved 65 år.



Anm.: Figurene er baseret på data frem til og med juni 2019. Der er beregnet beskæftigelsesfrekvenser og gennemsnitlig månedlig arbejdstid for fødselsmånederne januar til marts for 1954-årgangen frem til og med alderen 65 år og 5 måneder. Da personerne fylder 65 år gradvist, er beregningen for alder op til 65 år og 3 måneder baseret på alle tre fødselsmåneder, fra januar til marts, hvorimod det kun er de to fødselsmåneder fra januar til februar, der har opnået alderen 65 år og 4 måneder ved periodens udgang. Tilsvarende er det kun fødselsmåneden fra januar, der i juni 2019 har opnået alderen 65 år og 5 måneder. Figuren til venstre viser andelen af personer født mellem januar og marts i hhv. 1953 og 1954, der var beskæftiget i mindst 1 time om måneden. Figuren til højre viser den gennemsnitlige månedlige arbejdstid for beskæftigede lønmodtagere født mellem januar og marts i hhv. 1953 og 1954. Fuldtidsarbejde udgør 160 timer pr. måned.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af DREAM databasen, STAR.

Højere pensionsalder øger ikke overgangen til deltid nævneværdigt

Den højere folkepensionsalder har tilsyneladende også en positiv effekt på beskæftigelsen gennem højere arbejdstid, idet den berørte årgang heller ikke i samme grad som tidligere årgange overgår til deltid ved 65-årsalderen. Af figur I.12 fremgår det, at mens den gennemsnitlige månedlige arbejdstid for beskæftigede fra 1954-årgangen fortsat falder en smule med alderen, så dykker den ikke ved de 65 år, som den gjorde for tidligere årgange (her vist for de tilsvarende fødselsmåneder for 1953-årgangen).¹

Højere efterlønsalder bidrager også til højere beskæftigelse

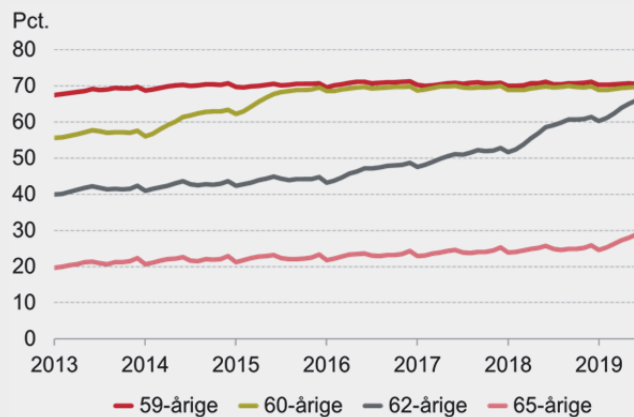
Beskæftigelsen påvirkes også fortsat af de gradvise forhøjelser af efterlønsalderen, jf. tabel A i boks I.2. Den aktuelle efterlønsalder er 63 år, mens den var 62½ år i 2018. Dertil kommer virkningerne af ændringer i den såkaldte udskydelsesregel.² Disse ændringer af efterlønsystemet bidrager samlet set til højere beskæftigelse for aldersgruppen af 60- til 64-årige, hvilket ses eksemplificeret ved de 60- og 62-årige i figur I.13. Deraf fremgår det netop, at beskæftigelsesfrekvensen for de 60- og 62-årige stiger i takt med, at de bliver omfattet af de ændrede regler.

1) I fremskrivninger af gennemsnitlig arbejdstid i DREAM er det ligeledes forudsat, at arbejdstiden ikke dykker ved 65 år for personer omfattet af den højere folkepensionsalder.

2) Alderen for, hvornår den såkaldte udskydelsesregel gør det fordelagtigt at udskyde efterlønnen til, er forhøjet med et halvt år om året for nye efterlønsårgange fra 2014 til 2017. For nye efterlønsårgange siden juli 2017 er den således 64 år (indtil udskydelsesreglen, og dermed fordelene forbundet hermed, er helt afskaffet for personer født efter 1. juli 1959, hvoraf de første når efterlønsalderen i juli 2023). Udskydelsesreglen var tidligere kendt som toårsreglen. Den giver incitament til at udskyde efterlønnen med op til to år via regler, der reducerer efterlønnens størrelse, hvis efterlønsperioden reduceres for personer født efter januar 1956 bliver udskydelsesperioden gradvist nedtrappet, og fordelene ved udskydelse er helt udfaset for personer født efter 1. juli 1959.

FIGUR I.13 BESKÆFTIGELSESFREKVENS FOR UDVALGTE ALDERSGRUPPER

Beskæftigelsen er steget for aldersgrupper, der tidligere var berettiget til efterløn, i takt med at efterlønsalderen og alderen for udskydelsesreglen er sat op.



Anm.: Figuren viser andelen af personer i lønmodtagerbeskæftigelse i mindst 1 time om måneden for aldre 59, 60, 62 og 65 år fra 2013 til juni 2019.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af DREAM databasen, STAR.

AFDÆMPET VÆKST I INVESTERINGERNE TRODS LAVE RENTER

Renteudviklingen gør det billigt at låne

Renterne på realkreditobligationer og lån fra pengeinstitutterne er faldet markant de seneste år, jf. figur I.14. Det lave renteniveau gør det billigere for husholdninger og virksomheder at låne penge. For husholdningerne understøtter den lave rente især investeringer i boliger, som primært finansieres gennem optagelse af lån, og samtidig påvirker den lave rente eksisterende danske boligejeres rådighedsbeløb.

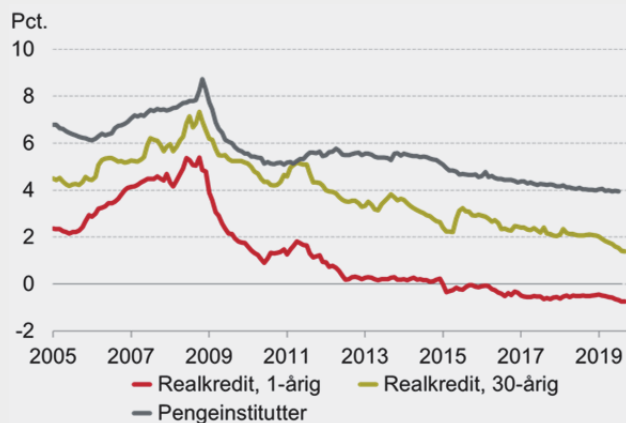
Udsigt til mere moderat vækst i boliginvesteringerne

Renterne ventes at stige svagt de kommende år, men at forblive på et relativt lavt niveau. Det lave renteniveau gør det alt andet lige mere attraktivt at investere i eksempelvis boliger, men udsigten til en svag rentestigning de kommende år indebærer, at renteudviklingen alt andet lige trækker i retning af en mere moderat stigning i boliginvesteringerne. Flere indikatorer tyder ligeledes på et lavere pres på

boligmarkedet: der sælges færre huse og lejligheder, projektbyggeriet i de store byer er bremset op, og liggetiderne viser en svag tendens til stigning efter at være faldet gennem det meste af perioden siden 2012. Boliginvesteringerne ventes på den baggrund at stige moderat med 3 pct. i 2019 og 1,9 pct. i 2020.

FIGUR I.14 UDLÅNSRENTER

Udlånsrenterne har været faldende igennem længere tid. Renten på 1-årige realkreditlån har været negativ siden 2015, og den effektive rente på et 30-årigt lån er nu tæt på 1 pct.



Anm.: Seneste observation er september 2019 for realkreditrenter og juli 2019 for pengeinstitutters udlånsrente.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Erhvervsinvesteringerne dæmpes af usikkerhed

De lave renter understøtter også erhvervslivets investeringer. Bankernes gennemsnitlige udlånsrente til virksomheder og realkreditrenter inkl. bidragssats er dog ikke faldet i helt samme omfang som eksempelvis den tiårige statspapirrente. Den usikkerhed, som i større eller mindre grad har påvirket konjunkturudsigterne siden finanskrisen, og som på de seneste er forstærket, har formentlig bidraget til at dæmpe virksomhedernes investeringslyst. Erhvervsinvesteringerne ventes på denne baggrund at stige beskedent de kommende par år med årlige vækstrater på 1-2 pct.

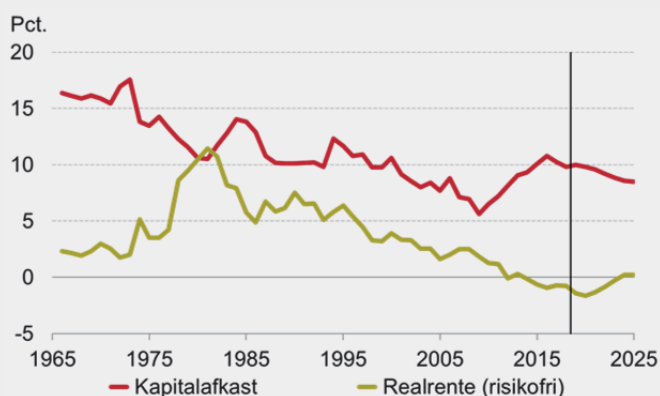
Stabilt kapitalafkast trods faldende rente de seneste år

Selvom renterne – især de risikofrie – er faldet, har det beregnede kapitalafkast i de private byerhverv været mere stabilt siden 1990'erne, og siden krisen er det endda steget, jf. figur I.15. I afsnit

I.3 vises, er det en international tendens, at kapitalafkastet har været relativt stabilt over tid, mens de risikofrie renter er faldet. En del af det større spænd mellem den risikofrie rente og det gennemsnitlige kapitalafkast kan tolkes som, at investorer kræver en større risiko-præmie oveni den sikre rente for at foretage investeringer. Det er i overensstemmelse med, at investorer formentlig er blevet mere risikoaverse i kølvandet på den finansielle krise, hvilket alt andet lige reducerer virksomhedernes investeringer.

FIGUR I.15 KAPITALAFKAST

Efter krisen er kapitalafkastet øget, mens den risikofrie rente er faldet.



Anm.: Det reale kapitalafkast er beregnet for de private byerhverv som reallt BVT fratrukket aflønning af arbejdskraft og afskrivninger sat i forhold til kapitalapparatet, jf. også anmærkning til figur I.32. Den risikofrie realrente er den tiårige statsobligationsrente, hvor inflationsmålet er forbrugerprisindekset udglattet.³

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

3) I De Økonomiske Råds makroøkonometriske model SMEC er usercost på kapital grundlæggende opbygget som en realrente og tillagt en merafkastrate, og derudover tages højde for afskrivninger og skatter, herunder skattemæssige afskrivninger. Som rente benyttes pengeinstitutternes effektive udlånsrente, og inflationsmålet er baseret på investeringsprisen. Merafkastet er beregnet som et glidende gennemsnit, der sikrer, at usercost er lig kapitalafkastet (som er vist i figur I.15) set i gennemsnit over en periode. Merafkastraten fremskrives som udgangspunkt konstant. Det beregnede merafkast kan opfattes som udtryk for, at utilstrækkelig konkurrence muliggør en ren profit samt omfatte en risikopræmie i forhold til en bankrente.

Frem mod 2025 ventes moderat vækst i erhvervsinvesteringerne

Frem mod 2025 forudsættes stigende renter, og realrenten skønnes at blive omtrent nul. Samtidig antages en gradvis normalisering af kapitalafkastet tilbage til omkring det historiske gennemsnit. Indsnævring af spændet mellem de to kan ses som udtryk for, at den aktuelt høje globale usikkerhed vil aftage de kommende år, hvilket vil sænke investorenes risikopfattelse. Disse to effekter – stigende rente henholdsvis lavere risiko – trækker i hver sin retning for erhvervsinvesteringerne, og der ventes på denne baggrund en moderat vækst i erhvervsinvesteringerne på godt 2 pct. om året i gennemsnit, hvilket indebærer en investeringskvote i perioden omtrent på historisk gennemsnit.

FALDENDE RENTER HAR GIVET MANGE KONVERTERINGER

Det private forbrug ventes at vokse stabilt fremadrettet

De seneste år er det private forbrug steget godt 2 pct. om året. For 2019 skønnes, at forbruget vil vokse med knap 1½ pct. Den lavere vækstrate i år skyldes, at bilkøbet gik i stå i foråret, da en varslet afgiftsændring blev udsat, jf. *baggrundsnotatet*. De kommende år ventes igen vækstrater i det private forbrug på godt 2 pct. Forbruget understøttes blandt andet af, at mange boligejere har omlagt deres realkreditlån i lyset af de lave renter, jf. nedenfor.

Positiv effekt fra realløn, negativ fra højere ledighed

Herudover understøttes forbruget af, at reallønnen fortsat ventes at stige. Reallønnen er steget stabilt de seneste år trods relativt lave nominelle lønstigninger, idet der samtidig har været lav inflation. Omvendt kan det påvirke forbruget negativt, at ledigheden ventes at stige svagt. Det skyldes især, at en vending i ledigheden kan øge den generelle usikkerhed i befolkningen, i det frygten for at blive ramt af ledighed øges. Endnu ses ikke en tydelig tendens til usikkerhed hos forbrugerne, og forbrugertilliden ligger på et lavt, men positivt niveau.

Stor konverteringsbølge over sommeren understøtter det private forbrug ...

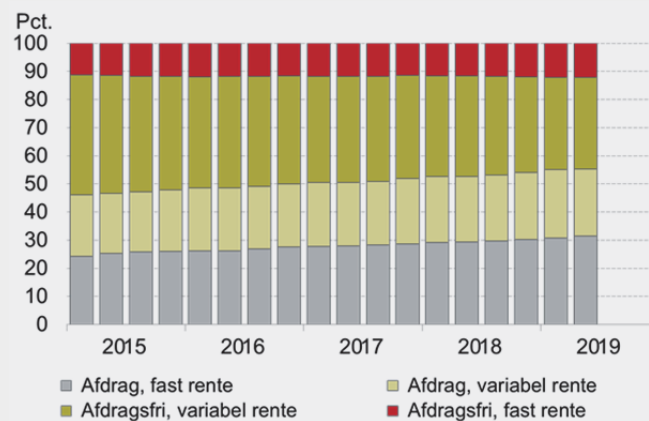
Realkreditinstitutterne åbnede i juni op for 30-årige realkreditlån med en pålydende rente på 1 pct., hvilket gjorde det rentabelt for en stor andel af boligejerne at omlægge deres lån til en fast, lav rente. I august var renten faldet yderligere, og der blev åbnet op for 30-årige lån med en pålydende rente på 0,5 pct. I løbet af sommeren har ekstraordinært mange konverteret deres lån for at få en lavere rente. Realkredit Danmark skønner, at omkring hver sjette låntager har omlagt deres lån. Generelt er tendensen, at en stigende andel af husholdningerne vælger fastforrentede lån med afdrag, hvor flertallet tidligere valgte afdragsfrie lån med variabel rente. Det begynder også at kunne aflæses i realkreditinstitutternes samlede udlån, hvor fastforrentede lån med afdrag efterhånden fylder lige så meget som de afdragsfrie lån med variabel rente, jf. figur I.16.

... gennem månedlig besparelse og tillægslån

Låneomlægningen understøtter det private forbrug på flere måder. For det første oplever mange en besparelse på den månedlige ydelse, når deres lån omlægges til en lavere rente. For en del af boligejerne opvejes dette dog af højere afdrag. For disse boligejere bliver forbrugsmulighederne ikke nødvendigvis højere i dag, men i fremtiden stiger friværdien og dermed forbrugsmulighederne. For det andet vælger en del at optage et tillægslån eller forlænge løbetiden i forbindelse med låneomlægningen, hvilket øger forbrugsmulighederne.⁴ De to nævnte effekter påvirker indirekte forbruget gennem boligejernes disponible indkomst.

FIGUR I.16 REALKREDITLÅN TIL EJERBOLIGER FORDELT PÅ AFDRAG OG RENTEVALG

Siden 2015 har der været et skift fra særligt afdragsfrie lån med variabel rente til lån med fast rente og afdrag.



Anm.: Realkreditinstitutternes samlede udlån til ejerboliger og fritidshuse.

Kilde: Finans Danmark og egne beregninger.

Nationalbanken vurderer, at det private forbrug kan løftes med 0,9 pct.point

Nationalbanken har undersøgt den forventede effekt på det private forbrug som følge af nedkonverteringer af realkreditlån. I analysen skønnes det, at der i 2019 vil blive foretaget omkring 125.000 konverteringer til en lavere rente. Ud fra historisk data for tidligere nedkonverteringer af realkreditlån findes, at en husholdnings forbrug typisk

4) Hertil kommer en teknisk, men mere direkte effekt af, at der betales et gebyr til både bank og realkreditinstitut ved en låneomlægning. Disse gebyrer indgår i det opgjorte forbrug i nationalregnskabet.

stiger med 20 pct. af disponibel indkomst efter en nedkonvertering. Analysen peger på, at nedkonverteringerne af fastforrentede lån i 2019 kan forventes at øge det private forbrug med 11 mia. kr., hvilket svarer til et bidrag på 0,9 pct.point til forbrugsvæksten, jf. Danmarks Nationalbank (2010c). Som tidligere beskrevet er der en tendens til, at flere vælger at afdrage på lån end tidligere, hvilket kan bidrage til, at ovenstående beregning overvurderer forbrugseffekten. Hertil kommer, at en del af lånene først bliver omlagt i efteråret, hvorfor noget af forbrugseffekten vurderes først at komme i 2020.

DANSK EKSPORT HAR INDTIL NU KLARET SIG GODT TRODS ØGET GLOBAL USIKKERHED

Eksporten stiger ufortrødent trods global vækstafdæmpning

Dansk eksport viser endnu ikke tegn på afdæmpning som i mange andre lande. Udviklingen trækkes af en gunstig udvikling i vareeksporten, mens tjenesteeksporten omvendt er faldet svagt siden 2017, jf. figur I.17. Vareeksporten udgør omkring to tredjedele af den samlede eksport, imens tjenesteeksporten udgør en tredjedel.

Danmark får relativt meget for varer solgt i udlandet

Danmarks konkurrenceevne, målt ved de relative enhedslønoms-kostninger, er forværret en smule de seneste år efter en lang periode med forbedring i konkurrenceevnen, jf. figur I.18. Svækkelsen af konkurrenceevnen er dog så begrænset, at det ikke i sig selv forventes at påvirke den danske eksport nævneværdigt. Målt ved den relative lønkvote er konkurrenceevnen uændret – tenderende til forbedret i de senere år. Udviklingen indikerer, at danske virksomheder har opnået bytteforholdsgevinster i perioden, om end i begrænset omfang. Det skal ses i lyset af, at en relativt stor andel af dansk eksport er såkaldte up-marked produkter, som er kvalitetsvarer, der sælges til højere priser end gennemsnitlige priser i EU, jf. DI (2019).

Dansk vareeksport har klaret sig overraskende godt det seneste års tid

En stor del af de eksporterede danske varer er i mange år kommet fra grupperne næringsmidler, drikkevarer, tobak mv. og maskiner. De seneste år har dog særligt eksporten af kemikalier og kemiske produkter, herunder medicinalprodukter, vundet frem. Eksporten af medicinalprodukter og næringsmidler ser ud til at have været mindre konjunkturfølsom end eksporten af andre varegrupper de seneste år. Det illustreres eksempelvis af, at eksporten af maskiner og øvrige varer falder kraftigt i forbindelse med finanskrisen i 2009, mens kemiske produkter (og i øvrigt også næringsmidler) ikke påvirkes nævneværdigt af tilbageslaget, jf. figur I.19. Modsat er eksporten af andre varegrupper som f.eks. maskiner steget relativt mere i perioder med økonomisk opsving, jf. *Økonomisk Redegørelse*, august 2019.

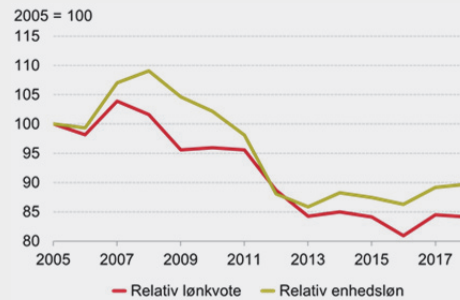
FIGUR I.17 EKSPORT

Vareeksporten har været stigende i en lang periode, imens tjensteeksporten er aftaget siden 2017.



FIGUR I.18 KONKURRENCEEVNE

Danmark har længe oplevet forbedring i konkurrenceevnen. Siden 2013 har konkurrenceevnen imidlertid været omtrent uændret.



Anm.: Seneste observation for vare- og tjensteeksporten er 2. kvartal 2019. For den relative lønkvote og relative enhedsløn er den seneste observation 2018. Den relative lønkvote måler, hvor stor en andel af værdiskabelsen i industrien, der går til aflønning af ansatte i forhold til en sammenvejning af lønkvoten i Danmarks ti vigtigste konkurrentlande. Sammenvejningen er foretaget med Nationalbankens kronekursvægte. De relative enhedslønomkostninger måler lønomkostningerne pr. produceret enhed i industrien i Danmark relativt til udlandet. Forskellen mellem de to mål består derfor i, at den relative lønkvote indregner bytteforholdsgevinster. Begge mål er en illustration af konkurrenceevnen, hvor en stigning indikerer en negativ effekt på den danske konkurrenceevne ift. udlandet.

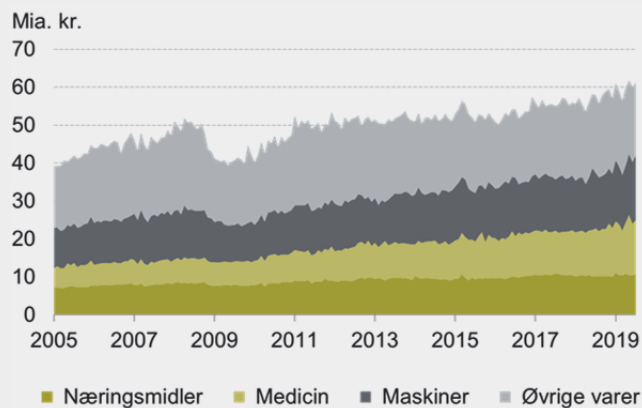
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Macrobond og egne beregninger.

USA importerer særligt meget medicin

Eksporten af medicin er steget kraftigt de seneste år, hvilket primært er båret af en stigning i mængden, jf. *baggrundsnotatet*. Medicinalprodukter fylder meget i den danske industriproduktion relativt til andre lande i Europa, og det er en branche, der har bidraget særligt meget til væksten i dansk industri de seneste år, jf. Elmeskov (2019). I 2019 er godt 20 pct. af eksporten af den samlede varegruppe kemiske produkter og kemikalier indtil videre medicin solgt til USA. Medicinaleksport til USA er dermed en væsentlig årsag til, at vareeksporten har klaret sig overraskende godt i første halvår.

FIGUR I.19 VAREEKSPORT

Varegrupperne maskiner og øvrige varer reagerede tydeligt på finanskrisen efter 2009. Varegruppen kemiske produkter og kemikalier blev i mindre grad påvirket af finanskrisen, men har været stigende de seneste år.



Anm.: Sæsonkorrigeret, årets priser. Næringsmidler omfatter også drikkevarer og tobak. Medicin omfatter hele gruppen af kemiske produkter og kemikalier, hvor medicinske og farmaceutiske produkter i de seneste år har udgjort godt ¾. Maskiner omfatter også transportmidler, skibe og fly. Øvrige varer omfatter bearbejdede varer, animalske produkter, råstoffer mv.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Lavere forventet vækst i aftagerlandene ventes at slå igennem i 2020

Størstedelen af dansk vareeksport går til Tyskland, som især køber næringsmidler og maskiner. Eksporten af næringsmidler har været relativt stabil i flere år, hvor eksporten af maskiner modsat svinger meget. De samme varegrupper fylder meget i eksporten til Sverige, som er det andet største aftagerland af dansk eksport. Vækstudsigtene er nedjusteret for begge lande, jf. *baggrundsnotatet*. På trods af at nogle af varegrupperne vurderes relativt lidt konjunkturfølsomme, vurderes nedjusteringen af væksten (særligt for de lande Danmark eksporter mest til) i en vis grad at slå igennem på den danske eksport i den sidste del af 2019 og særligt 2020. På den baggrund ventes den samlede eksport at vokse cirka 3½ pct. i 2019 og ca. 2 pct. i 2020.

TABEL I.3 HOVEDTAL FOR KONJUNKTURVURDERINGEN

	2018	2018	2019	2020	2025 ^{a)}
	Mia. kr.	-----	Realvækst, pct.	-----	
Privat forbrug	1.048	2,2	1,5	2,4	2,7
Offentligt forbrug	546	0,9	1,1	0,5	1,0
Offentlige investeringer	75	0,1	2,4	0,2	1,1
Boliginvesteringer	108	4,8	3,0	1,9	0,7
Erhvervsinvesteringer	316	8,7	-7,7	1,2	2,3
Lagerændringer	19	0,2	-0,4	0,1	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	2.113	3,1	-0,3	1,7	2,0
Eksport	1.212	0,4	3,4	1,9	3,4
Import	1.101	3,3	-0,9	2,7	4,1
Bruttonationalprodukt	2.223	1,5	2,0	1,3	1,8
BVT i private byerhverv	1.288	2,8	2,8	2,0	1,8
	-----	Ændring i 1.000 pers.		-----	
Strukturel arbejdsstyrke	24	24	23	14	15
Arbejdsstyrke	47	47	38	11	10
Privat beskæftigelse	45	45	34	6	5
Offentlig beskæftigelse	7	7	5	2	6
	-----	1.000 pers.		-----	
Nettoledighed	87	87	86	89	85
Beskæftigelsesgap	11	11	27	21	0
	-----	Pct.		-----	
Forbrugerpriser	0,9	0,9	1,0	1,3	1,2
Timelønsomkostninger	2,3	2,3	2,4	2,7	2,8
Kontantpris på enfamiliehuse	3,9	3,9	2,4	2,2	1,6
Timeproduktivitet i private byerhverv	1,5	1,5	1,7	1,6	1,3
	-----	Pct. af BNP		-----	
Betalingsbalance	5,7	5,7	7,7	6,9	5,8
Offentlig saldo	0,6	0,6	2,2	0,5	0,1

a) 2025-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækst i årene 2021 til 2025. For nettoledighed, beskæftigelsesgap, betalingsbalance og offentlig saldo er angivet niveauet i 2025.

Anm.: Lagerændringer angiver vækstbidraget til BNP. Beskæftigelsesgap angiver afvigelsen fra den strukturelle beskæftigelse målt i personer. Forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug.

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

BOKS I.3 CENTRALE FORUDSÆTNINGER

Konjunkturvurderingen bygger på en række forudsætninger om udviklingen i udlandet, renter og finanspolitikken. De væsentligste forudsætninger præsenteres i denne boks, og de er uddybet i *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering, Dansk Økonomi, efterår 2019*. Prognosen bygger på offentliggørelsen af de foreløbige nationalregnskabstal for 2. kvartal 2019 samt indikatorer, der rækker ind i 3. kvartal.

Udland og finansielle forhold

Der forventes fremgang på de danske eksportmarkeder på ca. 1¼ pct. i 2019, knap 1½ pct. i 2020 og knap 1¼ pct. i gennemsnit i 2021-25. Det forudsættes, at Den Europæiske Centralbank (ECB) først hæver renten i begyndelsen af 2022. Den danske statsobligationsrente forudsættes kun at stige svagt det kommende års tid, fra -0,5 pct. i midten af september måned til -0,4 pct. ved udgangen af 2020. Frem mod 2025 forudsættes renten gradvist at stige mod 1½ pct. i 2025. Valutakurser forudsættes konstante fra august 2019, og olieprisen forventes at have et årsniveau på ca. 65 dollar pr. tønde i 2019 og 63 dollar pr. tønde i 2020, hvorefter den forudsættes at stige 5 pct. årligt frem mod 2025. Forudsætninger om den internationale økonomi er beskrevet i afsnit I.3.

Finanspolitiske forudsætninger

Prognosen lægger den vedtagne finanspolitik til grund. Det forudsættes, at de offentlige forbrugsudgifter følger de aftalte lofter frem til 2023. Efter 2023 forudsættes det reale offentlige forbrug at følge demografi- og velstandsudviklingen. De finanspolitiske antagelser indebærer, at finanspolitikken har en aktivitetsvirkning, som er neutral for væksten eller svagt negativ de fleste år i fremskrivningen. Det skyldes hovedsageligt, at de aftalte udgiftslofter indebærer, at det offentlige forbrug vil vokse langsommere end økonomien i øvrigt. De finanspolitiske forudsætninger er nærmere beskrevet i afsnit I.4.

Strukturelle niveauer

Fremskrivningen frem mod 2025 bygger på en forudsætning om, at dansk økonomi gradvist tilpasser sig det strukturelle aktivitetsniveau, som hovedsageligt er bestemt af strukturel beskæftigelse og strukturel produktivitet. Strukturel beskæftigelse er hovedsageligt baseret på en arbejdsstyrkefremskrivning fra DREAM's socioøkonomiske fremskrivning, mens strukturel produktivitet bygger på en videreførelse af de historiske tendenser i totalfaktorproduktivitet og K/L-forhold. Strukturelt BNP er nedjusteret med ca. ½ pct. i 2025 i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2019*. Det skyldes en lavere fremadrettet vækst i strukturel, gennemsnitlig arbejdstid, der er genberegnet af DREAM på baggrund af de nyeste RAS-tal fra Danmarks Statistik.

I.3

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE FORHOLD

Indhold i afsnittet

Afsnittet indledes med en kort beskrivelse af den usikkerhed, der aktuelt præger den globale økonomi. Herefter beskrives tendensen til vækstafdæmpning fra et solidt udgangspunkt i flere store økonomier, og prognosen for de kommende år præsenteres, jf. også boks I.4. Helt overordnet ventes der lavere vækst i Danmarks primære aftagerlande end i *Dansk Økonomi, forår 2019*, og væksten ventes i flere lande at være lavere end den strukturelle. Afsnittet ledes over i en beskrivelse af de mere lempelige pengepolitiske udsigter i både euroområdet og USA for derefter at blive rundet af med en gennemgang af det aktuelt lave renteniveau; mulige årsager hertil og udsigterne de kommende år.

USIKKERHED PRÆGER GLOBALT VÆKSTBILLEDE

Usikkerheden om global vækst tiltaget siden foråret

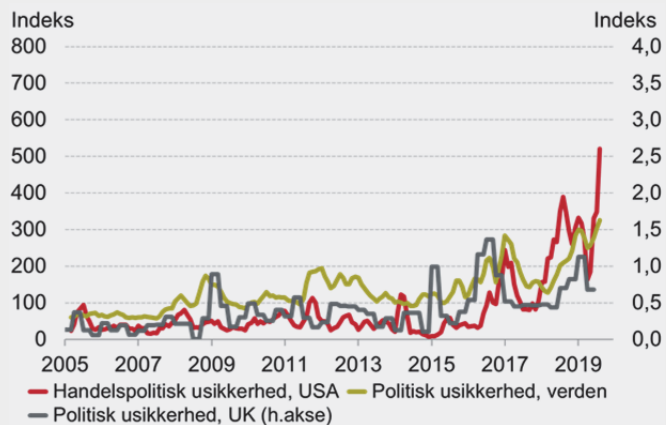
Usikkerheden om udviklingen i den globale økonomi er tiltaget siden foråret, jf. figur I.20. Den geopolitiske usikkerhed omkring Iran er steget, handelskonflikten mellem USA og Kina er eskaleret, og i Storbritannien fortsætter det kaotiske forløb omkring Brexit. Forholdene har formentlig allerede dæmpet den globale vækst og har potentiale til at kaste skygger over økonomien en rum tid endnu.

Geopolitisk uro omkring Iran

Gennem det meste af 2019 har der været geopolitisk uro omkring Iran med sanktioner fra USA's side, angreb på tankskibe i Hormuzstrædet og senest droneangreb på olieanlæg i Saudi-Arabien, som Iran beskyldes for at stå bag. Spændingerne giver generelt uro på oliemarkedet, og den midlertidige produktionsnedgang som følge af det seneste droneangreb gav anledning til en prisstigning på 13 pct. på en enkelt dag. Olieprisen ligger fortsat relativt lavt og under niveauet i foråret, men spændingerne bidrager til den aktuelt høje usikkerhed i den globale økonomi. En eskalering af konflikten risikerer at sende olieprisen yderligere i vejret, hvilket vil øge inflationen og alt andet lige sænke reallønnen og dermed forbruget.

FIGUR I.20 GLOBAL USIKKERHED

Den globale usikkerhed er tiltaget – både i form af politisk usikkerhed, i høj grad knyttet til Brexit, og den handelspolitiske konflikt mellem USA og Kina.



Anm.: Figuren viser indeks beregnet af Economic Policy Uncertainty. Usikkerhedsindeksene er baseret på tre komponenter: afdækning af politisk relateret økonomisk usikkerhed, antallet af midlertidige skatter til udløb og uenighed mellem økonomiske prognosemagere. Den handelspolitiske usikkerhed baseres på afdækning af politisk relateret økonomisk usikkerhed, der også indeholder en eller flere henvisninger til handelspolitik. Seneste observation er august 2019 for politisk usikkerhed, verden og handelspolitisk usikkerhed, USA (vist som tre måneders glidende gennemsnit) og 2. kvartal 2019 for politisk usikkerhed, UK.

Kilde: Macrobond.

Handelskonflikt tiltog i august efter forsoning over sommeren

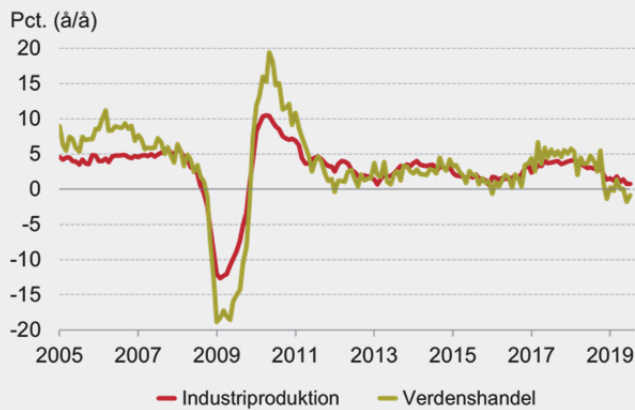
Handelskonflikten mellem USA og Kina har stået på siden 2018. Spændingerne tog til i foråret 2019, hvor USA i maj øgede tolden fra 10 til 25 pct. på en række kinesiske varer. Den kinesiske administration svarede igen ved at forhøje tolden på udvalgt import fra USA. Henover sommeren var der tegn på forsoning, men i august annoncerede USA en ny told på 10 pct. på varer fra Kina, der ikke tidligere var omfattet af told. En del af dette trådte i kraft i starten af september, mens resten er udskudt til midten af december. I september udkød både USA og Kina dog en række af de annoncerede toldpålæggelser i en kortere periode.

Handelskonflikt medvirkende til fald i verdenshandel

Den pågående handelskonflikt er formentlig stærkt medvirkende til, at verdenshandlen er bremsset op i starten af 2019, og verdenshandlen falder aktuelt i det højeste tempo siden finanskrisen, jf. figur I.21.

FIGUR I.21 VERDENSHANDEL

Verdenshandlen falder i det højeste tempo siden finanskrisen. Den globale industriproduktion følger udviklingen i verdenshandlen tæt, og vækstraten i denne er også aftaget gennem 2018 og 2019.



Anm.: Seneste observation er juli 2019.
Kilde: Macrobond.

Ny premierminister i Storbritannien, ...

I Storbritannien lykkedes det ikke tidligere premierminister Theresa May at lande en aftale med EU om Storbritanniens udtræden af unionen, som parlamentet kunne godkende. Under kraftigt pres trak hun sig derfor fra posten, og i slutningen af juli overtog Boris Johnson premierministerposten. Han har anlagt en mere kontant linje og signaleret, at Storbritannien forlader EU den 31. oktober med eller uden en aftale med EU.

... og stor usikkerhed om det fremtidige Brexit-forløb

Johnson kom dog hurtigt i modvind i parlamentet, hvor han indtil videre har tabt alle afstemninger. Dels har parlamentet pålagt Johnson at søge EU om en udskydelse på tre måneder, hvis ikke der forhandles en aftale, som parlamentet kan godkende inden 19. oktober, og dels har parlamentet afvist at udskrive nyvalg. Senest er Johnsons suspendering af parlamentet dømt ulovlig af Højesteret. I midten af september var der små tegn på opblødning, idet EU-

præsident Jean-Claude Juncker udtalte, at man gjorde alt for at få en aftale. Det fremtidige forløb vedrørende briternes udtræden af EU er imidlertid fortsat forbundet med betydelig usikkerhed.

Høj grad af uvished og stemningsskift har realøkonomiske konsekvenser

Både forløbet omkring handelskonflikten mellem USA og Kina og forløbet omkring briternes udtrædelse af EU bærer præg af, at stemningen meget hurtigt kan vende fra tegn på forsoning til yderligere eskalering af situationen. Den høje grad af uvished om fremtiden gør det vanskeligt for forbrugere og virksomheder at planlægge, og det dæmper virksomhedernes investeringslyst. Lavere investeringslyst fra virksomhedernes side dæmper den samlede efterspørgsel i økonomien og breder sig gradvist. På den måde får usikkerheden også realøkonomiske konsekvenser. Den amerikanske centralbank (Fed) finder i en analyse, at usikkerheden knyttet til handelskrigen kan reducere BNP i USA med omkring 1 pct., jf. Caldara mfl. (2019).

Ny regering i Italien, ...

Den parlamentariske situation i Italien har været kaotisk gennem det meste af 2018 og 2019 med strid både internt i regeringen og med EU om kommende års budgetter og overholdelsen af underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP. I august kulminerede de interne uenigheder i regeringen med, at indenrigs- og vicedstatsminister Matteo Salvini krævede en mistillidsafstemning om premierminister Giuseppe Conte i håb om et hurtigt nyvalg, hvor han forventeligt ville få større opbakning.

... som formodes mere EU-venlig og derfor beroliger markederne

Forløbet endte imidlertid med en ny regering mellem Femstjernebevægelsen og Det Demokratiske Parti, fortsat med Conte i spidsen, og med Salvini uden for indflydelse. Regeringskonstellationen er usædvanlig, og parterne er umiddelbart langt fra hinanden på en række emner. Markederne og EU-toppen signalerer dog tiltro til, at den nye konstellation er mere EU-venlig og i højere grad vil søge at undgå konfrontationer med EU end den tidligere regering, hvor Salvini flere gange havde udtalt villighed til at bryde med EU's regler. I forhold til foråret er den politiske usikkerhed i Italien dermed mindsket.

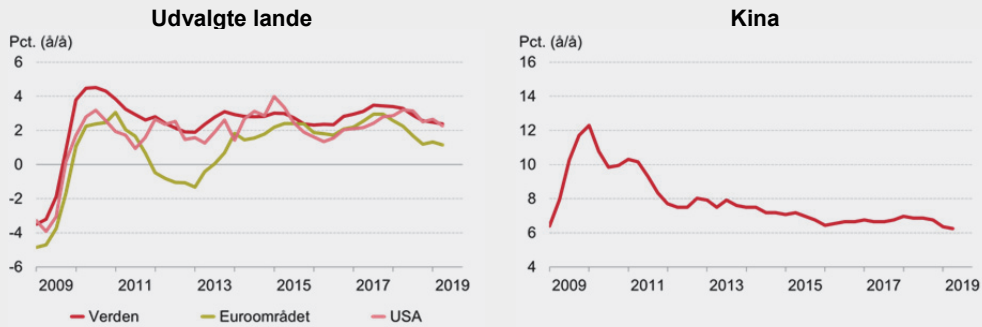
GLOBAL VÆKST AFTAGER TIL MODERAT NIVEAU

Global vækst aftaget i første halvår 2019

Den tiltagende usikkerhed sker samtidig med, at der kommer flere negative signaler om den faktiske udvikling i den globale økonomi. Den globale vækst er aftaget i første halvår af 2019, jf. figur 1.22. Den svagere vækst er særligt tydelig i euroområdet, hvor væksten aftog til godt 1 pct. (å/å) i første halvår 2019. I Kina bøjede den årlige vækstrate ligeledes af i første halvår 2019, og den ligger aktuelt på samme lave niveau som i 2009.

FIGUR I.22 BNP-VÆKST I UDVALGTE LANDE

BNP-væksten er aftaget i en lang række lande i første halvår 2019.



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2019.

Kilde: Macrobond.

Væksten i euroområdet holdes nede af bl.a. Tyskland og Italien

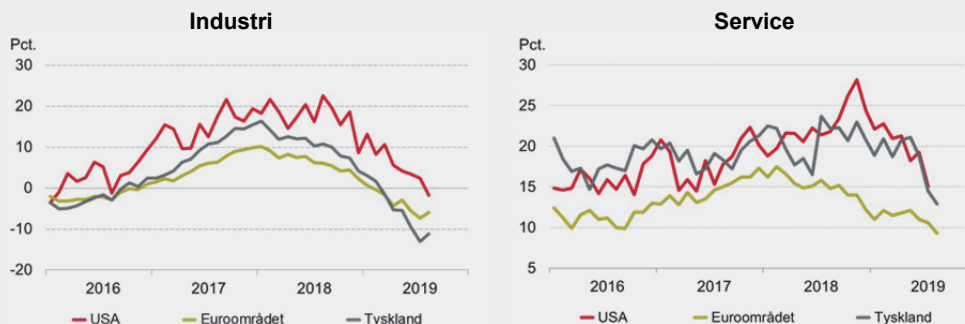
Opbremsningen i euroområdet gælder i særlig grad for Tyskland, hvor BNP i andet kvartal faldt 0,1 pct. i forhold til kvartalet før. Det skal ses i lyset af, at Tyskland har en stor industrisektor, herunder en betydelig bilindustri. Industrisektorerne i verdensøkonomien er i højere grad end eksempelvis servicesektorerne påvirket af det internationale stemningsskift og ikke mindst faldet i verdenshandlen, og den svagere globale vækst drives primært af industrien. Herudover holdes væksten i euroområdet nede af udviklingen i Italien, hvor BNP ikke er vokset siden midten af 2018. Omvendt er der fremgang at spore i eksempelvis fransk økonomi, og i Spanien er væksten fortsat relativt høj med årsvækstrater over 2 pct.

Tillidsindikatorer peger på fortsat afmatning

Indikatorerne for industrien viser tegn på fortsat afdæmpning med aftagende eller stagnerende industriproduktion kombineret med lave forventninger i de fleste lande, jf. figur I.23. Herudover er der tegn på, at afmatningen fra industrien gradvist forventes at brede sig. Tillidsindikatorerne for servicesektoren er således faldet, særligt i euroområdet.

FIGUR I.23 ERHVERVSTILLIDSINDIKATORER

Indikatorerne for industrien har gennem et stykke tid peget i retning af forværrede konjunkturodsigter. På det seneste er der også tegn herpå i servicesektoren.



Anm.: De viste indeks er fra OECD, Main Economic Indicators og viser den sammensatte, nationale indikator. Denne er ikke tilgængelig for servicesektoren for USA; hvorfor der her er anvendt et tre måneders glidende gennemsnit af "virksomhedens nuværende situation" fra samme kilde. Seneste observation er august 2019, dog juli 2019 for servicesektoren i USA.

Kilde: Macrobond.

TEGN PÅ AFDÆMPNING AF STÆRKE ARBEJDSMARKEDER

Aftagende pres på arbejdsmarkedet i USA ...

De mere arbejdskraftintensive servicesektorer er indtil videre ikke svækket i samme omfang som industrien. Det bidrager til at forklare, at arbejdsmarkederne fortsat er stærke i såvel USA som euroområdet. I USA er beskæftigelsen steget uafbrudt siden slutningen af 2010, og ledigheden er faldet fra ca. 9 til 3,7 pct. På det seneste er beskæftigelsesvæksten aftaget lidt, ligesom ledigheden er fladet ud. Det er forventeligt med mere afdæmpet vækst i takt med, at der er færre ledige ressourcer i økonomien, men vendingen på arbejdsmarkedet understøtter det generelle billede af, at amerikansk økonomi formentlig har toppet i denne konjunkturcyklus.

... og flere steder i Europa

I flere lande i euroområdet er presset på arbejdsmarkedet ligeledes aftaget, og i eksempelvis Tyskland og Frankrig har ledigheden stabiliseret sig. For euroområdet under ét udviser ledigheden dog fortsat faldende tendens og lå i juli 2019 på 7,5 pct. Ledighedsniveauet varierer fortsat en del på tværs af euroområdet; fra ca. 3,5 pct. i Holland til 17 pct. i Grækenland, og der er derfor også betydelig forskel på presset på arbejdsmarkedet.

Forbrugertilliden er modsat erhvervstilliden rimelig stabil

Den fortsat gunstige situation på arbejdsmarkedet i de fleste lande er med til at forklare, at forbrugertilliden ikke er faldet i samme omfang som erhvervstilliden, jf. figur I.24. Det tiltagende pres på arbejdsmarkedene gennem de seneste år har bidraget til moderat tiltagende lønvækst, hvilket, kombineret med afdæmpet inflation, har givet små reallønsstigninger de seneste år. Aktuelt ligger reallønsstigningerne omkring 1 pct. i både USA og euroområdet. Det taler sammen med høj beskæftigelse og optimistiske forbrugere for, at økonomierne de kommende år kan understøttes af fortsat fremgang i det private forbrug.

FIGUR I.24 FORBRUGER- OG ERHVERVSTILLID

Forbrugertilliden er ikke faldet i samme grad som erhvervstilliden.



Anm.: Erhvervstilliden er vist for industrien og seneste observation er august 2019.

Kilde: Macrobond.

VÆKSTAFDÆMPNING VENTES AT FORTSÆTTE

Vækstafdæmpning sker fra solidt udgangspunkt

Den mere afdæmpede vækst i verdensøkonomien sker fra et stærkt udgangspunkt, hvor der gennem en lang periode har været stigende produktion og beskæftigelse i flere lande. De fleste økonomier vurderes også fortsat at befinde sig et stykke inde i en højkonjunktur, hvor det er naturligt at forvente en vis afdæmpning af økonomien, f.eks. som følge af at arbejdsmarkedet nærmer sig kapacitetsgrænsen.

Vækstafdæmpning ventes at fortsætte i 2019 og 2020

Udsigterne for de kommende år vurderes imidlertid at være forværret, og væksten på de danske eksportmarkeder ventes at aftage i 2019 og 2020. En del af årsagen er den generelle usikkerhed, som i et vist omfang bliver selvforstærkende i takt med, at eksempelvis virksomhederne bliver mere tilbageholdende med investeringer. Hertil kom-

mer de handelspolitiske spændinger og den faldende verdenshandel, som lægger et pres på særligt eksportorienterede virksomheder, herunder store dele af industrien. Vækstnedgangen i industrien ventes i højere grad at slå igennem på resten af økonomien gennem andet halvår af 2019 og 2020.

Vækst i underkanten af strukturel vækst i flere eurolande og USA i 2020

For de danske aftagerlande under ét ventes vækst omkring 1¼ pct. i 2019 og 1½ pct. 2020, jf. tabel I.4 og boks I.4. Det er i underkanten af den skønnede strukturelle vækst og indebærer derfor en indsnævring af output gap, som ventes at blive svagt negativt i 2020. I Tyskland ventes væksten at være omkring 1 pct.point lavere end den skønnede, strukturelle vækst, og det tyske output gap ventes at blive indsnævret fra knap 2 pct. i 2018 til omtrent nul i 2020. I USA ventes væksten i 2020 også at være lidt lavere end den skønnede, strukturelle vækst.

TABEL I.4 UDLANDSVÆKST OG RENTESKØN

For de danske aftagerlande under ét ventes vækst omkring 1¼ pct. i 2019 og 1½ pct. 2020.

	2018	2019	2020	2025 ^a
Vækstskøn	----- Pct.-----			
Tyskland	1,5	0,5	0,5	1,2
USA	2,9	2,4	1,8	2,1
Storbritannien	1,4	1,1	0,9	1,8
Sverige	2,5	1,1	1,2	2,2
Realvækst i aftagerlande	2,4	1,7	1,4	1,8
	----- Dollar pr. tønde -----			
Oliepris	71	65	63	80
Renteskøn	----- Pct.-----			
ECB's udlånsrente	0,0	0,0	-0,1	0,5
Dansk statsobligation	0,5	-0,2	-0,4	1,5
Tysk statsobligation	0,5	-0,3	-0,5	1,4
Amerikansk statsobligation	2,9	2,1	1,4	3,5
Dansk realkreditrente	2,1	1,6	1,4	3,0

a) 2025-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate i årene 2021 til 2025, bortset fra renteskøn og oliepris, hvor søjlen angiver niveauet i 2025.

Anm.: Tabellen viser årgennemsnittet for renterne. Statsobligationsrenterne er på tiårige obligationer. Realkreditrenten angiver renten på 30-årige realkreditobligationer.

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

BOKS I.4 PROGNOSE FOR INTERNATIONAL ØKONOMI OG RENTESKØN

Prognosen for den internationale økonomi tager udgangspunkt i de senest offentliggjorte prognoser fra OECD, IMF og EU-Kommissionen. Den seneste realøkonomiske udvikling og en række indikatorer peger imidlertid på svagere konjunktursituation, end de offentliggjorte prognoser har lagt til grund. Der er derfor overordnet set lagt et lavere vækstskegn til grund i nærværende prognose. Væksten i Danmarks aftagerlande ventes at blive ca. 1¼ pct. i 2019 og ca. 1½ pct. i 2020. Det indebærer en indsnævring af output gap, som ventes at blive svagt negativt i 2020, jf. figur A.

FIGUR A OUTPUT GAP I AFTAGERLANDE**FIGUR B TIÅRIG TYSK STATSOBIGATION**

Anm.: Aftagerlande dækker over Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Japan, Kina, Norge, Polen, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland og USA, der er de største aftagere af dansk industrieksport, og er sammenvejet med hver enkelt lands andel af den danske industrieksport. De vandrette streger i figur B er de skønnede årsniveauer i prognosen.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 105, Dansk Økonomi, forår 2019*, Macrobond og egne beregninger.

Renteprognosen tager udgangspunkt i den forventede udvikling i de pengepolitiske renter fra Den Europæiske Centralbank (ECB) og den amerikanske centralbank (Fed), som blandt andet er baseret på referater fra rentemøderne samt andre institutioners skøn. Markedsrenterne fremskrives ud fra spænd til de pengepolitiske renter. Tidspunktet for første renteforhøjelse er udskudt i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2019*. Det forudsættes således, at ECB holder renten uændret frem til udgangen af 2021. Frem mod 2025 forudsættes gradvise rentestigninger, men niveauerne i 2025 er nedjusteret 1½ pct.point i forhold til forårets prognose for de fleste renter, jf. figur B.

For olieprisen ventes et gennemsnitligt årsniveau på henholdsvis 65 og 63 dollar pr. tønde i 2019 og 2020. I 2021 til 2025 forudsættes olieprisen at stige 5 pct. årligt. Det indebærer, at olieprisen i 2025 er ca. 25 dollar lavere end i forårets prognose.

Hovedtrækkene af prognosen for international økonomi og renteprognosen er vist i tabel I.4 og er yderligere uddybet i *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering – Dansk Økonomi, efterår 2019*.

PENGEPOLITISKE LEMPELSER

Lav inflation og aftagende inflationsforventninger

Trods den gunstige udvikling på arbejdsmarkedet og det svagt stigende lønpres, er inflationen fortsat afdæmpet i både euroområdet og USA. Særligt i euroområdet har den faktiske inflation ligget under centralbankens inflationsmålsætning om en stabil inflation i underkanten af 2 pct. det meste af tiden siden 2013, og på det seneste er forbrugerprisstigningerne igen faldet, jf. figur I.25. Den lange periode med inflation under målsætningen kombineret med de svagere vækstudsigter ser på det seneste ud til at have konsekvenser for inflationsforventningerne på længere sigt. Både i USA og euroområdet er de spørgeskemabaserede, langsigtede inflationsforventninger faldet til det laveste niveau i dataperioden, og de markedsbaserede forventninger er endnu lavere, jf. figur I.26.

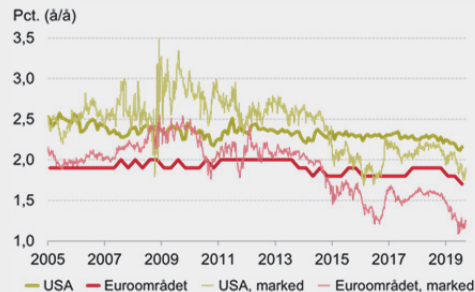
FIGUR I.25 INFLATION

Faktisk inflation har ligget under ECB's målsætning i en lang årrække i euroområdet.



FIGUR I.26 INFLATIONSFORVENTNINGER

Forventningerne til inflationen på lang sigt er faldet i begyndelsen af 2019.



Anm.: Den vandrette linje ved 2 pct. i venstre figur angiver centralbankernes inflationsmålsætning. ECB's målsætning er at holde inflationen tæt på, men under 2 pct. Fed's målsætning er inflation tæt på 2 pct. De spørgeskemabaserede inflationsforventninger for euroområdet i højre figur angiver forventningerne til inflationen på lang sigt i ECB's survey of professional forecasters, mens den for USA angiver forventningerne til inflationen 120 måneder frem i tid i Federal Reserve Bank of Philadelphias undersøgelse. De markedsbaserede inflationsforventninger beregnes på baggrund af inflationsswaps og måler den forventede inflation over den femårs-periode, som begynder om fem år. Seneste observation er august 2019 for faktisk inflation og de spørgeskemabaserede forventninger for USA, 3. kvartal 2019 for de spørgeskemabaserede forventninger for euroområdet og 19. september for de markedsbaserede forventninger.

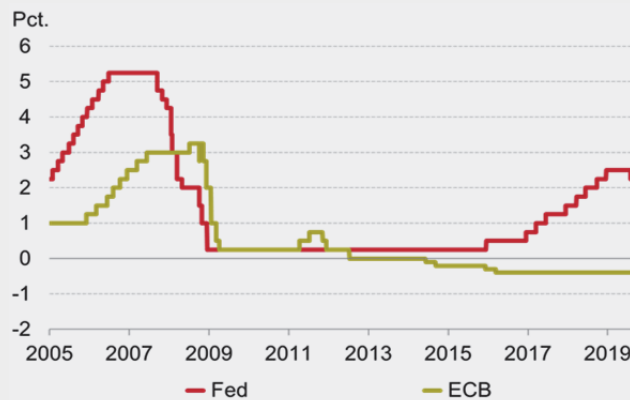
Kilde: Macrobond.

Fed sænkede renten i juli og september

De svagere vækstudsigter og den fortsat lave inflation fik i juli den amerikanske centralbank til at sænke renten for første gang siden 2008, jf. figur I.27, og samtidig blev det besluttet at stoppe balance-reduktionen fra august. I september fulgte endnu en nedsættelse, således at Fed aktuelt sigter efter en rente i intervallet 1,75-2 pct. Rentekomiteen er imidlertid splittet, og der blev på pressemødet efter komiteens møde ikke givet tydelige signaler med hensyn til forventningerne til fremtiden. Markedet forventer imidlertid yderligere rentenedsættelser i 2019 og 2020.

FIGUR I.27 PENGEPOLITISKE RENTER

Centralbankerne i USA og euroområdet har i juli og september sænket den ledende rente.



Anm.: Figuren viser federal funds rate for USA og indlånsfaciliteten for euroområdet. Seneste observation er 25. september 2019.

Kilde: Macrobond.

Inverteret rentekurve er normalt tegn på recession, ...

Forventningerne om lempeligere pengepolitik er formentlig medvirkende til, at rentekurven i USA er inverteret, dvs. at de lange statsobligationsrenter nu er lavere end de korte, jf. figur I.28. En invertering af rentekurven er normalt et tegn på en forestående recession, og historisk har rentespændet været en god indikator for en kommende recession i USA, jf. Danmarks Nationalbank (2019d). Det skyldes blandt andet, at udsigt til lavere vækst normalt vil indebære en forventning om, at centralbanken sænker den korte rente.

... men måske er den nuværende situation anderledes end tidligere

Der er imidlertid en diskussion om, hvorvidt den nuværende situation er anderledes end tidligere. Det skyldes ikke mindst, at centralbankerne gennem ukonventionel pengepolitik og store opkøb har reduceret de lange obligationsrenter og mindsket spændet mellem de korte og lange renter, hvormed rentekurven alt andet lige nemmere inverterer. Hertil kommer, at den lange rente i et vist omfang afspejler den forventede fremtidige vækst. Hvis forventningen til den fremtidige vækst falder, vil det sænke den lange rente, og i perioden, hvor forventningerne skifter, vil rentekurven alt andet lige blive fladere.

FIGUR I.28 RENTEKURVER

Forskellen mellem korte og lange statsobligationsrenter er negativ i USA. Det er traditionelt et tegn på en forestående recession.



Anm.: Figuren angiver rentekurven, dvs. forskellen mellem renten på en tiårig og en tremåneders statsobligation. Seneste observation er august 2019.

Kilde: Macrobond.

Lavere løbetidspræmie bidrager til lavere lang rente

Hertil kommer, at løbetidspræmien på lange obligationer vurderes at være faldet betydeligt efter finanskrisen, jf. Cohen mfl. (2018) og Christensen mfl. (2016). Løbetidspræmien afspejler det merafkast, en investor får for at påtage sig ekstra risiko ved at investere i en obligation med lang fremfor kort løbetid. Løbetidspræmien påvirkes af eksempelvis finansiell regulering og de førnævnte opkøbsprogrammer. Faldet i årene efter finanskrisen tilskrives øget efterspørgselspres fra centralbankernes opkøbsprogrammer, men også lavere usikkerhed om fremtidige korte renter, jf. Cohen mfl. (2018). Den lavere løbetidspræmie bidrager til at reducere de lange renter og påvirker derfor

spændet på en måde, som ikke er relateret til de fremtidige konjunkturudsigter og dermed sandsynligheden for recession.

ECB sænkede renten i september

Den europæiske centralbank sænkede i midten af september ligeledes den ledende rente til -0,5 pct., hvilket er det laveste niveau nogensinde. Samtidig annoncerede ECB et nyt obligationsopkøbsprogram med begyndelse i november 2019. Programmet skal opkøbe for 20 mia. euro hver måned og har indtil videre ingen fast slutdato. Meldingen fra ECB var, at opkøbsprogrammet fortsætter indtil et tidspunkt umiddelbart før de første rentestigninger. Samtidig med de ekspansive tiltag annoncerede ECB, at der laves et todelt system til forrentning af reserver, således at de kommercielle banker kan indsætte en del af deres likvider i ECB til en rente på nul. Det sker for at kompensere bankerne for de negative effekter af rentenedsættelse.

Lave renter så længe inflationen er lav

De pengepolitiske lempelser skal ses i lyset af svagere konjunkturudsigter for euroområdet end tidligere ventet, fortsat betydelige nedadrettede risici vedrørende den økonomiske udvikling og fortsat lav inflation, herunder et fortsat fald i de langsigtede inflationsforventninger. ECB signalerede i forbindelse med rentemødet, at de pengepolitiske renter vil forblive på de nuværende niveauer eller lavere, indtil der kan konstateres en robust bevægelse af inflationsudsigterne mod et niveau, der er tilstrækkeligt tæt på, men under 2 pct. inden for ECB's fremskrivningshorisont. Yderligere blev det understreget, at konvergen i inflationsforventningerne skal afspejles i den underliggende inflationsudvikling. Retorikken er en skærpelse i forhold til tidligere og en understregning af, at inflationsudviklingen er den helt centrale parameter i ECB's pengepolitiske beslutninger.

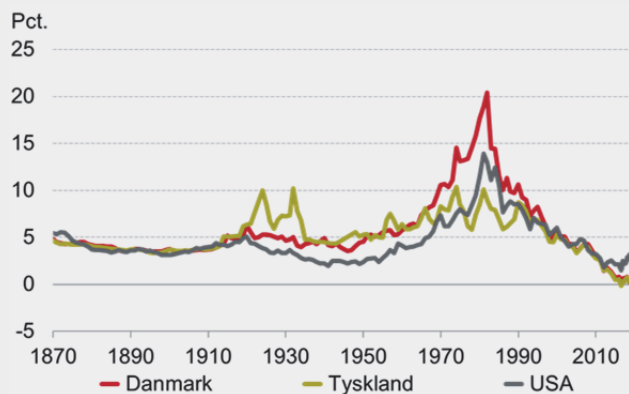
STATSOBLIGATIONSRENTER PÅ LAVESTE NIVEAU NOGENSINDE

Tiårige statsobligationsrenter på laveste niveau nogensinde

De tiårige statsobligationsrenter er faldet markant siden foråret og de nominelle renter er på det laveste niveau siden 1870, jf. figur I.29. I flere europæiske lande, herunder Danmark, Sverige og de centraleuropæiske lande, er den nominelle rente på tiårige statsobligationer negativ, og selv i de sydeuropæiske lande, er statsobligationsrenterne op til en vis løbetid negative; i Italien op til tre år og i Spanien helt op til syv år.

FIGUR I.29 NOMINEL RENTE PÅ TIÅRIGE STATS-OBLIGATIONER

De nominelle renter på tiårige statsobligationer er på et historisk lavt niveau.



Anm.: Til og med 2015 er der anvendt data på årsniveau fra Jordå mfl. (2019). Fra januar 2016 til august 2019 er der anvendt data på månedsbasis fra Macrobond.

Kilde: Jordå mfl. (2019) og Macrobond.

Realrenten er også lav i et langt perspektiv

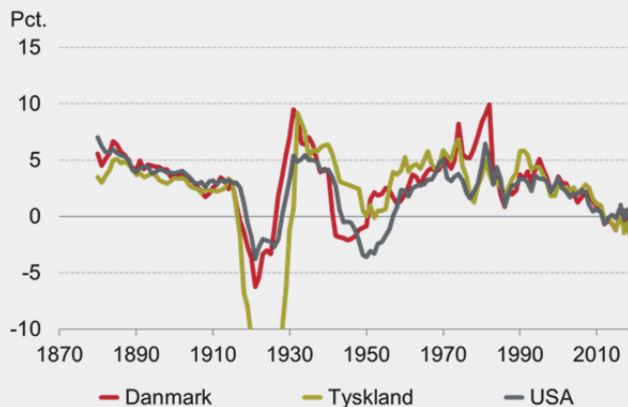
Den nominelle rente er summen af realrenten og den (forventede) inflation. Et fald i den nominelle rente kan således både skyldes et fald i den underliggende realrente og et fald i inflationen. En del af det aktuelt lave renteniveau kan således tilskrives, at inflationen (og inflationsforventningerne) er væsentligt lavere i dag end tidligere, men lavere inflation er ikke hele forklaringen. Realrenterne er også lave i et langt historisk perspektiv, jf. figur I.30.

Negativ realrente uden høj inflation er usædvanligt

De aktuelt negative realrenter er – modsat de nominelle renter – ikke usete i et langt, historisk perspektiv. Forskellen er imidlertid, at tidligere tiders negative realrenter typisk har været forbundet med ekstraordinære omstændigheder, som har givet anledning til høj inflation. Det aktuelt lave niveau for realrenten er usædvanligt, fordi inflationen samtidig er lav.

**FIGUR I.30 REALRENTE PÅ TIÅRIGE
STATSOBLIGATIONER**

Realrenterne på tiårige statsobligationer er også lave i et langt historisk perspektiv.



Anm.: Den anvendte inflation er et tiårs (tilbagekuende) glidende gennemsnit af den faktiske forbrugerprisinflation. Enkelte ekstreme observationer er udeladt for Tyskland. Seneste observation er august 2019.

Kilde: Jordà mfl. (2019), Macrobond og egne beregninger.

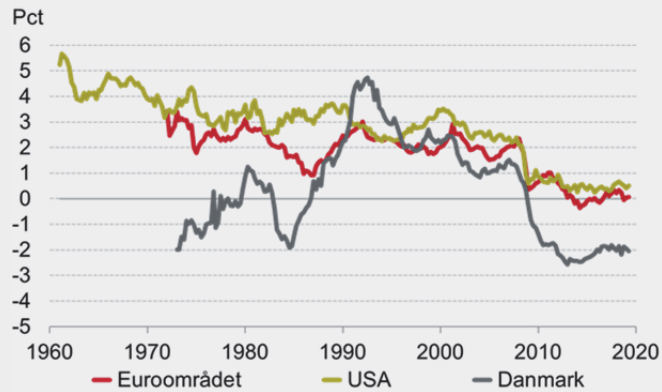
DET NATURLIGE REALRENTENIVEAU ER FALDET

Den naturlige
realrente er faldet

Det usædvanligt lave niveau for både de nominelle og reale renter har de seneste år affødt en stadigt voksende litteratur om både årsager til og implikationer af de lave renteniveauer. En gængs måde at søge at forklare det aktuelt lave niveau for realrenten er at estimere den såkaldt naturlige realrente, jf. eksempelvis Danmarks Nationalbank (2019e). De fleste beregninger af denne karakter tyder på, at det naturlige realrenteniveau er faldet for de fleste lande de seneste årtier, jf. figur I.31.

FIGUR I.31 DEN NATURLIGE REALRENTE

Estimater tyder på, at den naturlige realrente er faldet i en række økonomier.



Anm.: Estimationen for USA og euroområdet opdateres af Federal Reserve bank of New York på baggrund af metoden i Holston mfl. (2017). Seneste observation er 2. kvartal 2019.

Kilde: Macrobond og Pedersen (2015).

Ændret global opsparings- og investeringsadfærd er en del af forklaringen

Faldet i den naturlige realrente tilskrives i litteraturen en lang række faktorer.⁵ Da realrenten teoretisk set bestemmes i ligevægt mellem udbud af realkapital (opsparing) og efterspørgsel efter realkapital (investeringer), jf. boks I.5, relaterer en del af forklaringerne sig til ændret global investerings- eller opsparingsadfærd. Af vigtige forklaringer kan fremhæves forøget opsparing som følge af både højere middellevetid og udviklingsøkonomiernes finansielle integration med resten af verden samt formindsket investeringsbehov som følge af lavere strukturel vækst, jf. boks I.6.

5) Jf. bl.a. Brand mfl. (2018), Holston mfl. (2017), Carvalho mfl. (2015), Fiedler mfl. (2019) og Pedersen (2015).

DEN NATURLIGE REALRENTE

Den naturlige realrente er et mål for den rente, der skal til for at skabe ligevægt mellem udbud og efterspørgsel, hvis priserne havde været fuldt fleksible. Sagt på en anden måde er det den rente, der skaber ligevægt mellem den faktiske og den potentielle aktivitet i økonomien. Den naturlige realrente kan ikke observeres og må i stedet estimeres på baggrund af historisk data.

Den naturlige realrente er et vigtigt begreb for pengepolitikken. Hvis den faktiske realrente er lig med den naturlige realrente, vil pengepolitikken hverken stimulere eller dæmpe økonomien. Økonomien stimuleres, når den faktiske realrente er under den naturlige og omvendt.

Også mere midlertidige faktorer i spil: lempelig pengepolitik ...

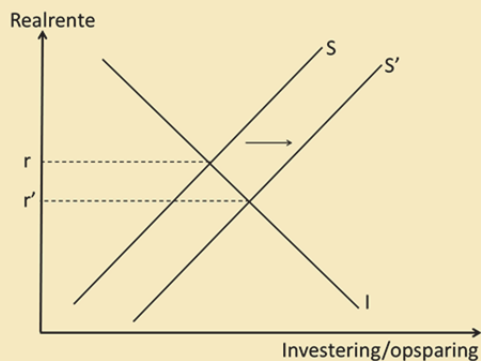
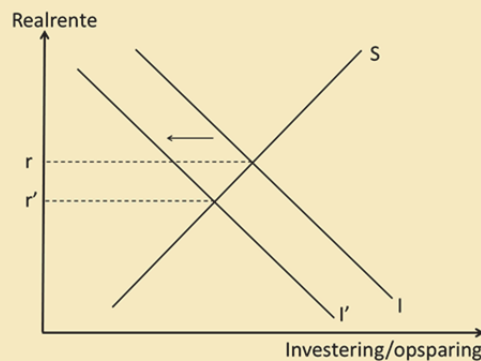
I tillæg til de strukturelle faktorer bag skift i den globale investerings- og opsparingstilbøjelighed kan der være en række forklaringer af mere midlertidig karakter. Et eksempel er den lempelige pengepolitik, som en række centralbanker har ført i kølvandet på den finansielle krise. For fastholdte inflationsforventninger vil lavere centralbankrenter påvirke både de korte og lange realrenter. Gennemslaget på de lange renter skyldes, at disse kan opfattes som et gennemsnit af de korte renter tillagt en løbetidspræmie. Hertil kommer effekten af de massive opkøbsprogrammer, som har haft til formål at sænke de lange renter, jf. også tidligere i afsnittet.

... samt konjunkturreflekter og konsolideringsbehov

I tillæg til ovenstående gav krisen anledning til, at investeringsbehovet faldt, og en generelt øget usikkerhed kombineret med et fald i aktivpriserne i forbindelse med finanskrisen gav anledning til, at virksomheder og forbrugere oplevede et behov for øget opsparing, så formuerne kunne genopbygges. Dette har formentlig også bidraget til at lægge et nedadgående pres på realrenterne.

BOKS I.5 TEORETISK BESTEMMELSE AF REALRENTEN

Realrenten bestemmes teoretisk set i ligevægt mellem udbuddet af realkapital (opsparing) og efterspørgslen efter realkapital (investeringer). Ændringer i realrenten kræver dermed ændringer i opsparings- eller investeringsadfærden for en given rente. Som vist i figur A nedenfor vil et højere opsparingsudbud alt andet lige medføre et fald i realrenten og en højere samlet mængde af opsparing og investeringer. Tilsvarende vil en lavere investeringsefterspørgsel føre til en lavere realrente, men vil til gengæld implicere en lavere mængde af opsparing og investeringer, jf. figur B. Hvis begge stød forekommer samtidigt, vil realrenten potentielt kunne falde en del, uden at det realiserede omfang af investeringer og opsparing nødvendigvis ændres. I perioden siden 1980 er den globale opsparing steget fra knap 24 pct. af BNP til knap 27 pct. af BNP. Det taler for, at i hvert fald en del af forklaringen på faldet i realrenten kan tilskrives en stigning i opsparingstilbøjeligheden.

FIGUR A STIGNING I OPSPARING**FIGUR B FALD I INVESTERINGER**

Anm.: "S" og "I" angiver henholdsvis opsparing og investering.

Bestemmelsen af realrenten, som skitseret ovenfor, gælder teoretisk set for en lukket økonomi og kan tænkes som gældende for verdensøkonomien. De nationale renteniveauer kan afvige fra det globale renteniveau som følge af eksempelvis risikopræmier.

Den relevante realrente i figurerne ovenfor er det marginale afkast af kapital. Den tiårige statsobligationsrente, som er i fokus i en stor del af dette afsnit, vil ofte afvige fra det generelle kapitalafkast, jf. senere i afsnittet.

BOKS 1.6 ÅRSAGER TIL ÆNDRINGER I OPSPARINGS- OG INVESTERINGS-ADFÆRD DE SENESTE ÅRTIER

Som skitseret i boks 1.5 er de seneste års tendens til fald i realrenten konsistent med *større* opsparings- og *lavere* investeringstilbøjelighed. Litteraturen fremhæver følgende forklaringer af mere strukturel karakter:

Ændret investeringsadfærd

- Lavere strukturel vækst: På lang sigt vil lavere teknologisk vækst reducere realrenten, jf. eksempelvis den såkaldte Ramsey-model. Hvis væksten falder i fremtiden, vil forbrugeren ønske at imødegå dette med øget opsparring for at udjævne forbruget. Dermed presses renten ned
- Lavere befolkningsvækst: Dette får alt andet lige det tilgængelige kapitalapparat pr. beskæftiget til at stige og dermed det marginale afkast af kapital (og dermed renten) til at falde

Ændret opsparingsadfærd

- Højere middellevetid: Højere forventet levealder betyder alt andet lige længere forventet tid på pension. Det øger tilskyndelsen til at spare op
- Større andel af befolkningen i "opsparingsalderen": Opsparingstilbøjeligheden er højest midt i livet, og en større andel af befolkningen i denne aldersgruppe vil alt andet lige øge den samlede opsparring
- Forøget finansiel integration med udviklingsøkonomierne: I en række af vækstøkonomierne, herunder særligt Kina, er medianindkomsten steget betydeligt. Samtidig er den forventede levetid steget (og ventes fortsat at stige) og niveauet for social sikring er lavt. Det øger den samlede opsparring i disse lande. Samtidig er der en tendens til, at vækstøkonomierne i høj grad placerer opsparring i udenlandsk valuta, og deres højere opsparring vil derfor presse renterne i de avancerede økonomier ned
- Øget indkomstulighed: Den velhavende del af befolkningen har en tendens til at spare en større andel af indkomsten op. Den samlede opsparring øges derfor, når indkomstuligheden øges

Renten på sikre aktiver presses ned af lavere udbud ...

Hovedparten af de nævnte forklaringer påvirker teoretisk set afkastet af kapital i bred forstand. Herudover kan der imidlertid fremhæves en række forhold, der i særlig grad kan have påvirket renten på sikre papirer (herunder lange statsobligationer). Et af disse forhold er, at finanskrisen og den efterfølgende statsgældskrise har medvirket til at reducere tiltroen til en række aktiver, som tidligere blev anset som værende sikre. Det gælder eksempelvis en række komplicerede finansielle produkter⁶ og sydeuropæiske statsobligationer, som i

6) Eksempelvist CDO'ere (collateralized debt obligations, dvs. produkter sammensat af forskellige lån, også MBS'ere og CDS'ere), MBS'ere (Mortgage-backed securities, dvs. obligationer sammensat af boliglån) og CDS'ere (Credit Default Swaps, dvs. en slags forsikring mod at et lån kollapse).

kølvandet på krisen blev nedgraderet fra deres AAA-rating. Det har i sig selv reduceret udbuddet af sikre (dvs. højt ratede) papirer de seneste år, hvilket kan være en faktor, der har presset renten på sikre papirer ned.

... og højere efterspørgsel, bl.a. som følge af strammere finansiell regulering

En anden faktor, der kan have særlig betydning for renten på sikre papirer er, at efterspørgslen efter sikre papirer er steget af forskellige årsager. For det første har den strammere finansielle regulering, som fulgte efter finanskrisen, og som stiller krav til f.eks. pensionskassernes beholdning af sikre aktiver, formentlig bidraget til at øge efterspørgsel efter sikre aktiver og presset renten ned. For det andet kan den generelle usikkerhed i årene efter krisen have reduceret villigheden til at investere i usikre papirer, og dermed flyttet efterspørgslen i retning af sikre papirer. For det tredje udbydes sikre aktiver traditionelt af udviklede økonomier, som vokser i et langsommere tempo end den globale økonomi under ét. Hvis efterspørgslen efter sikre aktiver følger den globale vækst, mens udbuddet primært kommer fra avancerede økonomier, som vokser i et langsommere tempo, vil det give et nedadgående pres på renten på sikre papirer, jf. Caballero mfl. (2017).

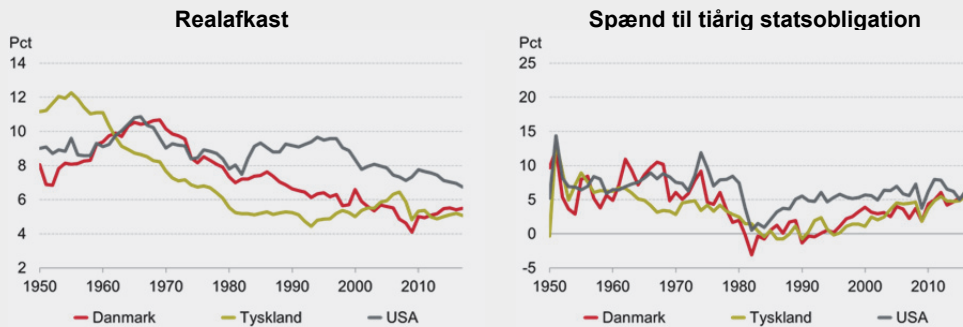
Afkastet på kapital ikke faldet i samme grad som statsobligationsrenterne

Noget tyder på, at forklaringerne relateret mere specifikt til renten på sikre aktiver er vigtige faktorer bag udviklingen de senere år. I hvert fald finder flere, at afkastet på kapital i bred forstand ikke er faldet i samme takt som afkastet på sikre aktiver, jf. Brand mfl. (2018) og Jordà mfl. (2019). Figur I.32 viser, at kapitalafkastet er faldet over perioden 1950-2017, men faldet siden 1980'erne har været markant mindre end på statsobligationsrenterne. Kapitalafkastet i figuren er beregnet på baggrund af nationalregnskabsopgørelser af kapitalapparatet, men samme billede gør sig gældende, hvis man bruger en mere markedsbaseret tilgang og f.eks. kigger på det totale afkast af aktier.⁷ Realafkastet af aktier har ikke vist samme tendens til fald som statsobligationsrenterne. Dette understøtter, at en del af faldet i statsobligationsrenterne i Europa og USA formentlig skal tilskrives forhold, der relaterer sig specifikt til markedet for sikre aktiver.

7) Blanchard (2019) diskuterer, hvordan kapitalafkastet rettelig skal måles. Der præsenteres to tidsserier; Hvis kapitalapparatet værdisættes ved genanskaffelsesomkostningerne, hvilket er standard i nationalregnskabsopgørelser, har kapitalafkastet i USA været stabilt på ca. 10 pct. siden 1980. Hvis kapitalapparatet i stedet værdisættes ved markedsværdien, har der været et fald på 10 pct. fra starten af 1980'erne til ca. 6 pct.

FIGUR I.32 REALAFKAST PÅ KAPITAL

Realafkastet af kapital er faldet mindre end statsobligationsrenterne de seneste år, og spændet er derfor steget.



Anm.: Det reale afkast af kapital er det gennemsnitlige nettokapitalafkast beregnet som $\alpha(Y/K) - \delta$, hvor α angiver kapitalens aflønningsandel i en Cobb-Douglas produktionsfunktion, Y er realt BNP, K er det reale kapitalapparat, og δ er afskrivningsraten. Seneste observation er 2017. Det beregnede kapitalafkast for Danmark i figuren afviger fra det i afsnit I.2 som følge af forskelle i datagrundlaget.

Kilde: Penn World Table, Jordà mfl. (2019) og egne beregninger.

Prognosen indebærer realrente på nul i 2025

Den renteutvikling, der forudsættes i prognosen, indebærer, at realrenten på tyske (og danske) statsobligationer i 2025 er omkring nul. Det betyder samtidig, at den væstkorrigerede realrente på statsobligationer er negativ. Dette kan være et tegn på, at økonomien er i den uønskede tilstand af dynamisk inefficiens, jf. faktaboks. Imidlertid er det her centralt, hvilken kapitalaf lønning (f.eks. real statsobligationsrente eller kapitalafkast) der lægges til grund for vurderingen. Det gennemsnitlige kapitalafkast er ikke faldet ligeså meget som statsobligationsrenterne. Det skyldes, at afkastet på boliger og aktier ikke er faldet i samme grad, samt at der er opnået kursgevinster på statsobligationerne. Kapitalafkastet er dermed fortsat højere end væksten, selvom realrenten er lavere end væksten, og prognosen tyder dermed ikke umiddelbart på, at økonomierne er i en dynamisk inefficent ligevægt.

DYNAMISK INEFFICIENS

Dynamisk inefficiens beskriver en ligevægt, hvor det er muligt at opnå en paretoforbedring, dvs. det er muligt at stille nogen bedre uden at stille andre værre. I en dynamisk inefficient ligevægt vil der være akkumuleret for meget kapital, og en paretoforbedring kan derfor opnås ved, at en generation tillades at forbruge en del af kapitalapparatet (hvorved denne generations forbrug øges). Dynamisk inefficiens er derfor aldrig ønskeligt, hvis forbrug er velfærdsmålet.

Generelt vil en økonomi være dynamisk inefficient, hvis økonomiens langsigtede vækstrate (g) overstiger marginalproduktet på kapital (r). I teoretiske modeller er der typisk kun én realrente, der er lig med marginalproduktet på kapital i ligevægt, og dynamisk inefficiens opstår derfor, hvis den vækstkorrigerede realrente ($r-g$) er negativ. I praksis er det ofte mere vanskeligt at afgøre, hvorvidt en økonomi er dynamisk inefficient, bl.a. fordi kapitalapparatet kan opgøres på mange forskellige måder, og der findes flere forskellige typer af kapital, der alle har forskellig aflønning. Abel mfl. (1989) diskuterer forskellige måder at opgøre afkastet af kapital og konkluderer eksempelvis, at en sammenligning af den sikre rente og den gennemsnitlige vækst kan være vildledende, hvis man vil vurdere dynamisk efficiens.

Dynamisk inefficiens er et ligevægtsbegreb. Det er derfor ikke et problem i sig selv, at den vækstkorrigerede realrente er negativ i enkelte år, men det er problematisk, hvis det sker i ligevægt (eller over en længere årrække).

DEN FREMTIDIGE RENTEUDVIKLING ER FORBUNDET MED BETYDELIG USIKKERHED

Uvist hvordan renterne vil udvikle sig fremover

Der er ikke umiddelbart konsensus i litteraturen om, hvilke faktorer der er de vigtigste, og det er svært at angive den præcise størrelsesorden på de forskellige effekter. Det gør det vanskeligt at spå om den fremtidige udvikling. Meget tyder dog på, at der både er strukturelle og mere midlertidige effekter i spil. De fleste strukturelle forhold taler for, at renterne vil forblive lave længe endnu. Udsigten til relativt svag økonomisk vækst de kommende år trækker i samme retning, og renterne forventes på den baggrund at forblive på et lavt niveau de næste par år. På længere sigt er udviklingen mere usikker, og meget få markedsaktører offentliggør forventninger til renten i eksempelvis 2025. I denne rapport lægges til grund, at en række af de mere midlertidige effekter relateret til ændret adfærd i kølvandet på finans- og statsgældskriserne gradvist normaliseres, hvilket alt andet lige vil trække renterne op.

Vigtigt at huske at markederne kan reagere hurtigt

Det kan ikke afvises, at det lave renteniveau vil vare ved i mange år endnu, men omvendt viser erfaringen, at aktørerne på de finansielle markeder kan skifte syn ganske hurtigt. Det understreges af, at den tiårige tyske statsobligation i løbet af tre måneder (fra juni til slut august) i år faldt $\frac{1}{2}$ pct.point. På det seneste har det lave renteniveau, den inverterede rentekurve i USA og den betydelige usikkerhed om de globale vækstudsigter bidraget til et internationalt stemningsskift, og markedernes forventninger til endnu mere lempelig pengepolitik fra centralbankerne medvirker til at presse de faktiske renter ned. På samme måde kan stemningsskift hurtigt bidrage til opadgående pres på renterne. Tidligere tiders markante rentestigninger på kort tid vidner om, at det ikke kun er en teoretisk mulighed.

LAVT RENTENIVEAU ER POTENTIELT PROBLEMATISK

Centralbankernes pengepolitiske muligheder udfordres af lav nominel rente ...

Det usædvanligt lave niveau for de nominelle renter kan give udfordringer for centralbankernes muligheder for at stimulere økonomien gennem pengepolitiske lempelser. Gennemslaget fra centralbankens ledende renter til markedsrenterne er afgørende for pengepolitikens effekt på økonomien. Der er imidlertid formentlig en nedre grænse for, hvor lavt centralbankerne kan sætte renterne og stadig påvirke økonomien. Det skyldes, at husholdninger og virksomheder kan omgå negative renter ved i stedet at holde kontanter, som i princippet har et nominelt afkast på nul. Der er dog omkostninger forbundet med at opbevare store mængder af kontanter sikkert, hvilket taler for, at

den nedre grænse for de pengepolitiske renter ikke er nul, men negativ af en vis størrelse. Den nedre grænse er ikke kendt og udfordres i disse år med historisk lave – og negative – pengepolitiske renter.

... og af lav naturlig realrente

Hertil kommer, at de pengepolitiske renter i en situation med lav inflation skal sættes, så realrenten er lavere end den naturlige realrente. Dette kan være vanskeligt, når den naturlige realrente vurderes at være faldet markant, og eksempelvis af Nationalbanken vurderes at være omkring -2 pct. i Danmark, jf. figur I.31.

Lav inflation i lang tid giver bekymring for centralbankernes evne til at nå målsætning

Centralbankernes nuværende udfordringer (i særligt Europa) øges af, at det trods lempelig pengepolitik siden finanskrisen og stabil økonomisk fremgang ikke er lykkedes at få inflationen op omkring målsætningen. Det er problematisk, fordi det sætter spørgsmålstegn ved centralbankernes evne til at styre inflationen. På det seneste er der tegn på, at markedsaktørernes tiltro til, at ECB på selv lang sigt evner at få inflationen op på målsætningen på ca. 2 pct., er svækket. Det presser de nominelle renter yderligere ned, og forstærker centralbankens udfordringer i forhold til den nedre grænse. En tilbagevenden til en mere normal pengepolitisk tilstand kræver, at inflationen tiltager, således at de nominelle renter kan bevæge sig væk fra den nedre grænse. I forbindelse med ECB's seneste rentesækning appellerede centralbankchef, Draghi, til, at finanspolitikken i højere grad skulle bidrage til at øge inflationen.

Lave renter udgør risiko for stabiliteten i økonomien

Et særligt risikoelement i den nuværende situation er, at det lave renteniveau og måske særligt italesættelsen af, at renterne ikke nødvendigvis vil stige de kommende år, risikerer at bidrage til bobler i aktivpriserne. Dette gælder eksempelvis boligmarkedet, aktiemarkedet og råvarepriser (eksempelvis guld). Uholdbare prisstigninger har tidligere været katalysator for en efterfølgende kraftig nedtur, når boblerne brister.

I.4

OFFENTLIGE FINANSER

Indhold i afsnittet

Afsnittet indledes med et kort overblik over den forventede udvikling på de offentlige finanser i år og næste år med fokus på ændringer i forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2019* samt den beregnede aktivitetsvirkning af finanspolitikken de førstkomende år. Dernæst beskrives forslaget til udgiftsloft for 2023 og konsekvenserne for realvæksten i det offentlige forbrug. De største ændringer for de offentlige finanser siden vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2019* er udviklingen på den strukturelle saldo frem mod 2025, som der derefter redegøres for. Sidst i afsnittet sammenlignes skøn for 2025 og 2030 med regeringens seneste fremskrivning, *Opdateret 2025-forløb – Grundlag for udgiftslofter 2023 – teknisk fremsættelse*. Fremskrivningen til 2025 uddybes i *Baggrundsnotat til offentlige finanser – Dansk Økonomi, efterår 2019*.

Saldogrænser og finanspolitiske mål overholdes

Overordnet set vurderes det, at de offentlige finanser grundlæggende er sunde. For det første er skønnene for den offentlige saldo de kommende år i solid afstand til Stabilitets- og Vækstpagtens underskudsgrænse på 3 pct. af BNP. Den beregnede strukturelle saldo er omkring 0 i perioden 2020-25, og den udviser dermed afstand til budgetlovens underskudsgrænse på ½ pct. af BNP i alle årene frem til 2025. For det andet peger fremskrivningen på, at de offentlige finanser vil udvise et beskedent overskud i 2025 og dermed overholde det finanspolitiske mål om strukturel balance i 2025. For det tredje viser beregningerne i kapitel II, at finanspolitikken er holdbar med en holdbarhedsindikator på 1,8 pct. af BNP.

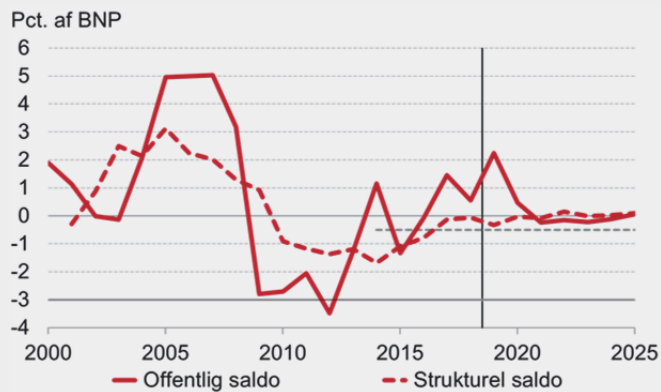
STORT, MIDLERTIDIGT OVERSKUD I ÅR

Stort, midlertidigt overskud i år skyldes PAL-skat

I år ventes et betydeligt overskud på de offentlige finanser på ca. 2¼ pct. af BNP, jf. figur I.33 og tabel I.5. Der er tale om en opjustering på næsten 2 pct. af BNP i forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2019*. Det skyldes alt overvejende, at pensionsafkastbeskatningen skønnes at bidrage med ca. 50 mia. kr. i år, hvilket er en opjustering på ca. 25 mia. kr. siden vurderingen i foråret. Det skal ses på baggrund af faldende renter, jf. beskrivelsen af renteutviklingen i afsnit I.2 og I.3, og understøttes også af, at aktiekurserne er steget siden foråret.

FIGUR I.33 OFFENTLIG SALDO

Der ventes et stort, midlertidigt overskud på de offentlige finanser i år, mens den strukturelle saldo vurderes at være omtrent i balance fra 2017 til 2025.



Anm.: Den vandrette, fuldt optrukne linje er underskudsgrænsen på 3 pct. fra Stabilitets- og Vækstpagten, som den faktiske offentlige saldo skal holde sig over. Den stiplede, vandrette linje er grænsen fra budgetloven, som den strukturelle saldo skal holde sig over ved fremsættelsen af forslag til finanslov. Grænsen i budgetloven har været gældende siden forslaget til finanslov for 2014. Den strukturelle saldo er beregnet efter budgetlovens metode.

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

Opjustering af saldoscøn for 2020 trods vækstnedjustering

Flere års fremgang i dansk økonomi har medvirket til at forbedre de offentlige finanser til overskud, og der forventes overskud også de kommende år. Prognosen i afsnit I.2 indebærer en nedjustering af den forventede vækst næste år i forhold til vurderingen i foråret, hvilket alt andet lige medfører en nedjustering af den offentlige saldo. I den anden retning trækker dels en lille opjustering af skønnet for niveauet for beskæftigelsen, dels at skatteprovenuet understøttes af et meget lavt renteniveau og dermed et beskedent rentefradrag. Samlet set er der tale om en opjustering af saldoscønnen næste år på knap 1 pct. af BNP.

Lave renter forbedrer offentlige finanser via lavt rentefradrag

På baggrund af renteforudsætningerne skønnes skatteværdien af husholdningernes rentefradrag at være omkring $-\frac{1}{4}$ pct. af BNP i år og næste år, hvor normalniveauet for skatteværdien af rentefradraget er beregnet til ca. $-\frac{1}{2}$ pct. af BNP. I forhold til vurderingen i foråret

skønnes det lavere renteniveau at reducere skatteværdien af rentefradraget i 2019 og 2020 med ca. 0,1 henholdsvis 0,2 pct. af BNP. Det forbedrer direkte de offentlige finanser. Samtidig betyder det, at husholdningerne ikke får "fuld effekt" af rentenedsættelserne, da lavere rentefradrag mindsker værdien af lavere renteudgifter for husholdningerne.

Høj realvækst i offentligt forbrug i år

Der er forudsat en realvækst i det offentlige forbrug i år på 1 pct. ligesom sidste år. Det svarer til den forudsatte realvækst i *Økonomisk Redegørelse, august 2019* tillagt reserven på ca. 1 mia. kr. Baseret på nationalregnskabets tal for første halvår af 2019 vil det implicere en høj vækst i resten af året.⁸ Realiseres denne vækst ikke, vil det isoleret set forbedre de offentlige finanser i år og indebære en mere negativ aktivitetsevirkning fra finanspolitikken i år, jf. nedenfor.

Ingen ny politik

Der er ikke indgået nye politiske aftaler med betydning for de offentlige finanser siden *Dansk Økonomi, forår 2019*, og der er endnu kun fremlagt et teknisk finanslovsforslag for næste år, jf. boks I.7. Regeringen fremlagde før sommerferien et forståelsespapir sammen med støttepartierne, men det er endnu ikke udmøntet i konkrete politikforslag udover en *Aftale om et nyt midlertidigt børnetilskud*. Udvalgte elementer i forståelsespapiret diskuteres i afsnit I.5.

BOKS I.7 KONSEKVENNS FOR OFFENTLIGE FINANSER AF POLITISKE AFTALER

Siden *Dansk Økonomi, forår 2019* har regeringen fremlagt et teknisk finanslovsforslag for 2020, jf. *Økonomisk Redegørelse*, samt foreslået størrelsen af udgiftslofter for 2023. Det egentlige finanslovsforslag ventes fremlagt i slutningen af september.

Finanslovsforslag for 2020

Endnu er der kun fremlagt et teknisk forslag, som ikke indeholder nye initiativer. I forbindelse med finanslovsforslaget er der dog allerede i september 2019 indgået en *Aftale om et nyt midlertidigt børnetilskud* om et ekstra tilskud til børnefamilier, der er ramt af kontanthjælpsloft eller er på integrationsydelse. Der foreligger endnu ikke en dokumentation af økonomien og forudsætningerne i aftalen, og den er derfor ikke indarbejdet i fremskrivningen.

Udgiftsloft for 2023

Der er fremsat forslag om udgiftslofter for 2023, jf. *Opdateret 2025-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2023 – teknisk fremsættelse*, Finansministeriet august 2019. Dette er indarbejdet i fremskrivningen.

8) Forudsætningen indebærer en vækst fra første til andet halvår på 1,8 pct. Siden 1990 har der kun tre gange tidligere været så høj vækst fra første til andet halvår.

TABEL I.5 OFFENTLIGE INDTÆGTER OG UDGIFTER

Der ventes stort overskud på de offentlige finanser i år, hvilket især skyldes midlertidige forhold. I 2025 skønnes de offentlige finanser at udvise omtrent balance.

	2018	2019	2020	2025
	----- Pct. af BNP -----			
Personskatter mv. ^{a)}	24,1	24,1	24,2	24,0
Aktieskat	1,3	1,2	1,1	0,9
Selskabsskat	2,7	2,9	2,7	2,4
Nordsøbeskatning	0,4	0,2	0,0	0,3
Pensionafkastbeskatning	0,6	2,3	0,9	0,8
Afgifter ^{b)}	16,2	15,8	15,9	15,6
Øvrige indtægter	4,5	4,5	4,5	4,4
Indtægter i alt^{c)}	49,8	51,0	49,4	48,5
Offentligt forbrug ^{d)}	24,6	24,4	24,4	24,3
Offentlige investeringer ^{e)}	3,4	3,4	3,4	3,2
Indkomstoverførsler	16,0	16,0	16,1	15,9
Øvrige udgifter	5,4	5,0	5,1	4,9
Udgifter i alt^{c)}	49,3	48,7	48,9	48,2
Primær saldo	0,4	2,3	0,5	0,2
Nettorenteindtægter	0,1	-0,1	0,0	-0,2
Offentlig saldo	0,6	2,2	0,5	0,1
Strukturel saldo ^{f)}	-0,1	-0,3	0,0	0,1
ØMU-gæld	34,1	33,3	34,6	42,9
	----- Mia. kr. -----			
Offentlig saldo	12,4	51,5	10,8	1,8
	----- Realvækst, pct. -----			
Off. forbrug ekskl. afskrivninger	1,0	1,0	0,5	1,0
Off. investeringer ekskl. F&U	0,3	5,6	-0,7	1,0

a) Personskatter mv. omfatter kildeskatter, herunder ejendomsværdiskat, arbejdsmarkedsbidrag, husholdningernes vægtafgift og andre personlige indkomstskatter.

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

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

d) Offentligt forbrug er inkl. afskrivninger (som også indgår på indtægtssiden i posten Øvrige indtægter).

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

f) Strukturel saldo er opgjort efter budgetlovens metode.

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

OMTRENT NEUTRAL FINANSPOLITIK

Lille negativ
finanseffekt fra
offentligt forbrug
i 2019-20

Den forudsatte finanspolitik skønnes at være omtrent neutral eller svagt negativ for væksten i år og næste år, jf. tabel I.6. Det største bidrag kommer fra den forudsatte vækst i det reale offentlige forbrug, hvor en vækstrate på ca. 1 henholdsvis ½ pct. af BNP i 2019-20 er lavere end den generelle økonomiske vækst. Det bidrager derfor til at trække den samlede vækst lidt ned.

TABEL I.6 FINANSPOLITIKKENS AKTIVITETSVIRKNING

Den planlagte finanspolitik indebærer en aktivitetsvirkning, som er omtrent neutral eller svagt negativ for væksten.

	2018	2019	2020
	Pct.		
Udgifter i alt	-0,3	0,0	-0,2
offentligt forbrug	-0,1	-0,1	-0,1
offentlige investeringer	0,0	0,1	0,0
øvrige	-0,1	0,0	0,0
Indtægter i alt	0,1	0,0	0,1
personlige skatter	0,1	0,0	0,0
øvrige	0,0	0,1	0,1
Finanseffekt i alt	-0,2	0,0	-0,1
engangsforhold	0,1	-0,1	
Finanseffekt m. engangsforhold	-0,1	-0,1	-0,1

Anm.: Finanseffekten angiver finanspolitikens aktivitetspåvirkning målt som finanspolitikens vækstbidrag til BNP sammenholdt med neutral finanspolitik i forhold til året før. Engangsforhold dækker over tilbagebetaling af efterlønsbidrag i 2018 med et tilsvarende negativt bidrag i 2019.

Kilde: Egne beregninger.

UDGIFTSLOFT FOR 2023 FORVÆRRER DE OFFENTLIGE FINANSER

Udgiftsloft for 2023

I år, hvor der endnu ikke er udgiftslofter, lægges det beregnede demografi- og velstandskorrigerede træk lagt til grund for fremskrivningen af det offentlige forbrug. I forårets fremskrivning drejede det sig om 2023-25 og i den aktuelle fremskrivning om de to år 2024-25. For år med udgiftslofter lægges udviklingen i driftslofterne til grund for væksten i det offentlige forbrug ekskl. afskrivninger. Forslaget til udgiftslofter for 2023 indeholder driftslofter med mulighed for en realvækst i det offentlige forbrug ekskl. afskrivninger på 1,6 pct. Det er 0,6 pct.point mere end lagt til grund i forårets fremskrivning, og tilsvarende højere end det beregnede demografi- og velstandskorrigerede træk, jf. figur I.6. Det indebærer en permanent strukturel forværring af de offentlige finanser i forhold til vurderingen i foråret på ca. 0,1 pct. af BNP.

Skift fra lav til høj offentlig forbrugsvækst

De to næste år muliggør de aftalte udgiftslofter en realvækst i det offentlige forbrug på 2¼ henholdsvis 1 mia. 2010-kr. En del af denne vækst vil dog også kunne udmøntes til eksempelvis skattelettelser eller offentlige investeringer. Selv hvis hele udgiftsloftet afsættes til offentligt forbrug, er der tale om en lavere vækst, end det beregnede demografi- og velstandskorrigerede træk tilsiger, jf. figur I.34. Det demografi- og velstandskorrigerede træk er beregnet til 4-5 mia. 2010-kr. årligt i perioden 2020-25. Det aftalte udgiftsloft for 2023 giver mulighed for en realvækst i det offentlige forbrug på knap 8 mia. 2010-kr., hvilket dermed er mere end det beregnede demografi- og velstandskorrigerede træk. Ifølge Finansministeriets seneste fremskrivning er der også for 2024-25 mulighed for en realvækst i det offentlige forbrug, der overstiger det demografi- og velstandskorrigerede træk.⁹

9) Finansministeriet har ændret princip for fremskrivning af det reale offentlige forbrug og placering af reserver under udgiftslofter. De seneste år har det reale offentlige forbrug været fremskrevet med en beskeden vækst samt angivelse af en reserve, mens hele væksten i driftsloftet nu er placeret som vækst i det reale offentlige forbrug.

FIGUR I.34 REALVÆKST I OFFENTLIGT FORBRUG

Det beregnede demografi- og velstandskorrigerede træk på offentligt forbrug tilsiger en årlig vækst på 4-5 mia. 2010-kr. i årene 2020-25. De aftalte udgiftslofter indebærer lavere vækst de næste to år, omtrent samme vækst som det demografi- og velstandskorrigerede træk i 2022, mens forslaget for 2023 giver mulighed for en højere forbrugsvækst.



Anm.: I nærværende fremskrivning er Finansministeriets skøn for realvæksten i det offentlige forbrug lagt til grund for 2020-23, hvor der er udgiftslofter. Derefter (i 2024-25) er anvendt det demografi- og velstandskorrigerede træk.

Kilde: *Opdateret 2025-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2023 – teknisk fremsættelse*, Finansministeriet august 2019 og egne beregninger.

ÆNDRERE SKØN FOR STRUKTUREL SALDO I 2025

Omtrent balance i 2025

De offentlige finanser skønnes at udvise omtrent balance strukturelt set i 2025, jf. tabel I.7. Det var også vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2019*. De næsten ens vurderinger dækker dog over flere modsatte ændringer, som beskrives nedenfor. I regeringens to seneste fremskrivninger er der ligeledes strukturel balance i 2025. Det afspejler det finanspolitiske mål om balance og har dermed betydning for de forudsatte udgifter til offentligt forbrug og reserver i 2025 i Finansministeriets fremskrivninger. I formandskabets fremskrivninger lægges derimod en demografi- og velstandskorrigeret vækst i det reale offentlige forbrug til grund for fremskrivningen efter år omfattet

af udgiftslofter. I nærværende fremskrivning forudsættes en realvækst i det offentlige forbrug på ca. 1 pct. i 2024 og 2025, mens vækstraten er angivet til 1,4 henholdsvis 1,2 pct. i regeringens seneste fremskrivning.

**Primær saldo
strukturelt forværret
knap 0,2 pct. af BNP**

Ændrede forudsætninger skønnes at indebære en strukturel forværing af den primære saldo i 2025 på knap 0,2 pct. af BNP i forhold til vurderingen i foråret. Samtidig skønnes de offentlige nettorentindtægter at blive forøget med ca. 0,1 pct. af BNP, hvorved den strukturelle saldo forringes med knap 0,1 pct. af BNP. De fire vigtigste forhold er en nedjustering af renterne, en nedjustering af forbrugskvoten, en nedjustering af olieprisen samt udgiftslofter for 2023, jf. boks I.8.

TABEL I.7 FORSKELLIGE SKØN FOR STRUKTUREL SALDO

Der ventes et lille strukturelt underskud i år – ligesom det blev forventet i *Dansk Økonomi, forår 2019*. Derefter forventes omtrent strukturel balance frem til 2025. I regeringens seneste fremskrivning fra august ventes omtrent balance i 2020 og derefter et lille strukturelt overskud på vejen mod forudsat balance i 2025. I Finansministeriets fremskrivning fra august *Opdateret 2025-forløb* er der også tale om et lille strukturelt løft på vejen på 2025 i forhold til beregningen i *Konvergensprogram 2019* fra foråret.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	----- Pct. af BNP -----							
<i>Dansk Økonomi, efterår 2019</i>	0,0	-0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1
<i>Dansk Økonomi, forår 2019</i>	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,1
<i>Opdateret 2025-forløb</i>	0,2	-0,1	0,0	0,4	0,6	0,5	0,2	0,0
<i>Konvergensprogram 2019</i>	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	0,0

Kilde: *Opdateret 2025-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2023 – teknisk fremsættelse, Konvergensprogram 2019, Dansk Økonomi, forår 2019* og egne beregninger.

BOKS I.8 ÆNDRINGER I SALDO I 2025 I FORHOLD TIL SIDST

Skønnet for den strukturelle saldo i 2025 er uændret på ca. 0,1 pct. af BNP som i *Dansk Økonomi, forår 2019*. Det dækker imidlertid over flere, modsatrettede bevægelser, hvor de fire mest betydningsfulde beskrives nedenfor.

Den strukturelle forbrugskvotient er nedjusteret med ca. 2½ pct.point, jf. afsnit I.2. Det vurderes at reducere indtægterne fra skatter og afgifter med knap 0,2 pct. af BNP i 2025.

Skønnet for olieprisen i 2025 er nedsat med ca. 25 dollar, jf. afsnit I.3. Det vurderes at reducere indtægterne fra beskatning af nordsøaktiviteterne med godt 0,1 pct. af BNP.

Renteforudsætningerne er ændret, så de fleste renter er nedjusteret med 1½ pct.point i 2025, jf. afsnit I.2 og I.3. Det har især betydning for tre poster på de offentlige finanser: De offentlige netto-renteindtægter skønnes forbedret med ca. 0,1 pct. af BNP,^{a)} PAL-skatteprovenuet skønnes reduceret med knap 0,2 pct. af BNP, og personskatterne skønnes øget med godt 0,2 pct. som følge af lavere rentefradrag. Samlet set er der dermed tale om en strukturel forbedring på godt 0,1 pct. af BNP i 2025.

Udgiftsloftet for 2023 indebærer som nævnt en højere udgift til offentligt forbrug, hvilket forværrer den strukturelle saldo med ca. 0,1 pct.

Udover de nævnte ændringer, er der flere, mindre ændringer af forudsætningerne, som samlet set indebærer en lille strukturel forbedring.

- a) Danmark har en beskedent offentlig nettoformue på ca. 3 pct. af BNP, mens aktiver og passiver skønnes at udgøre 55 hhv. 52 pct. af BNP i 2025. Ifald aktiver og passiver blev ens forrentet, ville en renteændring på 1½ pct.point (som den tiårige statspapirrente er nedjusteret med) mindske de offentlige nettorenteindtægter med 0,04 pct. af BNP i 2025. Imidlertid forudsættes det i fremskrivningen – i tråd med den historiske udvikling – at passiver forrentes med den tiårige statspapirrente tillagt et lille rentespænd på ½ pct.point, mens forrentningen af offentlige aktiver forudsættes at være knap ½ pct.point lavere end forrentningen af passiverne. Alle rentespænd mellem renter i modellen er eftersat i forbindelse med den generelle rentenedjustering i fremskrivningen, og for de offentlige renter har det betydet, at rentespændet mellem passiver og aktiver er indsnævret med ca. ¼ pct.point. Dette indebærer isoleret set en opjustering af nettorenteindtægterne på 0,16 pct. af BNP i 2025 i forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2019*.

REGERINGEN ER MERE OPTIMISTISK MED HENSYN TIL SKATTEPROVENU I 2025

Omtrent balance i 2025, men forskellig sammensætning

Såvel Finansministeriets seneste fremskrivning, *Opdateret 2025-forløb – Grundlag for udgiftslofter 2023 – teknisk fremsættelse*, som nærværende fremskrivning udviser omtrent balance på de offentlige finanser i 2025. Denne overordnede enighed dækker imidlertid over forskellige skøn og forudsætninger på en række poster, jf. tabel I.8.

TABEL I.8 OFFENTLIGE FINANSER I 2025 OG 2030

Der ventes omtrent balance på de offentlige finanser i 2025 både i nærværende (DØR) og Finansministeriets (FM) fremskrivning. I Finansministeriets fremskrivning er både indtægter og udgifter dog noget højere i 2025 end i nærværende fremskrivning.

	2018	2025	2025	2030	2030
		DØR	FM	DØR	FM
	----- Pct. af BNP -----				
Direkte skatter	28,9	28,3	28,9	28,6	29,0
Afgifter	16,4	15,8	15,7	16,0	15,6
Øvrige indtægter	4,5	4,4	4,5	4,0	4,6
Offentlige primære indtægter i alt	49,8	48,5	49,2	48,6	49,1
Offentligt forbrug ekskl. afskrivninger	21,9	21,7	22,3	22,1	23,0
Offentlige investeringer	3,4	3,2	3,5	3,5	3,4
Indkomstoverførsler	16,0	15,9	15,9	15,4	15,9
Øvrige udgifter	8,0	7,4	7,4	7,4	7,3
Offentlige primære udgifter i alt	49,3	48,2	49,1	48,4	49,5
Offentlige primære saldo	0,4	0,2	0,1	0,1	-0,4
Nettorenteindtægter	0,1	-0,2	-0,1	0,1	-0,2
Offentlige saldo	0,6	0,1	0,0	0,2	-0,6

Kilde: *Opdateret 2025-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2023 – teknisk fremsættelse*, Finansministeriet august 2019 og egne beregninger.

Finansministeriet
venter højere
skatteindtægter ...

I Finansministeriets fremskrivning forventes i 2025 de samlede offentlige indtægter at være ca. $\frac{3}{4}$ pct. af BNP højere end ventet i nærværende fremskrivning. Denne forskel skyldes flere ting, hvoraf de væsentligste er følgende tre: For det første beregnes PAL-skat og rentefradrag på baggrund af forskellige renteforudsætninger i de to fremskrivninger, og for det andet er skønnet for aktie- og virksomhedsskat mere forsigtigt i nærværende fremskrivning i forhold til Finansministeriets frem-

skrivning. Tilsammen giver disse to forhold anledning til en forskel på ca. ½ pct. af BNP. Hertil kommer en forskel i forudsætningerne vedrørende provenu fra registreringsafgiften, jf. *Dansk Økonomi, forår 2019*. Dette bidrager yderligere med en forskel på knap ¼ pct. af BNP.

... og kan derfor have højere udgifter

Finansministeriets højere skøn for de offentlige indtægter modsvares af højere udgifter, hvilket er baggrunden for, at begge fremskrivninger udviser omtrent balance i 2025. Den største forskel på udgiftssiden er det offentlige forbrug, hvor Finansministeriets udgifter er godt ½ pct. af BNP højere end i nærværende fremskrivning. Frem til 2023 (dvs. årene med udgiftslofter) er der den reale udvikling ens i de to fremskrivninger. I årene derefter fremskrives det offentlige forbrug i nærværende fremskrivning med det beregnede demografi- og velstandskorrigerede træk. Finansministeriet beregner derimod den mulige udgift til offentligt forbrug i 2025 ud fra den finanspolitiske målsætning om balance på de offentlige finanser i 2025 kombineret med skøn for de øvrige udgifter og skøn for indtægterne. I Finansministeriets fremskrivning afsættes derfor (som følge af den mere gunstige vurdering på indtægtssiden af skatterne) et større beløb til offentligt forbrug i 2025, end der er lagt til grund for nærværende fremskrivning.

REGERINGEN ER MINDRE OPTIMISTISK MED HENSYN TIL DEN OFFENTLIGE SALDO FRA 2025 TIL 2030

Nyt finanspolitisk mål om balance i 2030

I kapitel II præsenteres en lang fremskrivning, som viderefører nærværende fremskrivning efter 2025. Set i lyset af regeringens nye finanspolitiske mål om balance på de offentlige finanser i 2030 sammenholdes udviklingen frem til 2030 i denne fremskrivning med regeringens seneste fremskrivning. I kapitel II sammenlignes de to fremskrivninger over en længere horisont, herunder den beregnede holdbarhedsindikator.

FREMSKRIVNINGER MED SMEC OG DREAM

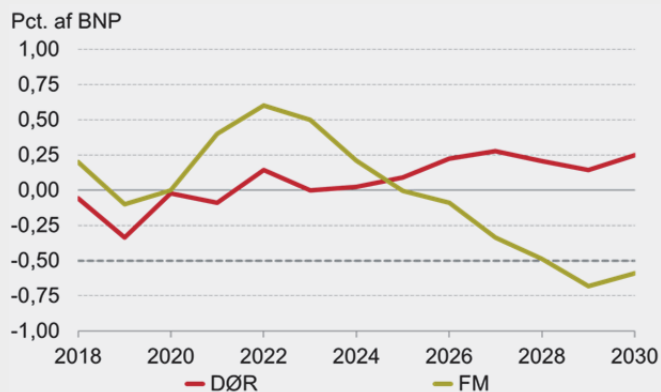
I denne rapport fremskrives udviklingen i dansk økonomi til og med 2025 med De Økonomiske Råds makroøkonometriske model SMEC. Udviklingen derefter fremskrives med den dynamiske, generelle ligevægtsmodel DREAM. Forudsætningerne for fremskrivningen efter 2025 er nærmere beskrevet i Kapitel II. I overgangen mellem de to fremskrivninger kobles den langsigtede fremskrivning med den mellemfristede fremskrivning på centrale makroøkonomiske variable såvel som centrale poster på de offentlige finanser.

Regeringen er mindre optimistisk frem mod 2030

I perioden 2025-30 er den offentlige saldo omtrent uændret i nærværende fremskrivning. Formandskabets vurdering af de offentlige finanser frem mod 2030 indikerer dermed, at man med uændret politik efter 2025 kan have en vækst i det offentlige forbrug svarende til det demografi- og velstandskorrigerede træk, og samtidig have balance på de offentlige finanser i 2030. Finansministeriet forventer derimod en forværring af den offentlige saldo fra 2025 til 2030 på godt ½ pct. af BNP, jf. figur I.35. Fra 2025 til 2030 er både offentlige indtægter og udgifter omtrent uændrede som andel af BNP i nærværende fremskrivning. I regeringens fremskrivning udvikler de offentlige indtægter sig ligeledes omtrent neutralt som andel af BNP, hvorimod de offentlige udgifter stiger i perioden 2025-30, jf. tabel I.8.

FIGUR I.35 STRUKTUREL SALDO FREM MOD 2030

Den strukturelle saldo forventes at være omtrent i balance i perioden frem mod 2030 i nærværende fremskrivning. Regeringens fremskrivning er mindre optimistisk i perioden 2025-30.



Anm.: Den stiplede, vandrette linje er grænsen fra budgetloven, som den strukturelle saldo skal holde sig over ved fremsættelsen af forslag til finanslov.

Kilde: *Opdateret 2025-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2023 – teknisk fremsættelse*, Finansministeriet august 2019 og egne beregninger.

Større nettorent-udgifter i Finansministeriets fremskrivning, ...

De forskellige udviklinger i saldoen fra 2025 til 2030 skyldes primært tre faktorer, der hver især bidrager til at forklare en forskel på den offentlige saldo på omkring ¼ pct. af BNP. Det første forhold er, at der er større nettorentudgifter i perioden frem mod 2030 i Finansministeriets fremskrivning. Denne forskel skyldes en forudsætning om en lavere forrentning af statens aktiver i forhold til passiver i Finans-

ministeriets fremskrivning. I nærværende fremskrivning antages det i den betragtede periode, at forrentningen af statens aktiver og passiver er ens (og lig den tiårige statsobligationsrente).

... mindre stigning i arbejdsstyrken og faldende investeringskvote

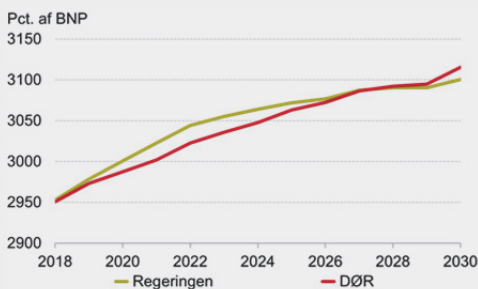
Det andet forhold, der bidrager til at forklare forskellen mellem de to fremskrivninger, er, at arbejdsstyrken i perioden 2025-30 stiger med 1¼ pct. i nærværende fremskrivning, hvor den tilsvarende stigning er på knap 1 pct. i Finansministeriets fremskrivning, jf. figur I.36. Den større arbejdsstyrke forbedrer de offentlige finanser. Idet BNP forøges af den større arbejdsstyrke, ses forbedringen af de offentlige finanser primært i form af et fald i offentlige udgifter relativt til BNP, jf. tabel I.4. Det tredje bidrag til at forklare forskellen kommer fra udviklingen i de private investeringer. Niveaueet for disse er relativt højt i Finansministeriets fremskrivning i 2025, men reduceres derefter frem mod 2030, jf. figur I.37, hvilket medfører et fald i momsprovenuet.

Usikkerhed omkring fremskrivningerne

Formandskabets fremskrivning af de offentlige finanser frem mod 2030 implicerer omtrent balance på den strukturelle saldo i hele forløbet, hvor regeringens fremskrivning implicerer et underskud i 2030. Årsagerne til denne forskel skyldes som beskrevet ovenfor en række forskellige vurderinger og antagelser. Selv relativt beskedne forskelle i forudsætninger kan påvirke resultaterne, hvormed den resulterende saldo er forbundet med betydelig usikkerhed.

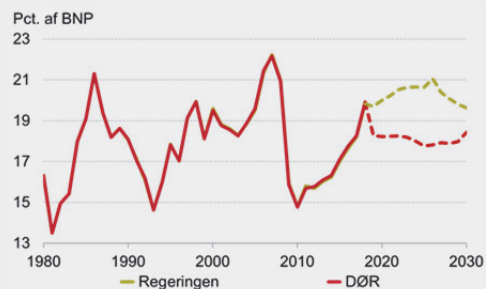
FIGUR I.36 ARBEJDSSTYRKE

Strukturel arbejdsstyrke stiger lidt mindre i Finansministeriets fremskrivning i 2025-30.



FIGUR I.37 PRIVATE INVESTERINGER

De private investeringer falder i Finansministeriets fremskrivning i 2025-30, dog fra et højere niveau.



Anm.: Til venstre vises udviklingen i den strukturelle arbejdsstyrke. Til højre vises de private investeringer, hvor de stiplede linjer indikerer fremskrivninger.

Kilde: *Opdateret 2025-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2023 – teknisk fremsættelse*, Finansministeriet august 2019 og egne beregninger.

I.5

AKTUEL ØKONOMISK POLITIK

De globale vækstudsigter er svækket

Usikkerheden om udviklingen i den globale økonomi er steget. Den større usikkerhed giver anledning til, at forbrugere og virksomheder er mere forsigtige, hvilket svækker efterspørgslen og trækker vækstudsigterne ned. Usikkerheden har også bidraget til et markant fald i det internationale renteniveau, og den tiårige statsobligationsrente er nu negativ i mange europæiske lande.

Gennemslag på dansk økonomi endnu ikke markant

De svækkede globale vækstudsigter påvirker også Danmark, men gennemslaget har endnu været begrænset, blandt andet fordi eksporten har udviklet sig positivt. Væksten ventes at aftage fra omkring 2 pct. i 2019 til godt 1¼ pct. i 2020. Den lavere vækst forventes også at slå igennem på arbejdsmarkedet, hvor de senere års stigende pres skønnes at aftage.

Finanspolitikken bør som udgangspunkt være tæt på neutral

Udsigten til lavere vækst mindsker behovet for en stram finanspolitik. Omvendt har de senere års fremgang i beskæftigelsen bragt ledigheden ned under det strukturelle niveau, og i lyset af at der kun ventes en begrænset afdæmpning i væksten, vurderes det derfor heller ikke hensigtsmæssigt at lempe finanspolitikken. Med de beskrevne vækstforventninger skønnes det at være passende med en aktivitetmæssig nogenlunde neutral finanspolitik.

Plads til lempelser, hvis udsigterne forværres markant

Hvis det internationale tilbageslag forværrer konjunkturudsigterne markant mere end ventet, vil der inden for rammerne af budgetloven og den mellemfristede målsætning om balance på de offentlige finanser dog være plads til at lempe finanspolitikken.

I givet fald kan en lempelse ske ved at fremrykke investeringer

En lempelse af finanspolitikken vil på udgiftssiden eksempelvis kunne ske ved at fremrykke planlagte investeringer. I foråret indgik den daværende regering en aftale om en investeringsplan frem mod 2030, *Et sammenhængende Danmark, Investeringsplan 2030*. Aftalen vedrører imidlertid kun infrastrukturinvesteringer, og den skal formentlig opfattes som en delvis udmøntning af en samlet investeringsramme, der dog ikke er beskrevet nærmere. Det er således uklart, hvor stor den samlede investeringsramme frem imod 2030 er, og hvor stor del af den der er disponeret. En kommende 2030-plan bør derfor indeholde en redegørelse for den samlede investeringsramme og en oversigt over aftalte og planlagte investeringer, jf. også senere.

Skatteomlægninger bør begrundes strukturelt, men kan også påvirke konjunkturerne

Ændringer i skatter og afgifter er som udgangspunkt mindre egnede til at stabilisere konjunktursituationen, og omlægninger af skatter og afgifter bør begrundes i strukturelle hensyn. Skattereformer kan imidlertid også have kortsigtede effekter på aktivitetsniveauet i økonomien, hvorfor det kan være relevant at tage sådanne effekter med i betragtning, eksempelvis i relation til timingen af en skattereforms forskellige elementer.

Lavere el-afgift og registreringsafgift samt ACE-fradrag bør overvejes

Der er flere områder, hvor det kunne være relevant at se nærmere på skattesystemets indretning. Et af disse er bilbeskatningen, hvor særligt registreringsafgiften er uhensigtsmæssig, fordi den ikke er velegnet til at regulere de miljø- og trængselsekstenaliteter, der er forbundet med biltrafik. Et andet område er energibeskatningen, hvor ikke mindst el-afgiften er svær at begrunde i forhold til miljø- og klimaekstenaliteter. Et tredje eksempel er kapitalindkomstbeskatningen, hvor et hensigtsmæssigt element i en reform kunne være at introducere et fradrag for normalforrentning af egenkapital i selskabsskatten (et såkaldt ACE-fradrag).

DEN NYE REGERINGS FORSTÅELSESPAPIR

Ny regering

Regeringen har sammen med regeringens støttepartier fremlagt et såkaldt forståelsespapir, *Retfærdig retning for Danmark*, som beskriver en række initiativer og mål, som den nye S-regering har forpligtet sig til at forfølge.

Intention om ny finansiering på op imod 10 mia. kr.

Forståelsespapiret indeholder en række bud på politiske prioriteringer, som den nye regering vil forfølge de kommende år. Af forståelsespapiret fremgår det, at regeringen frem imod 2025 ønsker at finde ny finansiering for op imod 10 mia. kr. I de seneste mange år har reformer på arbejdsmarkedet bidraget til at understøtte de offentlige finanser, og forståelsespapiret lægger op til, at en del af finansieringen af nye prioriteringer skal komme fra nye tiltag, der kan få den strukturelle beskæftigelse til at stige mere end allerede forventet.

Seniorpension og differentieret pension øger krav til nye reformer

Det fremgår af forståelsespapiret, at regeringen vil gennemføre aftalen om seniorpension, som vil give udvalgte grupper på arbejdsmarkedet mulighed for at trække sig tilbage før folkepensionsalderen. Seniorpension og tankerne om at indføre differentieret pension øger kravet til reformer på andre områder, hvis målet om at øge den strukturelle beskæftigelse mere end forventet skal nås.

**Skattemæssigt
fornuftigt med
ensretning af
beskatning af arv**

I forståelsespapiret lægges der også op til at ophæve den lempelse af bo- og gaveafgiften, som gælder for virksomhedsarvinger. Formandskabet har tidligere argumentet for, at en ensretning af arvebeskatningen er fornuftig, jf. kapitlet om *Kapitalindkomstbeskatning* i *Dansk Økonomi, forår 2019*. Den nuværende lempeligere beskatning ved arv af virksomheder giver en skattemæssig tilskyndelse til at efterlade arv på én måde frem for andre. Dette er uhensigtsmæssigt, da det øger de negative forvriddinger, der er ved den samlede beskatning. Samtidig er det sandsynligt, at de forvriddende effekter af beskatning af arv generelt er mindre end de negative effekter af beskatning af andre typer af kapitalindkomst. Dette taler for, at en mere lempelig beskatning af kapitalindkomster i givet fald kan ske mere hensigtsmæssigt på andre områder.

**Udfordringer ved
arvebeskatning kan
adresseres på anden
måde**

Der er på den anden side også argumenter for at fastholde den lempeligere beskatning af virksomhedsarvinger. Et af de fremførte argumenter går på, at skattebetalingen kan indebære likviditetsproblemer for de berørte virksomheder. Der kan imidlertid allerede i dag gives tilladelse til en afdragsvis betaling af arveafgiften i op til 15 år, hvis det skønnes rimeligt af hensyn til kapitalforholdene i virksomheden. Hvis det skønnes ønskeligt kan muligheden for afdragsbetaling forbedres, så den i endnu højere grad adresserer hensynet til virksomhedernes likviditet. En anden problemstilling handler om, at der i sagens natur er en betydelig usikkerhed forbundet med værdifastsættelsen. Konsekvenserne af usikkerheden kan reduceres, hvis der kan skabes klarere retningslinjer for værdifastsættelsen.

**Nationale test bør
søges forbedret -
men ikke afskaffet**

Den nye regering lægger i forståelsespapiret op til at sætte de nationale test i folkeskolen i bero, indtil de er blevet mere retvisende – og for de mindste klasser lægges der op til helt at afskaffe de nationale test. De nationale test giver imidlertid en mulighed for at evaluere tiltag på skoleområdet, hvilket forbedrer beslutningsgrundlaget i uddannelsespolitikken. Det er vigtigt at træffe beslutninger på oplyst grundlag, også på dette område, og formandskabet vil derfor advare mod at stoppe brugen af nationale test i folkeskolen. Som et minimum bør man afvente den evaluering af de nationale test, som er i gang og forventes afsluttet i begyndelsen af 2020.

**Forståelsespapir
fastlægger nyt
saldomål for 2030**

I forståelsespapiret fastslås det, at den nye regering vil basere sin økonomiske politik på balance på de offentlige finanser i 2025 og 2030. Målet om balance i 2025 er en videreførelse af den 2025-plan, som blev fremlagt af den tidligere regering, *Vækst og velstand 2025*, hvorimod målet om balance i 2030 er nyt.

Balance i 2030 understøtter en finanspolitisk linje, der er klart holdbar

Med balance på de offentlige finanser i 2030 er der anlagt en sti for saldoen, som er i overensstemmelse med en langsigtet udvikling, der er klart holdbar. Balancekravet i 2030 indebærer samtidig, at der kan forventes en vis afstand mellem det mellemfristede mål og budgetlovens nuværende underskudsgrænse på ½ pct. af BNP. Afstanden mellem mål og grænse giver et vist spillerum for at føre stabiliseringspolitik, hvis økonomien rammes af et større tilbageslag. Samtidig mindskes risikoen for, at det kan blive nødvendigt at stramme finanspolitikken, hvis forudsætninger om udviklingen de kommende år viser sig ikke at blive opfyldt.

Regeringens fremskrivning peger på strammingsbehov på omkring ½ pct. af BNP frem mod 2030

Det nye mål om balance i 2030 indebærer en stramning i forhold til den langsigtede fremskrivning, der ligger bag regeringens beregninger af den finanspolitiske holdbarhed fra august. Strammingsbehovet udgør ifølge denne fremskrivning omkring ½ pct. af BNP. Dette svarer til, at der skal gennemføres reformer eller traditionelle finanspolitiske stramninger, der kan forbedre de offentlige finanser med omkring 10 mia. kr.

Behov for en 2030-plan

Regeringens udmelding om et nyt mellemfristet mål i 2030 lægger op til, at der snart fremlægges en 2030-plan. En ny mellemfristet plan er nødvendig for at have et grundlag for at vurdere råderummet til nye prioriteringer frem mod 2030, ligesom implikationerne for udviklingen på længere sigt vil stå klarere.

Relevant at klargøre ambitionsniveau for vækst i offentligt forbrug

Et væsentligt element i en mellemfristet plan er udviklingen i det offentlige forbrug. For årene efter 2025 har fremskrivninger af udgifterne til offentligt forbrug hidtil været baseret på en antagelse om et demografisk- og velstandskorrigeret træk. Af forståelsespapiret fremgår det, at regeringen har en ambition om at løfte væksten i velfærdens udover det demografiske træk, men det fremgår ikke, hvad ambitionsniveauet mere præcist er.

2030-plan vil danne grundlag for rammen for investeringerne

Et andet vigtigt element i en ny 2030-plan er størrelsen af den samlede investeringsramme frem mod 2030. Investeringsrammens størrelse er udtryk for en politisk prioritering, som blandt andet afhænger af, hvilke investeringsprojekter der ud fra en samlet vurdering skønnes at være samfundsøkonomisk hensigtsmæssige. Omfanget af samfundsøkonomisk rentable investeringer vil alt andet lige være større, når finansieringsomkostningerne er lave. Regeringen opfordres i forbindelse med 2030-planen til at fremlægge en samlet oversigt over aftalte og planlagte investeringer, sådan at der skabes klarhed om rummet for nye beslutninger.

Nyt nationalt mål om 70 pct. reduktion af drivhusgasudledninger i 2030

Den nye regerings forståelsespapir indeholder en national målsætning om, at den danske udledning af drivhusgasser i 2030 skal være reduceret med 70 pct. i forhold til 1990. Et reduktionsmål for de danske udledninger på 70 pct. forudsætter, at reduktionshastigheden mere end fordobles i forhold til de reduktioner, der er sket fra 2005 til 2018. Hvis målet i 2030 nås, vil Danmark være mere end halvvejs mod målet om nuludledninger i 2050 set i forhold til udledningerne i 2018.

Mål nås billigst med stigende, ensartede CO₂-afgifter

Nationale mål nås som udgangspunkt billigst ved at pålægge teknologineutrale, ensartede afgifter på alle udledninger (korrigeret for prisen på CO₂-kvoter). En udmelding om en stigende afgift på alle drivhusgasser vil sende et klart signal til virksomheder og forbrugere om, at produktion og forbrug, der medfører udledning af drivhusgasser, skal omstilles til klimaneutrale teknologier. Omstillingen vil i givet fald ske først på de områder, hvor reduktionerne nås billigst.

Et rent nationalt mål tager ikke højde for påvirkning af udledninger i andre lande

Et nationalt reduktionsmål, der går ud over vores internationale forpligtelser, signalerer et ønske om at bidrage mere til løsningen af det globale klimaproblem, end det der har kunnet opnås enighed om i EU. Reduktioner af danske udledninger vil imidlertid i større eller mindre grad føre til øgede udledninger i andre lande. Umiddelbart vil et mere globalt perspektiv dog kun tale for mindre justeringer af, i hvilken rækkefølge forskellige sektorer skal bidrage med reduktioner frem mod klimaneutralitet i 2050, jf. *Miljø og Økonomi, 2019*.

Hensigtsmæssigt at sammentænke klimaplan og nye udbud i Nordsøen

Selvom et mere globalt perspektiv ikke nødvendigvis vil påvirke de forskellige sektors reduktionsbidrag nævneværdigt, kan det have andre implikationer for klimapolitikken. Hvis man politisk ønsker at reducere Danmarks klimaaftryk udover, hvad der følger af klimaneutralitet, kræver det reduktioner i eksempelvis klimabelastende forbrug eller olieproduktionen i Nordsøen. Det er derfor hensigtsmæssigt at sammentænke den kommende klimalov med nye udbud i Nordsøen.

Kvoteannullering som led i fleksibilitetsmekanismen bør udnyttes

Formandskabet har tidligere anbefalet, at annullering af kvoter som led i fleksibilitetsmekanismen udnyttes i forbindelse med opfyldelsen af EU's 2030 krav til ikke-kvotesektoren. Ved at lade kvoteannullering tælle mod 70 pct.-målsætningen kan de meromkostninger, som målet formodentligt medfører for forløbet mod klimaneutralitet i 2050, begrænses.

LITTERATUR

Abel, A.B., N.G. Mankiw, L.H. Summers og R.J. Zeckhauser (1989): Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence. *The Review of Economic Studies*, 56 (1), s. 1-19.

Blanchard, O. (2019): Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*, 109 (4): s. 1197-1229.

Brand, C., M. Bielecki og A. Penalver (2018): The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy. ECB Occasional Paper, nr. 217, European Central Bank, december 2018.

Caballero, R.J., E. Farhi og P.-O. Gourinchas (2017): The Safe Assets Shortage Conundrum. *Journal of Economic Perspectives*, 31 (3), s.29-46.

Caldara, D., M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino og A. Raffo (2019): Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity? FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System (US), 4. september 2019.

Carvalho, C., A. Ferrero og F. Nechio (2016): Demographics and Real Interest Rates: Inspecting the Mechanism. *European Economic Review*, 88, s. 208-266.

Christensen, N.H., A. Nysteen og N.B.D. Pedersen (2016): Modelling Danish government bond yields in a low-rate environment. Danmarks Nationalbank Working Papers, nr. 106, februar 2019.

Cohen, B.H., P. Hördahl og F.D. Xia (2018): Term premia models and some stylised facts. BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, september 2018, s. 79-91.

DI (2019): Danske kvalitetsvarer udgør over halvdelen af eksporten. Analyse, 9. juli 2019.

Danmarks Nationalbank (2019a): Banker skal forholde sig til nye krav i stresstest. Analyse, nr. 10, 27. maj 2019.

Danmarks Nationalbank (2019b): Udsigt til lavere indtjening og højere kapitalkrav for banker. Analyse, nr. 11, 27. maj 2019.

Danmarks Nationalbank (2019c): Låneomlægninger understøtter det private forbrug. Analyse, nr. 17, 16. september 2019.

Danmarks Nationalbank (2019d): Risikoen for global recession er steget. Analyse, nr. 16, 15. august 2019.

Danmarks Nationalbank (2019e): Den naturlige realrente i Danmark er faldet. Analyse, nr. 13, 27. juni 2019.

Elmeskov, J. (2019): Hvorfor går det så relativt godt med den danske økonomi? Rigsstatistikerens klumme, Danmarks Statistik, 26. august 2019.

Fiedler, S., K.-J. Gern, N. Jannsen og M.H. Wolters (2019): Growth prospects, the natural interest rate, and monetary policy. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 13 (2019-35), s. 1-34.

Holston, K., T. Laubach og J.C. Williams (2017): Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants. *Journal of International Economics*, 108 (Supplement 1), s. S59-S75.

Jordà, Ò., K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick, og A.M. Taylor (2019): The Rate of Return on Everything, 1870–2015 *The Quarterly Journal of Economics*, 134 (3), s. 1225-1298.

Pedersen, J. (2015): The Danish Natural Real Rate of Interest and Secular Stagnation. Danmarks Nationalbank Working Papers, nr. 94, marts 2015.

